



## Sommario

### Economia mondiale

- ▶ Prospettive globali incerte: crescita rivista al ribasso, fragilità fiscali e segnali positivi dal mercato del lavoro USA.

### Economia italiana

- ▶ Ristagna l'economia nel III trimestre: industria debole, inflazione moderata. Crescono gli investimenti.

### Materie Prime

- ▶ Andamento irregolare per il petrolio, metalli industriali in crescita.

### Valute

- ▶ Dollaro instabile, avanzata dell'euro digitale e vulnerabilità delle valute emergenti.

### Credito

- ▶ Eurozona stabile, Italia premiata ma esposta, Stati Uniti opachi.

## ECONOMIA MONDIALE

 <b>USA</b>	TASSO DISOCCUPAZIONE		PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI	
	4,4%	set 2025	0,9%	ago 25/24	-11,1%*	ago 25/24
 <b>Area Euro</b>	TASSO DISOCCUPAZIONE		PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI	
	6,0%	set 2025	2,0%	set 25/24	-0,3%**	set 25/24

\* Construction spending

\*\* Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ Il FMI rivede al ribasso le previsioni di crescita.
- ▶ Debito e fragilità fiscale.
- ▶ USA: fine dello shutdown e progressi nell'occupazione.

### In breve...

Nel primo semestre del 2025 l'economia mondiale ha mostrato una resilienza superiore alle attese, sostenuta in particolare dai mercati emergenti e, in misura significativa, dagli Stati Uniti. La produzione industriale e il commercio internazionale hanno beneficiato temporaneamente dell'anticipazione dei nuovi dazi statunitensi, entrati in vigore a maggio e che hanno portato l'aliquota media effettiva al 19,5%, il livello più elevato dagli anni Trenta. Tuttavia, iniziano già a emergere segnali di rallentamento dei consumi, indebolimento del mercato del lavoro e pressioni sui prezzi.

Il mercato occupazionale globale mostra infatti un progressivo deterioramento, con tassi di disoccupazione in aumento e minori opportunità lavorative nelle economie avanzate. Parallelamente, il processo di disinflazione si è interrotto, complice il rialzo dei prezzi alimentari e la persistenza dell'inflazione nei servizi.

Secondo l'Economic Outlook del FMI di ottobre 2025, la crescita del PIL mondiale è attesa al 3,2% nel 2025 e al 3,1% 2026, riflettendo un raffreddamento diffuso, più marcato negli Stati Uniti, in Canada, in Messico e in Cina. Nel contesto europeo, l'inflazione dell'area euro è salita al 2,2% a settembre, sostenuta da un rimbalzo tecnico dei prezzi energetici, mentre l'inflazione core è rimasta stabile al 2,3%. Negli Stati Uniti, dopo lo shutdown federale, il rapporto sull'occupazione di settembre ha mostrato un incremento di 119.000 posti di lavoro, superiore alle attese, a fronte però di un aumento del tasso di disoccupazione al 4,4%, massimo da quattro anni. L'uscita ritardata dei dati di ottobre – cancellati e sostituiti dal prossimo report di novembre – complica le valutazioni della Federal Reserve in vista della riunione del 10 dicembre. I verbali della riunione di ottobre hanno evidenziato divisioni interne, con una probabilità di un nuovo taglio dei tassi a dicembre scesa al 70% (dal 93% di inizio mese), mentre Powell ha richiamato la necessità di prudenza in un contesto di dati incompleti e rischi inflazionistici persistenti.

Sul piano geopolitico, la visita del principe ereditario saudita a Washington ha riaffermato la centralità della cooperazione energetica tra Stati Uniti e Arabia Saudita. In ambito internazionale, emergono pressioni statunitensi verso un negoziato sul conflitto ucraino, basato su concessioni territoriali da parte di Kiev, suscitando reazioni critiche in Europa.

Nell'Eurozona, l'attenzione si è concentrata sull'upgrade del rating sovrano dell'Italia da parte di Moody's, da Baa3 a Baa2, il primo miglioramento in 23 anni. L'attività economica dell'area si mantiene solida: il PMI composito di ottobre è salito leggermente a 52,5 (da 51,2), continuando comunque a segnalare espansione, con nuovi ordini in rallentamento e occupazione stabile. L'inflazione di ottobre è stata confermata al 2,1%, con la componente core al 2,4%, in linea con l'obiettivo della BCE, che mantiene una posizione attendista; i mercati prezzano una probabilità di circa il 30% per un taglio dei tassi entro metà 2026.

### **FMI: revisione al ribasso per la crescita economica**

Secondo l'Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale (ottobre 2025), l'economia globale continua a essere segnata da elevata incertezza. Gli aumenti tariffari stanno iniziando a pesare su consumi, occupazione e prezzi, mentre i mercati del lavoro mostrano primi segnali di indebolimento. Il processo di disinflazione si è arrestato in molte economie, complice l'aumento dei prezzi alimentari e la persistente inflazione nei servizi. Il quadro resta fragile, con rischi al ribasso legati a nuove tensioni commerciali, vulnerabilità fiscali e pressioni inflazionistiche potenziali, elementi che potrebbero rallentare ulteriormente la crescita economica mondiale.

### **2025: crescita globale superiore al 3%**

Secondo le proiezioni del FMI, la crescita globale 2025 sarà del 3,2%. L'inflazione nell'area euro continua a decelerare, nel 2025 è prevista al 2,1%.

### **Stati Uniti meglio dell'Europa**

Tuttavia, la crescita è tutt'altro che omogenea. Il rallentamento è più pronunciato nei paesi avanzati che nelle economie emergenti. La situazione degli Stati Uniti è più favorevole rispetto a quella europea. La crescita americana è prevista all'2% nel 2025 e al 2,1% nel 2026; nel caso dell'Europa la crescita scende all'1,2% nel 2025 e all'1,1% nel 2026.

### **Tra i Paesi emergenti l'India ha la crescita più elevata**

Per la Cina la stima è del 4,8% nel 2025 e 4,2% nel 2026; in ripresa il Giappone (0,1% nel 2024, +1,1% nel 2025); l'India si conferma il Paese con la crescita più elevata (+6,6% nel 2025).



Le recenti intese tra Stati Uniti e Cina segnano una temporanea distensione dei rapporti commerciali. Pechino ha annunciato la ripresa degli acquisti di soia statunitense e la sospensione per un anno delle restrizioni alle esportazioni di terre rare, mentre Washington ha ridotto i dazi sulle merci cinesi dal 57% al 47%. L'accordo, più che una svolta, rappresenta un parziale ritorno allo status quo precedente all'escalation tariffaria, permettendo a Trump di presentarlo come un successo politico interno.

### Debito e fragilità fiscale

Secondo uno studio dell'Economist, non esiste una soglia precisa oltre la quale il debito pubblico diventa insostenibile. Ciò che conta davvero è la stabilità del rapporto debito/PIL, un equilibrio tuttavia fragile, che può essere compromesso anche da minimi shock nei tassi d'interesse o nella crescita economica. La sostenibilità dei conti pubblici dipende non solo da fattori macroeconomici, ma anche dalla fiducia dei mercati, dalla credibilità delle istituzioni e dalla capacità dei governi di contenere i disavanzi. In questo contesto, il nostro Paese, con un livello di indebitamento tra i più elevati d'Europa, resta particolarmente esposto a eventuali variazioni economiche e finanziarie. Secondo lo stesso studio, anche Stati Uniti e Francia continuano a registrare un aumento del debito a causa di deficit strutturali persistenti. Al contrario, economie come Canada, Germania, Svizzera e Paesi scandinavi rappresentano esempi virtuosi: hanno consolidato la sostenibilità attraverso riforme introdotte tra gli anni '90 e 2000, fondate su regole fiscali chiare, disciplina di bilancio e sistemi pensionistici prefinanziati. The Economist sottolinea inoltre che la crescita economica, da sola, non può risolvere il problema del debito.

Né la demografia, né l'innovazione tecnologica sono in grado di compensare le fragilità strutturali, l'invecchiamento della popolazione e la rigidità della spesa pubblica. La crescita economica, da sola, non può risolvere il problema del debito.

### La COP della verità

La COP – definita dal presidente brasiliano Lula da Silva come la conferenza "della verità" – si svolge alle porte dell'Amazzonia, assumendo un forte valore simbolico in una fase decisiva per la governance climatica globale. Il Segretario generale dell'ONU António Guterres ha ribadito che il limite di 1,5 °C rappresenta una soglia critica, il cui mancato rispetto costituirebbe un grave fallimento politico ed etico. Tuttavia, a dieci anni dall'Accordo di Parigi, le emissioni continuano a crescere e l'obiettivo dei 2 °C appa-

Previsioni economia mondiale a confronto (crescita % reale rispetto all'anno precedente).

	FMI 2025	FMI 2026		FMI 2025	FMI 2026
Advanced Economies	1,6	1,6	Area Euro	1,2	1,1
USA	2,0	2,1	Germania	0,2	0,9
Giappone	1,1	0,6	Francia	0,7	0,9
Cina	4,8	4,2	Italia	0,5	0,8
India	6,6	6,2	Spagna	2,9	2,0
Sudafrica	1,1	1,2	Gran Bretagna	1,3	1,3
Brasile	2,4	1,9	Mondo	3,2	3,1

Fonte: FMI Economic Outlook – ottobre 2025.



re sempre più irraggiungibile. Permangono incertezze sulla possibilità di nuovi accordi vincolanti, inclusi quelli relativi alla finanza climatica, indispensabile per sostenere i paesi più vulnerabili. Il vertice si apre inoltre in un contesto geopolitico deteriorato, con un indebolimento della cooperazione multilaterale e con gli Stati Uniti dell'amministrazione Trump in posizione defilata. L'efficacia della COP è ulteriormente minata dalla bassa partecipazione dei principali leader mondiali: risultano assenti i rappresentanti di Stati Uniti, Cina e India, responsabili di quasi la metà delle emissioni globali.

## Stati Uniti

### Dati sul PIL e reddito disponibile in stand-by

I dati sul PIL restano invariati rispetto alla precedente rilevazione; l'aggiornamento non è disponibile a causa dello shutdown durato sei settimane.

### Occupazione in crescita

Nel mese di settembre l'occupazione è aumentata oltre le attese e rispetto al mese precedente, con un aumento di 119.000 unità, mentre il tasso di disoccupazione si è mantenuto invariato al 4,4% per il quinto mese consecutivo. La crescita occupazionale si è concentrata nei settori sanitario, della ristorazione e dell'assistenza sociale. Il comparto sanitario ha registrato l'incremento più significativo (+43.000), trainato dai servizi ambulatoriali (+23.000) e dagli ospedali (+16.000). I servizi di ristorazione e i locali per la somministrazione di bevande hanno continuato a espandersi (+37.000), così come l'assistenza sociale (+14.000), sostenuta in particolare dai servizi alla persona e alla famiglia (+20.000).

Sono invece emerse contrazioni nei settori dei trasporti, del magazzinaggio, nel governo federale e nell'industria estrattiva, delineando un quadro occupazionale complessivamente stabile ma eterogeneo tra comparti. La retribuzione media oraria dei dipendenti privati è aumentata a 36,67 \$/h, lo 0,2% in più rispetto allo scorso anno. La settimana lavorativa media è di 34,2 ore (39,9 ore nel manifatturiero, incluse 2,9 ore di straordinari). La settimana media per personale di produzione è di 33,7 ore.

### Produzione industriale stand-by

I dati sulla produzione industriale statunitense restano invariati rispetto alla precedente rilevazione; l'aggiornamento non è ancora disponibile a causa dello shutdown durato sei settimane.

### Indice ISM in contrazione

Nel mese di ottobre l'indice manufacturing ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of Supply Management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, è in contrazione per l'ottavo mese consecutivo. Il Manufacturing PMI ha registrato un valore del 48,7% ad ottobre, in calo rispetto alla rilevazione di settembre di 0,4 punti percentuali.

Nonostante la debolezza del comparto manifatturiero, l'economia nel suo complesso ha continuato a espandersi, segnando il 66° mese consecutivo di crescita dopo l'unica contrazione verificatasi nell'aprile 2020. Tra le

principali componenti dell'indice, il sottoindice dei nuovi ordini è sceso al 49,4% (-0,5 punti) e quello della produzione al 48,2% (-2,8 punti). L'indice dei prezzi è rimasto in territorio espansivo, pur correggendo al ribasso al 58% rispetto al 61,9% del mese precedente. L'indice Supplier Deliveries, unico componente del PMI con interpretazione inversa, ha indicato un ulteriore rallentamento dei tempi di consegna, raggiungendo il 54,2% (+1,6 punti). Tale dinamica, tipica delle fasi di rafforzamento della domanda, rappresenta il terzo mese consecutivo di rallentamento dopo una breve parentesi di velocizzazione. L'indice delle scorte di magazzino è diminuito al 45,8% (-1,9 punti), segnalando una riduzione delle giacenze nel settore manifatturiero. Infine, l'indice dei nuovi ordini dall'estero è salito al 44,5% (+1,5 punti), mentre quello delle importazioni ha raggiunto il 45,4% (+0,7 punti), pur rimanendo entrambi in area di contrazione.

### **Dati non disponibili per beni durevoli e vendite al dettaglio**

I dati sulle vendite al dettaglio e i beni durevoli rimangono invariati rispetto alla pubblicazione precedente. I dati non sono stati ancora aggiornati a causa dello shutdown durato sei settimane.

### **In crescita il mercato immobiliare**

Nel mese di ottobre secondo i dati diffusi dalla National Association of Realtors (NAR), le vendite immobiliari, sia su base mensile che annuale, hanno registrato una crescita nelle due principali regioni degli Stati Uniti: Midwest e nel South. Nel Northeast e nel West i livelli di vendita sono rimasti pressoché stabili.

Ad ottobre le vendite si attestano a 4,10 milioni (in termini annualizzati), +1,2% rispetto a settembre. Su base annua le vendite sono aumentate del 1,7%. In media le case restano sul mercato per 34 giorni (erano 33 giorni settembre e 29 giorni lo scorso anno).

Il prezzo mediano è pari a 415.200 \$, in aumento del 2,1% rispetto al 2024. Secondo le rilevazioni di Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a metà ottobre il tasso medio sui mutui a tasso fisso a 30 anni è pari al 6,25%, in calo rispetto alle settimane precedenti (6,35%) e in diminuzione rispetto allo scorso anno, il tasso si attestava al 6,43%.

La quota di vendite in sofferenza (distressed sales) è pari al 2% circa, stabile rispetto alle percentuali del 2024 e dei mesi scorsi (1%).



L'indicatore sulle vendite di abitazioni unifamiliari (single-family houses) elaborato dal Census Bureau e del Department of Housing and Urban Development registrato ad ottobre è in crescita dello 0,8% rispetto al mese precedente, con vendite pari a 3.71 milioni di unità in termini annualizzati, rispetto ad ottobre 2024 il confronto è positivo (+1,9%). Il prezzo mediano è pari a 420.600\$.

### Edilizia: dato non disponibile

I dati sui permessi di costruzione rimangono invariati rispetto alla pubblicazione precedente. I dati non sono stati ancora aggiornati a causa dello shutdown durato sei settimane.

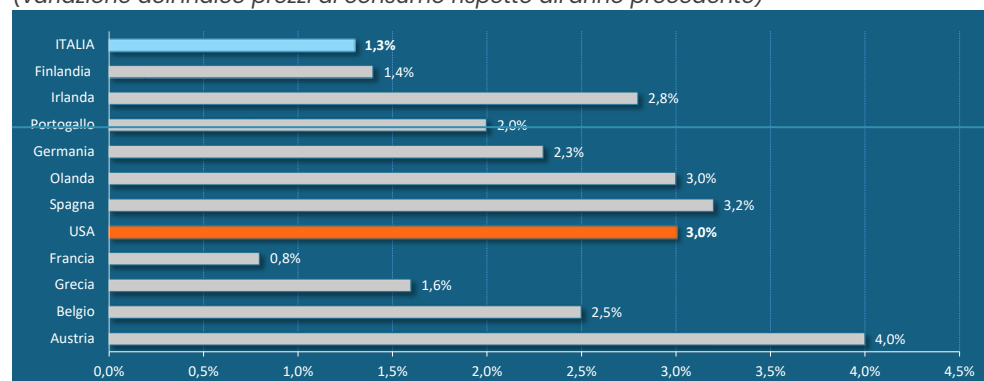
### In contrazione il mercato dell'automotive

Secondo i dati forniti dalla National Automobile Dealers Association (NADA), le vendite di nuovi veicoli leggeri ad ottobre sono in forte contrazione del 5,9% rispetto al mese precedente e sono in calo del 4,8% rispetto al 2024. La contrazione è risultata particolarmente evidente nel segmento dei veicoli elettrici a batteria (BEV). A ottobre, questi hanno rappresentato solo il 5,9% delle vendite totali, ben al di sotto del picco dell'11,3% raggiunto a settembre. Le immatricolazioni mensili, poco inferiori alle 75.000 unità, hanno segnato un calo del 46,7% su base mensile e del 23,8% su base annua. Tale dinamica riflette l'effetto anticipatorio generato dalla scadenza dei crediti d'imposta federali a settembre, che aveva spinto molti consumatori ad acquistare in anticipo.

Il ridimensionamento delle vendite sarebbe potuto risultare ancor più accentuato se diversi produttori non avessero incrementato in modo significativo gli incentivi alla vendita. Secondo JD Power, la spesa media per incentivo unitario sui BEV è salita a 13.161 dollari, con un aumento di 2.047 dollari rispetto al mese precedente, nel tentativo di compensare la perdita dei benefici fiscali.

Resta da verificare quale sarà la domanda di BEV nel nuovo contesto privo di incentivi, ma è verosimile che il mercato necessiti di tempo per riequilibrarsi. Le proiezioni per il quarto trimestre indicano un ritmo di vendita più moderato rispetto al terzo trimestre del 2025; tuttavia, l'anticipo degli acquisti registrato nella prima parte dell'anno dovrebbe limitare l'impatto sul totale annuale, che è atteso stabile o leggermente superiore rispetto ai livelli del 2024.

Inflazione in Europa (ottobre 2025) e negli USA (settembre 2025) - dati preliminari  
(variazione dell'indice prezzi al consumo rispetto all'anno precedente)



Fonte: Eurostat e Bureau of Labour Statistics.

## Europa

### PIL in crescita nel terzo trimestre 2025

Secondo i dati preliminari, la crescita dell'area euro nel terzo trimestre 2025 rispetto al trimestre precedente è aumentata dello 0,2%; così come resta positiva anche rispetto al 2024 (+1,4%). Tra le maggiori economie europee, considerando la dinamica del PIL rispetto al trimestre precedente, spicca la performance della Spagna (+0,6%), la Francia (+0,5%). Italia e Germania la crescita è nulla. In termini tendenziali, nel confronto con il 2024 la crescita più elevata rimane quella della Spagna (+2,8%). Francia (+0,9%) e Italia (+0,4%) e Germania (+0,3%).

### Ad ottobre l'indice PMI è in espansione

Nel mese di ottobre l'indice HCOB PMI della Produzione Composita dell'Eurozona (destagionalizzato), che consiste in una media ponderata dell'Indice HCOB PMI della Produzione Manifatturiera e dell'Indice HCOB PMI dell'Attività Terziaria, è aumentato per il sesto mese consecutivo (52.5), rispetto a 51,2 del mese scorso. Il miglioramento è stato sostenuto da una ripresa della domanda, con i nuovi ordini in crescita al ritmo più rapido degli ultimi due anni e mezzo, e da un'accelerazione dell'occupazione, che ha toccato il livello più alto in 16 mesi. L'inflazione dei costi ha continuato a rallentare, mentre le imprese hanno applicato politiche di prezzo più aggressive, portando i prezzi di vendita ai massimi degli ultimi sette mesi. Sia manifatturiero sia servizi hanno contribuito all'espansione, con una crescita marginale della produzione industriale e un'espansione più vigorosa del settore terziario. A livello geografico, la ripresa è risultata ampiamente diffusa: la Spagna ha guidato l'espansione, seguita da Germania, Irlanda e Italia, tutte in miglioramento. La Francia, in controtendenza, ha registrato un ulteriore indebolimento, con il PMI composito sceso ai minimi degli ultimi otto mesi.

La domanda complessiva di beni e servizi è aumentata per il terzo mese consecutivo, sostenuta interamente dal settore dei servizi, mentre i nuovi ordini manifatturieri sono rimasti stagnanti ma in miglioramento rispetto al mese precedente.

### In aumento la produzione industriale

Nel mese di settembre la produzione industriale è cresciuta dello 0,2%, e il confronto con lo scorso anno rimane positivo +2% (a parità di giornate lavorative). Considerando l'andamento del trimestre luglio-settembre la produzione è in calo rispetto al trimestre precedente (-0,2%) e resta in crescita rispetto a quella del 2024 (+1,5%).

In Germania l'indice di settembre è in crescita (+1,9%); mentre la dinamica tendenziale è negativa (-0,3%). Considerando l'andamento degli ultimi tre mesi, la produzione è in contrazione sia rispetto al trimestre precedente (-1%) sia rispetto al 2024 (-0,7%).

In Francia la produzione è in crescita (+0,8%), e si attesta in crescita la variazione rispetto al 2024 (+1,3%). Il profilo del ciclo è positivo rispetto ai tre mesi precedenti (+1,5) e cresce in confronto con al 2024 (+1,6%).

A settembre in Spagna l'indice della produzione è in salita (+0,4%) e il confronto con lo scorso anno resta positivo (+2,6%). Nel trimestre luglio-set-





tembre la produzione aumenta sia rispetto al periodo precedente (+0,3%) sia in confronto al 2024 (+2,4%).

In Italia a settembre l'indice della produzione è positivo (2,8%) a differenza il confronto con lo scorso è nullo. Prendendo in esame la media dell'ultimo trimestre, l'indice è negativo sia rispetto al trimestre precedente (-0,5%) che rispetto allo scorso anno (-1,1%).

### **In calo l'indice della produzione nelle costruzioni**

Nel mese di settembre l'indice della produzione nelle costruzioni nell'area euro è diminuito dello 0,5% e rispetto all'anno precedente è in calo dello 0,3% (a parità di giornate lavorative e al netto di fattori stagionali). Nel trimestre luglio-settembre l'indice risulta in contrazione rispetto ai tre mesi precedenti (-2,9%) (a parità di giornate lavorative) mentre la crescita è nulla rispetto allo stesso periodo del 2024.

In Germania nel mese di settembre l'indice registra una diminuzione dello 0,9% e rispetto allo scorso anno il confronto rimane negativo (-1,9%). Nel trimestre luglio-settembre la produzione segna una decelerazione sia rispetto al trimestre precedente (-0,6%) sia rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (-1,6%).

In Francia l'indice di settembre registra una contrazione sia rispetto al mese precedente, dell'1,3%, che rispetto a settembre del 2024 (-5,3%). Nel trimestre luglio-settembre l'attività risulta in crescita rispetto al trimestre precedente (+0,8%) mentre è negativo il confronto con il 2024 (-5,1%).

In Spagna il mese di settembre segna una contrazione rispetto al mese precedente (-1,5%) mentre è positivo il dato rispetto allo scorso anno (+6,9%). Ampliando l'osservazione all'ultimo trimestre, l'indicatore registra un calo, rispetto al periodo precedente, del 21% mentre è positivo rispetto allo scorso anno (+4,2%).

Per quanto riguarda l'Italia, l'indice è in aumento rispetto ad agosto (+0,9%) ed è positiva la dinamica tendenziale (+4,1%). Nel trimestre luglio-settembre l'indicatore è in calo rispetto ai tre mesi precedenti (-0,6%) mentre è in aumento rispetto al 2024 (+4,1%).

### **Stabili le vendite al dettaglio**

A settembre le vendite al dettaglio nell'area euro sono stabili. Il confronto con lo scorso anno si attesta al +1,0%. Tra le maggiori economie, Italia e Francia registrano un calo, rispettivamente -0,6% e -0,1%, mentre sono in aumento in Germania e Spagna (+0,2, +0,4).

### **Migliora il settore automotive**

Ad ottobre 2025, le nuove immatricolazioni di autovetture nell'Unione Europea hanno registrato una crescita dell'1,4% su base annua, riflettendo un mercato complessivamente stabile ma in fase di trasformazione strutturale verso alimentazioni alternative. Le auto elettriche a batteria (BEV) hanno raggiunto una quota del 16,4%, in aumento rispetto al 13,2% del 2024, con 1,47 milioni di unità immatricolate nei primi dieci mesi del 2025. I principali mercati – Germania, Belgio, Paesi Bassi e Francia – hanno registrato incrementi significativi. Le ibride elettriche (HEV) restano la tipologia più diffusa, raggiungendo il 34,6% del mercato grazie alla forte crescita in Spagna, Francia, Germania e Italia. Continuano a espandersi anche le ibride plug-in (PHEV), che rappresentano il 9,1% del mercato, supportate dagli aumenti a doppia cifra di Spagna, Italia e Germania.

Su base annua, a ottobre le vendite sono cresciute del 38,6% per i BEV, del 9,4% per gli HEV e del 43,2% per i PHEV. Al contrario, le immatricolazioni di auto a benzina e diesel sono diminuite rispettivamente del 18,3% e del 24,5%, con cali marcati in tutti i principali mercati. Le quote di mercato sono scese al 27,4% per la benzina e al 9,2% per il diesel.

### **Volkswagen continua ad essere leader di mercato**

Nel mese di ottobre, sul mercato europeo (UE, EFTA e UK), il gruppo Volkswagen continua a confermarsi leader del mercato, con 264.069 unità vendute e un incremento del 28,8% su base annua. Stellantis rimane alla seconda posizione, totalizzando 139.709 immatricolazioni, pari al 15,2% di quota di mercato. Nel dettaglio, le vendite di ottobre registrano: Peugeot 45.543 unità (+5%), Citroën 27.357 (+3%), Opel 28.702 (+3,1%), Fiat 21.291 (+2,3%) e Jeep 8.723(+1%). Renault si posiziona al terzo posto con 103.408 vetture vendute.

Tra le altre case automobilistiche, bene soprattutto Hyundai, Toyota, BMW totalizzano +7,2%. Sostanzialmente stabili Volvo (+2,3%), e Tesla (+0,6%).

### **Migliora l'economic sentiment**

Ad ottobre l'Economic Sentiment Indicator (ESI) dell'Unione Europea è cresciuto del 1,2%, trainato dal miglioramento delle aspettative di produzione e da valutazioni più favorevoli sugli ordinativi complessivi, mentre la percezione delle scorte di prodotti finiti è rimasta stabile. Si registrano inoltre progressi nelle valutazioni sugli ordinativi esteri e sulla produzione passata. La fiducia nei servizi è rimasta sostanzialmente stabile (+0,2%), con un leggero miglioramento della situazione recente compensato da aspettative di domanda in calo. La fiducia dei consumatori è invece aumentata (+0,8%), grazie a prospettive più ottimistiche sulla situazione economica generale e finanziaria futura delle famiglie, pur frenate dal calo delle intenzioni di acquisto.

Nel commercio al dettaglio, la fiducia è cresciuta di 1 punto, sostenuta da migliori aspettative sul futuro e da una valutazione più favorevole delle scorte. Il settore delle costruzioni ha registrato un incremento di 0,6 punti, riflettendo un miglioramento dei portafogli ordini e delle aspettative occupazionali.

## ECONOMIA ITALIANA

PRODUZIONE INDUSTRIALE		COSTRUZIONI		VENDITE AL DETTAGLIO		NUOVE VETTURE		ESPORTAZIONI	
1,5%	set 25/24	4,4%	set 25/24	0,5%	ago 25/24	-0,6%	ott 25/24	10,5%	set 25/24
FIDUCIA CONSUMATORI		FIDUCIA IMPRESE		TASSO DI DISOCCUPAZIONE		TASSO DISOCC. GIOVANILE (25-34 aa)		INFLAZIONE (IPCA)	
↓	nov 2025	↑	nov 2025	6,1%	set 25/24	8,5%	set 25/24	1,83%	ott 25/24

- ▶ Ristagna l'economia nel III trimestre.
- ▶ Industria debole, inflazione moderata. Crescono gli investimenti.
- ▶ La Commissione Europea prevede una ripreda nel 2025-2026.

### In breve...

L'economia italiana langue, con il PIL fermo nel terzo trimestre a causa dei dazi USA e del dollaro debole, che hanno frenato l'export e alimentato l'incertezza.

Per il quarto trimestre emergono segnali più positivi: risale la fiducia, calano i prezzi del petrolio e ripartono gli investimenti grazie al PNRR. L'industria continua a mostrare debolezza, mentre i servizi mantengono un passo più solido, sostenuti anche dal turismo. L'inflazione rimane moderata, nonostante i rialzi dei prezzi alimentari, grazie al forte calo dei carburanti e al gas in lieve discesa. Gli investimenti in impianti e macchinari risultano in crescita, con un miglioramento della fiducia nelle imprese strumentali e nelle costruzioni. I consumi delle famiglie restano deboli, così come la fiducia. Tuttavia, l'occupazione in lieve recupero potrebbe supportare l'inizio di una ripresa. L'export mostra un lieve rimbalzo a settembre, trainato dagli Stati Uniti e da vari mercati extra-UE. Tuttavia, le prospettive restano deboli, penalizzate dalla scarsa domanda europea e dai nuovi dazi americani sui veicoli industriali.

L'eco dello scontro sulla manovra continua a risuonare nel dibattito politico. La legge di bilancio è stata approvata dal Consiglio dei ministri venti giorni fa, l'esame in Senato non è ancora entrato nel vivo ma le polemiche restano accese dopo le audizioni di Banca d'Italia, Istat e Corte dei Conti. Il Consiglio UE ha dato il via libera alla revisione del PNRR dell'Italia, una proposta che mantiene invariata la dotazione complessiva di 194,4 miliardi di euro e conferma l'ambizione del Piano, intervenendo al tempo stesso su alcuni aspetti per rafforzarne l'efficacia.

Secondo le previsioni d'autunno 2025 della Commissione Europea, la crescita della produzione è destinata a rallentare allo 0,4% nel 2025, con le esportazioni nette che sottrarranno 0,7 punti percentuali e la domanda interna che contribuirà per circa 1 punto percentuale, trainata dagli investimenti. Si prevede una ripresa della crescita nel 2026-27, sostenuta dagli investimenti finanziati dal Fondo di ripresa e resilienza (RRF). L'inflazione dovrebbe rimanere contenuta nel 2025-26, principalmente grazie al prolungato calo dei prezzi dell'energia, e tornare a circa il 2% nel 2027, in parte grazie all'introduzione dell'ETS2 (nuovo sistema europeo di scambio di

quote di emissione, che mira a ridurre le emissioni di settori come edilizia e trasporti stradali). Si prevede che il disavanzo pubblico diminuirà costantemente, attestandosi al 2,6% del PIL nel 2027. Il rapporto debito/PIL dovrebbe raggiungere il 137,2% del PIL entro il 2027, poiché gli avanzi primari previsti sono ancora insufficienti a compensare l'impatto dei differenziali tra tassi di interesse e tassi di crescita, che aumentano il debito, e degli aggiustamenti stock-flussi.

Le previsioni UE per l'Italia

	2024	2025	2026		2024	2025	2026
Crescita del PIL (%, su base annua)	0,4	0,8	0,8	Saldo delle amm.ni pubbliche (% del PIL)	-3,0	-2,8	-2,6
Inflazione (% su base annua)	1,7	1,3	2,0	Debito pubblico lordo (% del PIL)	136,4	137,9	137,2
Disoccupazione (%)	6,2	6,1	6,0	Saldo delle partite correnti (% del PIL)	1,0	0,9	0,9

Fonte: Commissione Europea, Previsioni Economiche per l'Italia.

### PIL: crescita ferma nel III trimestre

Nel terzo trimestre del 2025 si stima che il prodotto interno lordo (PIL), espresso in valori concatenati con anno di riferimento 2020, corretto per gli effetti di calendario e destagionalizzato, sia rimasto stazionario rispetto al trimestre precedente e sia cresciuto dello 0,4% in termini tendenziali. Il terzo trimestre del 2025 ha avuto quattro giornate lavorative in più rispetto al trimestre precedente e lo stesso numero di giornate lavorative rispetto al terzo trimestre del 2024. La variazione congiunturale è la sintesi di un aumento del valore aggiunto nel comparto dell'agricoltura, silvicoltura e pesca, di una diminuzione in quello dell'industria e di una stazionarietà in quello dei servizi. Dal lato della domanda, vi è un contributo negativo della componente nazionale (al lordo delle scorte) e un apporto positivo della componente estera netta. La variazione acquisita per il 2025 è pari allo 0,5%.

### Produzione industriale in recupero

A settembre 2025 l'indice destagionalizzato della produzione industriale aumenta del 2,8% rispetto ad agosto. Nella media del terzo trimestre il livello della produzione diminuisce dello 0,5% rispetto ai tre mesi precedenti. Gli aumenti congiunturali riguardano tutti i raggruppamenti principali di industrie: una variazione più ampia caratterizza l'energia (+5,4%), mentre sono più limitati gli incrementi per i beni strumentali (+1,4%), i beni intermedi (+1,3%) e i beni di consumo (+1,0%).

### Positivo anche il trend annuale

Al netto degli effetti di calendario, a settembre 2025 l'indice generale aumenta in termini tendenziali dell'1,5%. L'evoluzione positiva è diffusa in tutti i comparti: crescono i beni consumo (+2,3%), i beni intermedi (+1,3%) e in misura meno marcata i beni strumentali (+0,9%) e l'energia (+0,6%). I settori di attività economica che registrano gli incrementi tendenziali maggiori sono la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica (+12,3%), le industrie alimentari, bevande e tabacco (+9,2%) e la produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (+3,8%). Le flessioni



più ampie si rilevano nelle industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori (-4,4%), nell'industria del legno, carta e stampa (-4,1%) e nella fabbricazione di prodotti chimici (-4,0%).

### L'Indagine Rapida del Centro Studi Confindustria

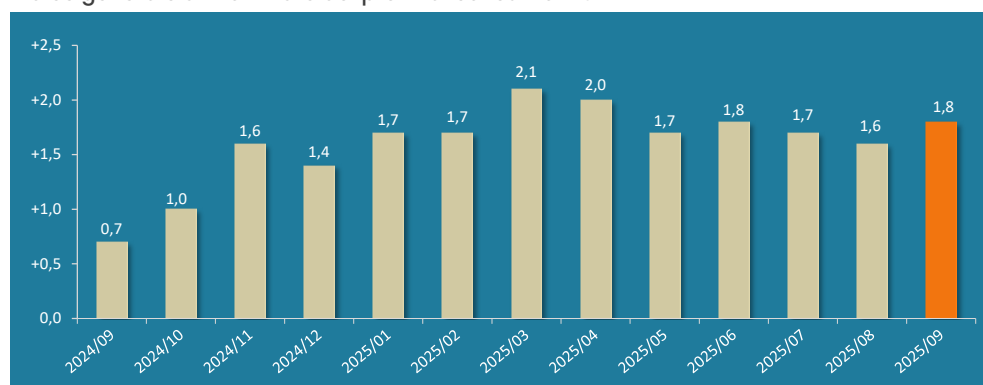
L'indagine rapida sulla produzione industriale, rivolta alle grandi imprese industriali associate a Confindustria, nella rilevazione di ottobre registra una flessione delle aspettative rispetto al mese precedente. ma il quadro resta complessivamente positivo. Quasi la metà delle grandi imprese industriali associate prevede un aumento della produzione, rilevante o moderata (46,3%). Più di un terzo prevede stabilità (35,1%), mentre poco meno di un quinto (18,6%) si aspetta una contrazione.

### Alimentari ed energetici rallentano l'inflazione

Secondo le stime preliminari fornite da Istat, nel mese di ottobre, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) registra una variazione pari a -0,2% su base mensile e a +1,3% su base annua (in rallentamento da +1,8% del mese precedente), confermando la stima preliminare. L'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, evidenzia una variazione del -0,3% su base mensile e del +1,2% su base annua (da +1,6% nel mese precedente), confermando la stima preliminare. La sensibile decelerazione del tasso d'inflazione si deve prevalentemente al marcato rallentamento su base tendenziale dei prezzi degli energetici regolamentati (da +13,9% a -0,5%), degli alimentari non lavorati (da +4,8% a +1,9%) e, in misura minore, di quelli dei servizi relativi ai trasporti (da +2,4% a +2,0%) e degli alimentari lavorati (da +2,7% a +2,5%). Tali effetti sono in parte compensati dall'accelerazione dei prezzi dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da +3,1% a +3,3%) e dalla flessione meno marcata di quelli degli energetici non regolamentati (da -5,2% a -4,9%).

L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, decelera leggermente (da +2,0% a +1,9%), così come quella al netto dei soli beni energetici (da +2,1% a +1,9%). La crescita tendenziale dei prezzi dei beni si attenua (da +0,6% a +0,2%) e quella dei servizi rimane stabile (a +2,6%). Pertanto, il differenziale inflazionistico tra il comparto dei servizi e quello dei beni aumenta, salendo a +2,4 punti percentuali (dai +2,0 p.p. del mese precedente). I prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona decelerano (da +3,1% a +2,1%), come quelli dei prodotti

Indice generale armonizzato dei prezzi al consumo IPCA



Fonte: Istat.

ad alta frequenza d'acquisto (da +2,6% a +2,1%). La variazione congiunturale negativa dell'indice generale riflette la diminuzione dei prezzi degli energetici regolamentati (-6,4%), dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (-1,1%), degli energetici non regolamentati (-0,6%), dei servizi relativi alle comunicazioni e dei servizi relativi ai trasporti (-0,3% entrambi). Salgono invece rispetto a settembre i prezzi dei servizi relativi all'abitazione (+0,3%). L'inflazione acquisita per il 2025 è pari a +1,6% per l'indice generale e a +1,9% per la componente di fondo.

### **Il commercio extra-UE traina le esportazioni**

A settembre 2025 si stima una crescita congiunturale delle esportazioni (+2,6%), dovuta alle maggiori vendite verso l'area extra UE (+6,4%), mentre l'export verso l'area UE registra una riduzione dello 0,8%. Gli scambi commerciali aumentano del 2,0% nel terzo trimestre e del 10,5% su base annua. La crescita tendenziale dell'export riguarda entrambe le aree, UE (+10,2%) ed extra UE (+10,9%). Tra i settori che più contribuiscono alla crescita tendenziale dell'export si segnalano: articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+39,4%), metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti (+19,0%), mezzi di trasporto, esclusi autoveicoli (+29,6%), macchinari e apparecchi non classificati altrove (+7,1%) e prodotti alimentari, bevande e tabacco (+6,9%). Si riduce su base annua soltanto l'export di articoli sportivi, giochi, strumenti musicali, preziosi, strumenti medici e altri prodotti n.c.a (-7,5%) e sostanze e prodotti chimici (-1,5%). Su base annua, i paesi che forniscono i contributi maggiori alla crescita dell'export nazionale sono Stati Uniti (+34,7%), Francia (+19,5%), Spagna (+14,7%), paesi OPEC (+24,2%), Svizzera (+10,4%), Germania (+4,2%) e Polonia (+15,0%). Soltanto Turchia (-32,8%), paesi MERCOSUR (-3,1%) e Belgio (-0,6%) forniscono contributi negativi.

Il saldo commerciale a settembre 2025 è pari a +2.852 milioni di euro (era +2.318 milioni nello stesso mese del 2024). Il deficit energetico (-3.392 milioni) è inferiore rispetto a un anno prima (-4.255 milioni). L'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici scende da +6.573 milioni di settembre 2024 a +6.244 milioni di settembre 2025.

### **L'edilizia riparte dopo il calo registrato ad agosto**

A settembre 2025 l'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni aumenta dello 0,9% rispetto ad agosto. Nella media del terzo trimestre 2025, la produzione nelle costruzioni diminuisce dello 0,6% nel confronto con il trimestre precedente. Su base tendenziale, l'indice corretto per gli effetti di calendario registra un incremento del 4,4% (i giorni lavorativi di calendario sono stati 22 contro i 21 di settembre 2024), mentre l'indice grezzo cresce dell'8,2%. Nella media dei primi nove mesi del 2025, l'indice corretto per gli effetti di calendario aumenta del 4,7%, mentre l'indice grezzo cresce del 3,4%.

### **Vendite al dettaglio in diminuzione su agosto**

A settembre 2025 le vendite al dettaglio registrano, rispetto al mese precedente, un calo sia in valore sia in volume (-0,5% per entrambi). La flessione riguarda tanto i beni alimentari (-0,4% in valore e -0,5% in volume), quanto quelli non alimentari (-0,5% in valore e -0,6% in volume). Nel terzo



trimestre 2025, in termini congiunturali, le vendite al dettaglio sono in lieve aumento in valore (+0,1%) e diminuiscono in volume (-0,4%). Variazioni di segno analogo si rilevano sia per le vendite dei beni alimentari (+0,1% in valore e -0,9% in volume) sia per quelle dei beni non alimentari (+0,1% in valore e -0,1% in volume).

#### **Vendite: aumenta il valore, cala il volume**

Su base tendenziale, a settembre 2025, le vendite al dettaglio registrano una variazione positiva dello 0,5% in valore e una diminuzione dell'1,4% in volume. Le vendite dei beni alimentari aumentano in valore (+1,5%) e calano in volume (-1,8%), mentre quelle dei beni non alimentari sono in diminuzione sia in valore sia in volume (rispettivamente -0,4% e -1,1%). Per quanto riguarda i beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali eterogenee tra i vari gruppi di prodotti. L'aumento maggiore riguarda i prodotti di profumeria, cura della persona (+4,0%) mentre i cali più consistenti si osservano per le calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-5,7%) e abbigliamento e pellicceria (-5,2%). Rispetto a settembre 2024, il valore delle vendite al dettaglio è in aumento per la grande distribuzione (+0,4%), le vendite al di fuori dei negozi (+1,9%) e il commercio elettronico (+7,3%), mentre si registra una flessione per le imprese operanti su piccole superfici (-0,4%).

#### **Auto, mercato piatto a ottobre**

A ottobre 2025, il mercato italiano dell'auto totalizza 125.826 immatricolazioni, con una variazione negativa dello 0,6% rispetto a ottobre 2024, che aveva totalizzato 126.543 unità.

Nei primi dieci mesi del 2025 i volumi complessivi si attestano a 1.293.366 unità, con un calo del 2,7% rispetto a quelli di gennaio-ottobre 2024. A pesare è soprattutto l'incertezza legata all'attesa dell'apertura della piattaforma per la prenotazione degli incentivi previsti dal MASE a cittadini e micro-imprese, che ha frenato la domanda di auto elettriche nella prima parte del mese e, in un secondo momento, la falsa partenza degli incentivi stessi.

#### **Clima di fiducia alto per le imprese, ma non quello dei consumatori**

A novembre 2025, l'indice di fiducia delle imprese aumenta raggiungendo un massimo da aprile 2024. La crescita è sostenuta dai servizi e, in misura più contenuta, dall'industria manifatturiera che raggiunge il livello più alto da giugno 2023.

L'indice di fiducia dei consumatori, invece, peggiora e si posiziona sul valore più basso da aprile 2025. Tutte le componenti dell'indice di fiducia si deteriorano, soprattutto le attese sulla disoccupazione e le valutazioni relative al risparmio.

### Indice PMI: la manifattura resta in contrazione

L'Indice HCOB PMI® (Purchasing Managers' Index™) sul settore manifatturiero Italiano, un valore composito a una cifra della performance manifatturiera derivato dagli indicatori relativi ai nuovi ordini, alla produzione, all'occupazione, ai tempi di consegna dei fornitori e alle scorte di acquisti, a ottobre è salito a 49,9 da 49,0 del mese scorso.

L'Indice HCOB PMI® settore edile Italiano (Purchasing Managers' Index™), che misura le variazioni su base mensile dell'attività totale del settore, è salito a ottobre a 50,7 da 49,8 di settembre, posizionandosi sopra la soglia di non cambiamento di 50,0. L'ennesima espansione dell'attività totale di ottobre ha posto fine a un periodo di contrazione che ormai continuava da tre mesi. Sebbene marginale, il tasso di crescita è stato il maggiore da marzo. L'analogo Indice HCOB PMI® dell'attività terziaria in Italia, ha registrato a ottobre un valore di 54,0, in salita rispetto al 52,5 di settembre.

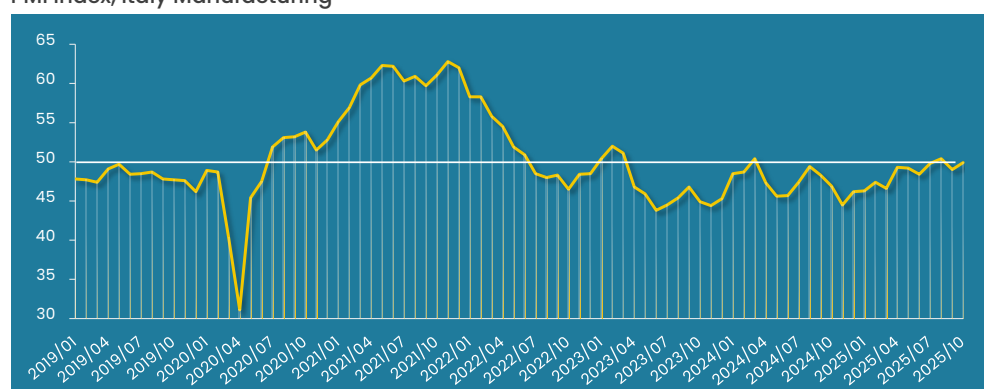
### Cresce il numero degli occupati

A settembre 2025, su base mensile, la crescita degli occupati e dei disoccupati si associa al calo degli inattivi. L'aumento degli occupati (+0,3%, pari a +67.000 unità) coinvolge le donne, i dipendenti permanenti e tutte le classi d'età ad eccezione dei 35-49enni che risultano in diminuzione; calano anche i dipendenti a termine, mentre risultano sostanzialmente stabili gli uomini e gli autonomi. Il tasso di occupazione sale al 62,7% (+0,2 punti).

### In aumento anche disoccupati, diminuiscono gli inattivi

L'aumento delle persone in cerca di lavoro (+2,0%, pari a +31.000 unità) si osserva tra gli uomini, i 15-34enni e tra chi ha almeno 50 anni, mentre tra i 35-49enni e le donne il numero di disoccupati diminuisce. Il tasso di disoccupazione sale al 6,1% (+0,1 punti), quello giovanile al 20,6% (+0,9 punti). La diminuzione degli inattivi tra i 15 e i 64 anni (-0,8%, pari a -99.000 unità) interessa gli uomini, le donne e tutte le classi d'età ad eccezione dei 35-49enni, tra i quali il numero di inattivi cresce. Il tasso di inattività cala al 33,1% (-0,3 punti).

PMI Index, Italy Manufacturing



Fonte: Markit Economics



## MATERIE PRIME

NICKEL		CRUDE OIL AVERAGE		ALLUMINIO		MINERALE DI FERRO	
\$/Mt		\$/Bbl		\$/Mt		\$/Dmtu	
-0,1%	ott/set 25	-5,1%	ott/set 25	5,3%	ott/set 25	0,2%	ott/set 25
RAME		GOMMA NATUR. TSR20		CACAO		ZUCCHERO	
\$/Mt		\$/Mt		\$/Kg		\$/Kg	
7,6%	ott/set 25	-1,5%	ott/set 25	-15,3%	ott/set 25	-5,3%	ott/set 25

- Andamento irregolare del petrolio.
- Metalli industriali in crescita: LMEX +6% e rialzi diffusi.
- Materie plastiche in discesa.

The Economist commodity – price Index (valori %)

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
<b>Dollar Index</b>			<b>Sterling Index</b>		
All Items	0,9	5,4	All Items	2,7	1,6
Food	1,6	2,1	<b>Euro Index</b>		
Industrials			All Items	1,1%	-3,6
<i>All</i>	0,3	8,7	<b>Gold</b>		
<i>Non food griculturalis</i>	-0,8	-6,5	\$ per oz	-2,2	54,3
<i>Metals</i>	0,6	13,2	<b>West Texas Intermediate</b>		
			\$ per barrel	5,8	-10,9

Fonte: The Economist – 9 ottobre 2025.

Nel mese di novembre, il prezzo del Brent ha presentato un andamento irregolare, in quanto è stato soggetto a pressioni contestualmente rialziste e ribassiste.

Le pressioni rialziste sono dovute a fattori di natura geopolitica: le notizie contrastanti su sanzioni, trattative commerciali e decisioni produttive dei principali esportatori, concorrono a mantenere un clima di incertezza. L'intesa commerciale temporaneamente raggiunta tra Stati Uniti e Cina in materia di dazi ha favorito l'attività industriale, incrementando la domanda. A seguito delle sanzioni ai fornitori russi, India e Turchia hanno aumentato gli acquisti da fornitori alternativi, avendo un effetto positivo sulla domanda. Infine, le tensioni tra Stati Uniti e Venezuela hanno concorso a sostenere il livello dei prezzi.

A fronte di questi fattori rialzisti, l'offerta del petrolio rimane molto elevata. Per contrastare il surplus dell'offerta, i paesi membri dell'OPEC+ hanno annunciato un annullamento degli aumenti di produzione previsti per l'inizio del 2026: è la prima volta dall'inizio del processo di allentamento dei tagli produttivi. Dall'altro lato, tuttavia, gli Stati Uniti hanno annunciato un aumento delle scorte, raggiungendo il record di 13.6 milioni di barili al giorno. Di conseguenza, l'offerta continua ad essere molto elevata. Il risultato complessivo di queste dinamiche divergenti è un andamento dei prezzi irregolare, tendenzialmente al ribasso.



### **Metalli industriali: crescita diffusa al London Metal Exchange**

Ad ottobre i metalli industriali hanno registrato un netto miglioramento, tornando a livelli dei contratti LME a tre mesi che non registravano da tempo. La conferma arriva dall'indice LMEX, che ha chiuso il mese con un valore mensile al rialzo del 6%. La crescita ha interessato la maggior parte dei metalli quotati al listino LME. Tuttavia, il rame ha particolarmente contribuito a questo risultato, riportando un incremento del 5.5% nel mese di ottobre sul contratto a 3 mesi. L'alluminio ha proseguito la tendenza rialzista, iniziata nel mese di aprile, con una quotazione mensile che è aumentata del 7%. Il nickel, invece, ha riportato un andamento altalenante, rendendo difficile fare delle previsioni sugli andamenti futuri, soprattutto nel breve periodo. Ad indicare questa incertezza, il metallo ha chiuso il mese con un valore in crescita dello 0,5%.

Il rafforzamento del dollaro rispetto all'euro ha influenzato gli acquisti di metalli sul mercato europeo, determinando un rincaro su base mensile dell'1,45%, in aggiunta all'apprezzamento dei metalli industriali al LME.

### **Acciai: prezzi al rialzo nei semilavorati di acciaio**

Il mese di ottobre ha visto una fase di tendenza al rialzo dei prezzi dei semilavorati di acciaio, in particolare nel segmento dei prodotti "piani". Il coil lavorato a caldo (HRC) ha chiuso il mese con un incremento medio di 20 euro/tonnellata, mentre il coil lavorato a freddo (CRC) ha riportato un incremento di 25 euro, e il coil zincato a caldo (HDG) un aumento di 30 euro/tonnellata.

Il comparto dei semilavorati "lunghi", invece, continua ad essere caratterizzato da una forte frammentazione dell'offerta. I rivenditori, nel tentativo di ridurre le giacenze di magazzino, stanno accettando ordini a prezzi di riferimento molto bassi. Di conseguenza, il prezzo del rebar nel mese di ottobre è sceso di 5 euro/tonnellata.

I prezzi in crescita dei semilavorati piani hanno comportato un incremento del prezzo di mercato delle principali categorie di rottami, dopo un periodo di prezzi costantemente al ribasso. Nel complesso, nel mese di ottobre è stata registrata una crescita di 3 punti percentuali rispetto a settembre.

### **Arretramento generalizzato nelle quotazioni delle materie prime**

Durante il mese di ottobre, è proseguita la fase di flessione già osservata nei mesi precedenti per le materie plastiche.

L'etilene, che a settembre era stato interessato da una leggera fase di crescita, è rimasto stabile: il PVC ha quindi confermato la stessa quotazione di base riportata nel mese precedente.

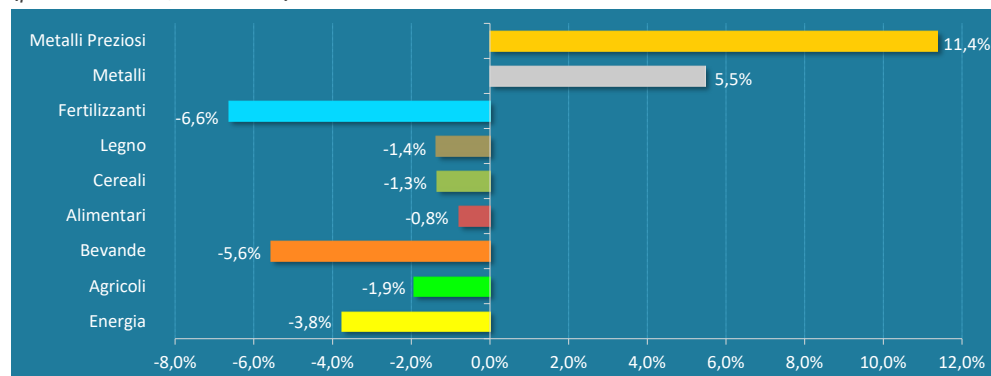
Il valore dello stirene ha registrato un ulteriore calo del 4%, rispetto al mese precedente, risultato che ha causato una riduzione dell'1,3% del prezzo dell'ABS, che comunque ha limitato parzialmente l'impatto del forte ribasso della materia prima.

Il prezzo del PET è sceso del 3% nel mese di ottobre, assorbendo l'1% della decrescita mensile del 4% riportata dal paraxilene.

Il rafforzamento del dollaro sull'euro ha condizionato l'andamento del prezzo della gomma naturale, rendendo più costosi gli acquisti sul mercato europeo: nel mese di ottobre è stato registrato un aumento dello 0,7%.

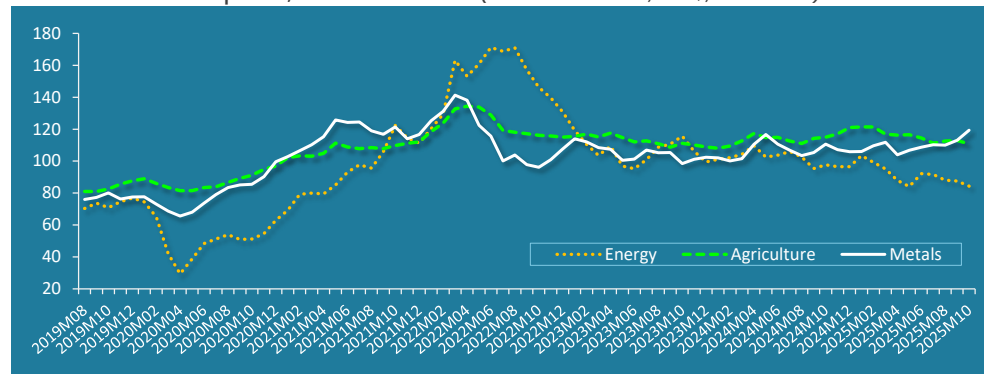
Tuttavia, la quotazione in dollari alla borsa SGX di Singapore è diminuita dello 0,8%. Complessivamente, l'andamento dei prezzi ha beneficiato di un miglioramento del 4% del valore medio ponderato in euro rispetto a settembre, grazie alla significativa flessione del valore USD osservata nella seconda metà di ottobre.

Variazione % dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente - ott/set 2025  
(prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World Bank.

Prezzi delle materie prime, trend 2019-2025 (Valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazioni su dati World Bank.

Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la newsletter settimanale MetalWeek al seguente link: <http://bit.ly/3TYceKN>

Per i prezzi di prodotti specifici è possibile contattare direttamente il Centro Studi: [studi@ui.torino.it](mailto:studi@ui.torino.it)  
tel. 011 5718502

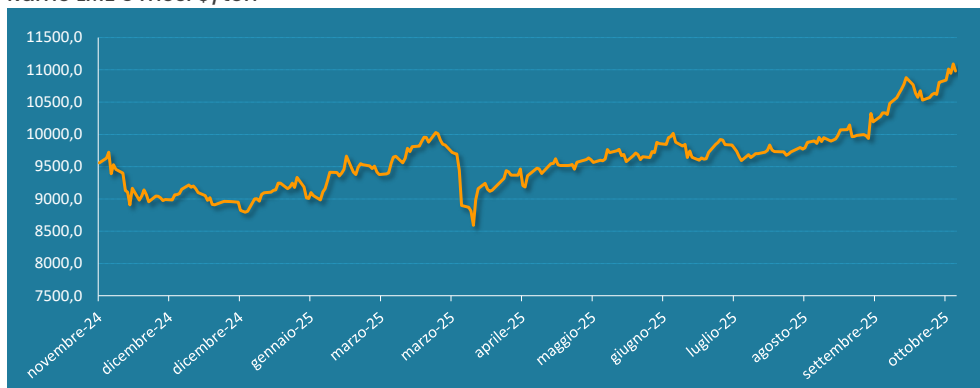
### I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia prima	Unità misura	Prezzo in \$ set 2025	Prezzo in \$ ott 2025	var. %
Aluminum	(\$/mt)	2653,32	2793,09	5,3%
Banana, Europe	(\$/kg)	1,15	1,13	-1,3%
Banana, US	(\$/kg)	1,02	1,13	10,8%
Beef **	(\$/kg)	6,90	7,09	2,8%
Chicken **	(\$/kg)	1,74	1,72	-1,4%
Coal, Australian	(\$/mt)	106,32	107,50	1,1%
Coal, South African **	(\$/mt)	92,27	91,58	-0,7%
Cocoa	(\$/kg)	7,03	5,95	-15,3%
Coconut oil	(\$/mt)	2596,75	2599,00	0,1%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	8,83	8,90	0,8%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	4,66	4,74	1,8%
Copper	(\$/mt)	9983,79	10739,91	7,6%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,72	1,68	-2,5%
Crude oil, average	(\$/bbl)	66,46	63,04	-5,1%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	67,95	64,65	-4,9%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	67,75	64,30	-5,1%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	63,67	60,17	-5,5%
DAP	(\$/mt)	780,63	754,00	-3,4%
Fish meal	(\$/mt)	1768,92	1768,92	0,0%
Gold	(\$/troy oz)	3667,68	4058,33	10,7%
Groundnut oil **	(\$/mt)	1609,75	1625,36	1,0%
Groundnuts	(\$/mt)	1235,00	1200,00	-2,8%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	103,28	103,53	0,2%
Lamb **	(\$/kg)	6,24	6,33	1,6%
Lead	(\$/mt)	1954,98	1967,54	0,6%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	11,47	11,38	-0,8%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	410,66	407,33	-0,8%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	201,30	196,65	-2,3%
Maize	(\$/mt)	197,38	198,13	0,4%
Natural gas index (2010=100)		96,72	98,30	1,6%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	11,12	10,89	-2,1%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	2,97	3,20	7,5%
Nickel	(\$/mt)	15105,64	15092,12	-0,1%
Orange	(\$/kg)	1,29	1,05	-18,8%
Palm kernel oil	(\$/mt)	2414,17	2273,04	-5,8%
Palm oil	(\$/mt)	1036,74	1045,04	0,8%
Phosphate rock	(\$/mt)	152,50	152,50	0,0%
Platinum	(\$/troy oz)	1434,91	1615,55	12,6%
Plywood	(cents/sheet)	369,23	360,69	-2,3%
Potassium chloride **	(\$/mt)	352,50	352,00	-0,1%
Rapeseed oil	(\$/mt)	1267,98	1275,21	0,6%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	367,00	351,00	-4,4%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	374,00	356,00	-4,8%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	355,19	335,91	-5,4%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	371,50	365,60	-1,6%
Rubber, RSS3	(\$/kg)	2,11	2,00	-4,9%
Rubber, TSR20 **	(\$/kg)	1,74	1,71	-1,5%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	647,10	639,76	-1,1%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	736,02	727,68	-1,1%
Silver	(\$/troy oz)	42,82	49,44	15,5%
Soybean meal	(\$/mt)	357,50	351,25	-1,7%
Soybean oil	(\$/mt)	1159,27	1135,81	-2,0%
Soybeans	(\$/mt)	403,96	403,75	-0,1%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,38	0,38	-0,8%
Sugar, US	(\$/kg)	0,79	0,77	-3,6%
Sugar, world	(\$/kg)	0,35	0,34	-5,3%
Sunflower oil	(\$/mt)	1312,09	1356,67	3,4%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,94	3,01	2,4%
Tea, Colombo	(\$/kg)	4,01	3,94	-1,8%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	2,72	2,86	5,0%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,08	2,23	7,1%
Tin	(\$/mt)	34483,91	36011,92	4,4%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	5941,21	...	#VALORE!
TSP	(\$/mt)	664,38	658,50	-0,9%
Urea	(\$/mt)	461,13	394,40	-14,5%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	233,76	230,78	-1,3%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	206,96	209,33	1,1%
Zinc	(\$/mt)	2932,96	3152,00	7,5%

Fonte: World Bank.

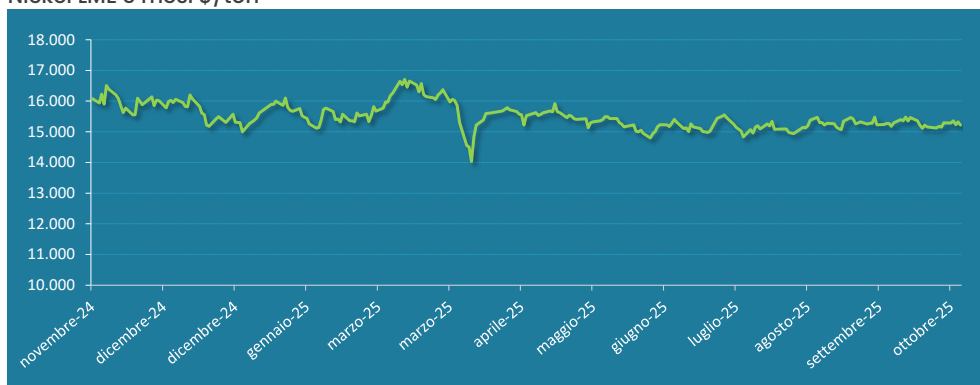


Rame LME 3 mesi \$/ton



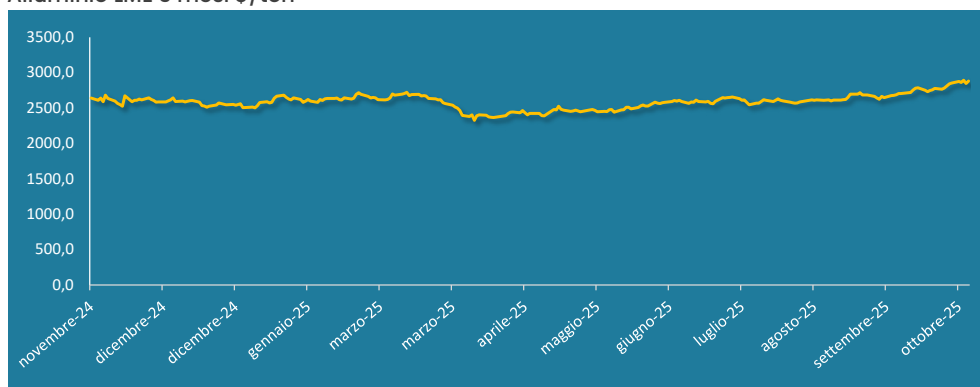
Fonte: MetalWeek.

Nickel LME 3 mesi \$/ton



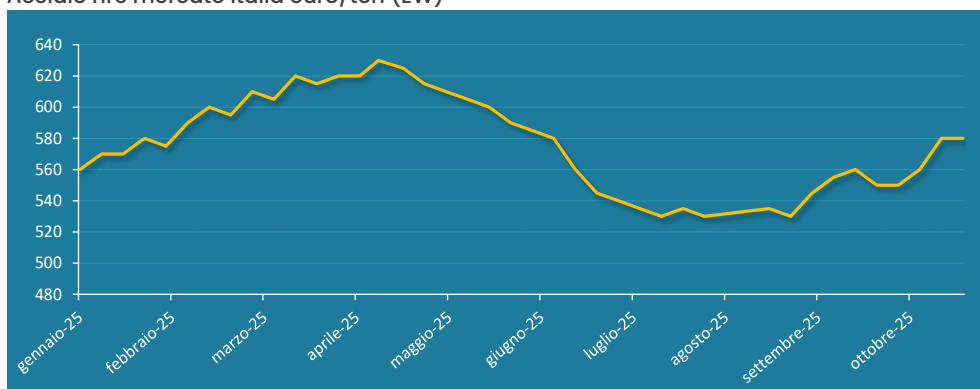
Fonte: MetalWeek.

Alluminio LME 3 mesi \$/ton



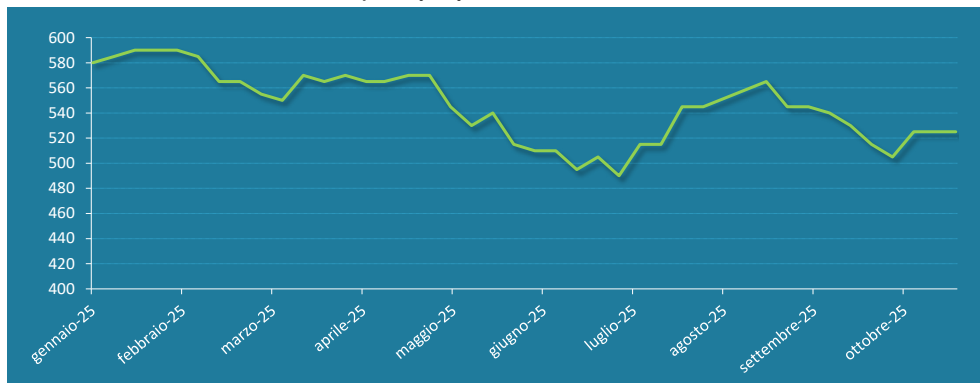
Fonte: MetalWeek.

Acciaio hrc mercato italia euro/ton (EW)



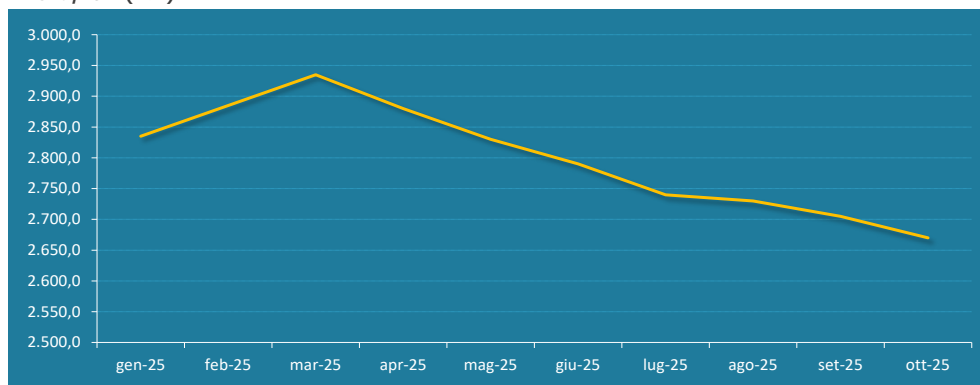
Fonte: MetalWeek.

### Acciaio rebar mercato italia euro/ton (EW)



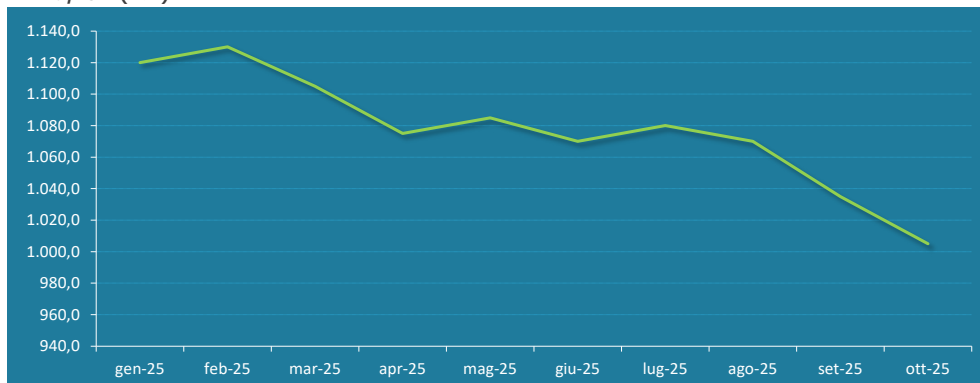
Fonte: MetalWeek.

### ABS €/ton (EW)



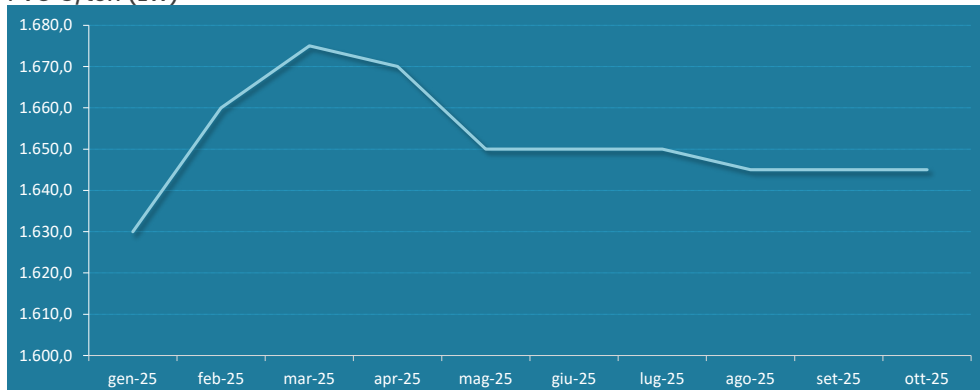
Fonte: MetalWeek.

### PET €/ton (EW)



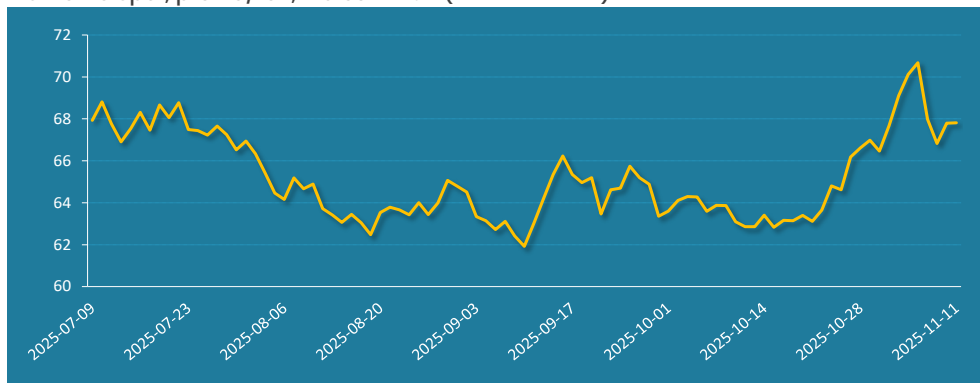
Fonte: MetalWeek.

### PVC €/ton (EW)



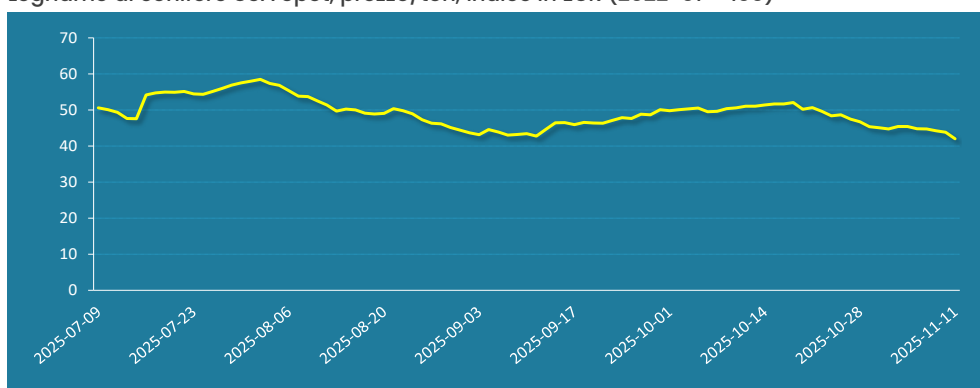
Fonte: MetalWeek.

Frumento Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



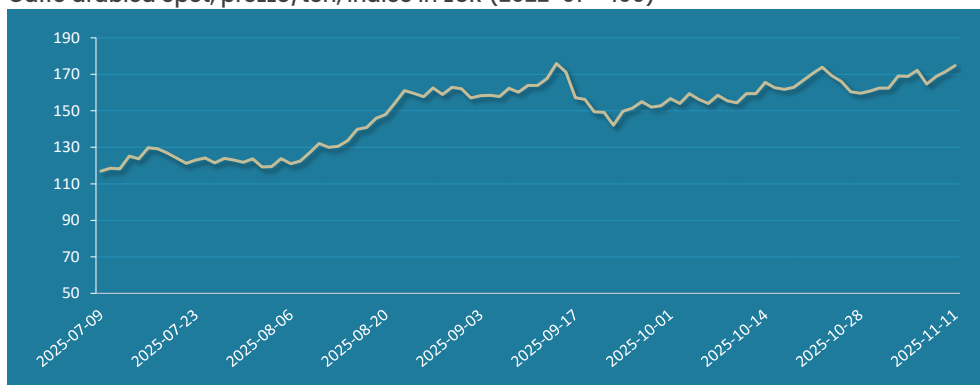
Fonte: Pricepedia.

Legname di conifere USA Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



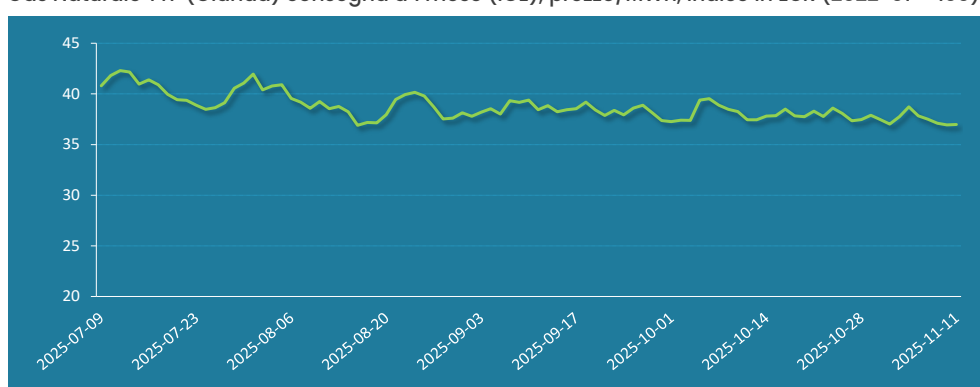
Fonte: Pricepedia.

Caffè arabica Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



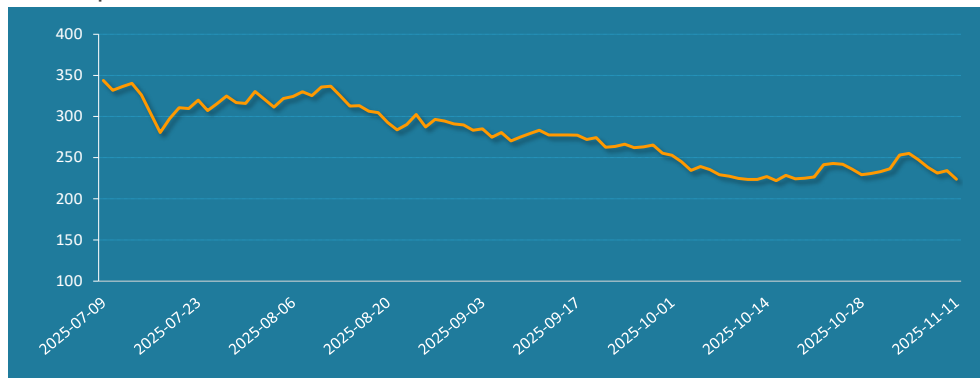
Fonte: Pricepedia.

Gas Naturale TTF (Olanda) consegna a 1 mese (ICE), prezzo/MWh, Indice in EUR (2022-01 = 100)



Fonte: Pricepedia.

Cacao Spot (ICE), Indice in EUR (2022-01 = 100)



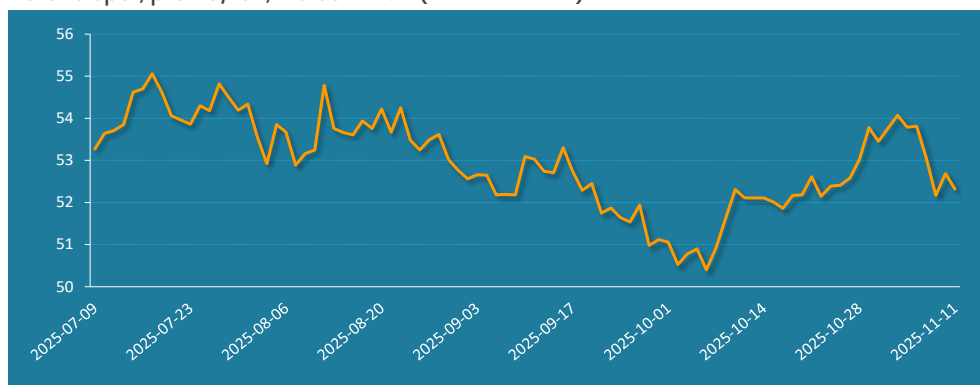
Fonte: Pricepedia.

Zucchero grezzo 11 Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



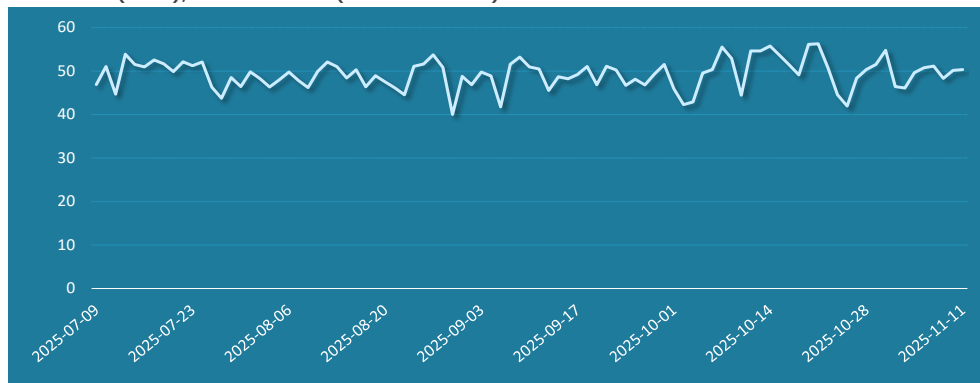
Fonte: Pricepedia.

Cotone Spot, prezzo/ton, Indice in EUR (2022-01 = 100)



Fonte: Pricepedia.

PUN Italia (GME), Indice in EUR (2022-01 = 100)



Fonte: Pricepedia.



## VALUTE



- ▶ Il dollaro in bilico: dati poco rassicuranti.
- ▶ Digital Euro e il sistema dei pagamenti europei.
- ▶ Mercati emergenti, insidie dietro le valute con rendimenti stellari.

### Il dollaro in bilico: dati poco rassicuranti.

L'andamento del dollaro sta tornando al centro del dibattito nei mercati valutari. Il Bloomberg Dollar Spot Index a metà novembre continua a scendere. Recenti analisi di varie istituzioni finanziarie indicano che, dopo un ciclo di forza lo scorso mese, la valuta statunitense potrebbe entrare in una fase più instabile. Secondo RBC Capital Markets, il rischio è addirittura quello di un declino strutturale simile al crollo del 40% registrato tra il 2001 e il 2008, quando l'esplosione della bolla Internet comportò un massiccio ribilanciamento dei capitali globali. Oggi uno scenario analogo potrebbe emergere se gli attuali driver del biglietto verde, in primis l'allocazione verso asset statunitensi e l'andamento azionario, diventassero fattori frenanti. Le grandi imprese statunitensi rimangono caute: dopo aver incrementato in primavera le proprie coperture per difendersi dall'elevata volatilità indotta dalla guerra commerciale, nel terzo trimestre le hanno ridotte dal 57% al 46% dell'esposizione media. Le aziende hanno accorciato la durata dei derivati valutari in attesa di maggiore chiarezza sulle politiche monetarie. Il calo della volatilità implicita, ai minimi da oltre un anno, ha contribuito a questa strategia attendista, anche se la maggior parte dei CFO prevede di aumentare nuovamente le coperture nel 2026, anticipando possibili rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve.

Secondo Bank of America l'attuale calma è ingannevole: con la fine dello shutdown e la ripresa dei dati macro USA, la volatilità nei differenziali di rendimento potrebbe riaccendersi. Il dollaro è oggi più sensibile ai tassi relativi internazionali rispetto ai mesi scorsi, un elemento che potrebbe rilanciare oscillazioni marcate soprattutto sullo yen, dove il posizionamento degli investitori rimane lungo nonostante la debolezza ormai duratura.

### Il Digital Euro e il sistema dei pagamenti europei

Il percorso verso l'euro digitale entra in una fase decisiva. La BCE ha indicato che un progetto pilota potrebbe prendere avvio già nel 2027, a condizione che Parlamento europeo e governi nazionali definiscano entro il 2026 un quadro normativo chiaro. L'emissione, in caso di via libera, sarebbe possibile dal 2029. Parliamo di un'infrastruttura che, secondo l'Eurosistema, rappresenta un investimento di circa 1,3 miliardi di euro fino all'avvio, con costi operativi annui stimati in 320 milioni: una cifra paragonabile a quella sostenuta oggi per la produzione del contante.

Le motivazioni economiche e valutarie che sostengono il progetto sono sempre più evidenti. La digitalizzazione dei pagamenti europei resta oggi fortemente dipendente da circuiti privati esteri (principalmente statuni-

### I cambi con l'euro (euro/valuta)

		novembre 2025	variaz. % dal mese preced.	variazione % ultimi 12 mesi
+	AUSTRALIAN DOLLAR	1,78	1,1	7,7
	CANADIAN DOLLAR	1,63	0,8	7,8
	UK POUND STERLING	0,88	1,9	5,3
	INDONESIAN RUPIAH	19455,36	1,2	13,6
	JAPANESE YEN	179,22	1,0	8,3
	MEXICAN PESO	21,40	0,6	-1,5
	TURKISH LIRA	49,31	1,8	31,9
=	BRAZILIAN REAL	6,18	-0,2	-1,7
	CHINESE YUAN RENMINBI	8,27	-0,1	6,8
	INDIAN RUPEE	103,29	0,2	12,9
	US DOLLAR	1,16	0,3	7,0
	SOUTH AFRICAN RAND	19,96	0,5	4,4
-	SWISS FRANC	0,92	-1,3	-2,6
	MALAYSIAN RINGGIT	4,81	-1,7	1,0

Fonte: Elaborazione dati BCE, dati aggiornati al 17 novembre 2025.  
Nota: una variazione positiva indica una rivalutazione dell'euro.

tensi), mentre la crescita delle stablecoin ancorate al dollaro, e promosse anche politicamente negli Stati Uniti, ha riaperto il dibattito sulla sovranità monetaria dell'area euro. Un'infrastruttura digitale pubblica, secondo la BCE, contribuirebbe a ridurre tale dipendenza, rafforzando l'autonomia strategica nei pagamenti.

Come ricordato dalla vicegovernatrice della Banca d'Italia, Chiara Scotti, un euro digitale funzionante anche in assenza di connessione internet offrirebbe continuità operativa in situazioni di crisi. Il blackout spagnolo, che ha paralizzato pagamenti elettronici e ATM, ha mostrato quanto vulnerabili siano i sistemi attuali. Una valuta digitale pubblica potrebbe dunque assolvere un ruolo di stabilizzatore in contesti emergenziali.

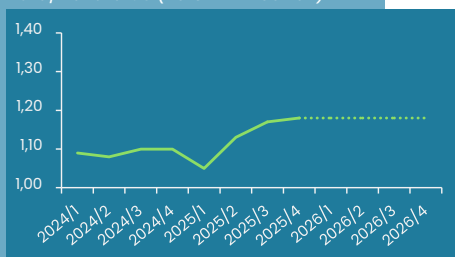
Alcuni legislatori europei hanno proposto di limitare l'euro digitale a funzioni esclusivamente offline, lasciando al settore privato l'onere di integrare l'attuale frammentazione del mercato. La BCE respinge questa impostazione: un'offerta solo offline non consentirebbe pagamenti a distanza o acquisti online, limitando la funzione economica della valuta digitale. Per la BCE, proprio la frammentazione e la dominanza di attori extraeuropei (Visa, Mastercard, PayPal) rendono necessaria un'opzione pubblica, accessibile e uniforme in tutta l'area euro.

Resta però aperto il nodo della regolamentazione: dalla tutela della privacy ai limiti di detenzione, fino ai meccanismi di compensazione per banche e payment service provider che distribuiranno la nuova valuta. Il settore bancario teme potenziali deflussi di depositi, mentre parte della politica vede nell'euro digitale un possibile duplicato di soluzioni private già esistenti.

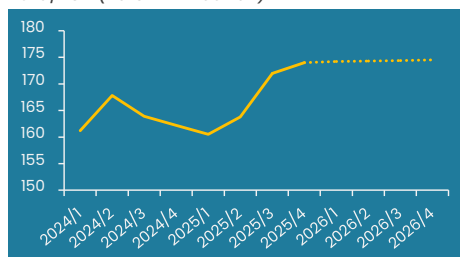
Se il calendario sarà rispettato, i prossimi anni potranno segnare l'avvio del più significativo cambiamento del sistema dei pagamenti europei dai tempi dell'introduzione dell'euro fisico. Una trasformazione che, oltre alla tecnologia, riguarda direttamente il ruolo della valuta europea nello scenario economico globale.

## Previsioni di medio periodo

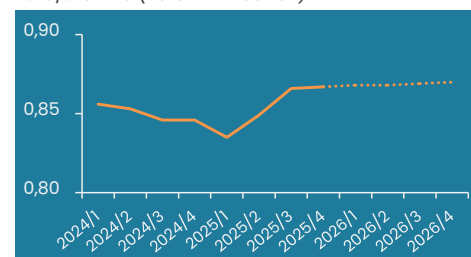
Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Yen (valori trimestrali)



Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.

## Mercati emergenti: insidie dietro alle valute con rendimenti stellari

Il 2025 è stato un anno d'oro per molte valute dei mercati emergenti, ma sotto la superficie si moltiplicano i segnali di tensione. Real brasiliano, peso messicano, peso colombiano e fiorino ungherese sono tra i protagonisti dei cosiddetti carry trade, strategie in cui gli investitori si indebitano in valute a basso tasso d'interesse per comprare valute ad alto rendimento. Il problema, avvertono diversi gestori, è che queste scommesse sono diventate molto popolari e le valutazioni sempre più distanti dai fondamentali economici.

Wells Fargo giudica sopravvalutate le valute latinoamericane: il real ha generato ritorni intorno al 30% nei carry trade, mentre il peso messicano e quello colombiano quotano ben oltre le loro medie storiche. In gergo, gli indici di cambio trade-weighted (che misurano il valore di una valuta rispetto a un paniere di partner commerciali) risultano fino a più di una deviazione standard sopra la media decennale. Questo significa che il mercato sta prezzando uno scenario molto ottimista, con poco spazio per brutte sorprese su crescita, inflazione o conti pubblici.

Questa euforia si riflette anche sui derivati valutari. Le risk reversals a tre mesi sul real, opzioni che misurano quanto gli investitori siano più disposti a pagare per proteggersi da un deprezzamento piuttosto che da un apprezzamento, sono ai massimi da quattro anni. Un livello elevato indica che, pur rimanendo lunghi di real, molti operatori stanno comprando assicurazione contro un'inversione di tendenza, segnale tipico delle fasi di fine ciclo.

L'elemento di fragilità non è solo il livello dei cambi, ma il posizionamento: quando "tutti" sono dalla stessa parte della barca, basta un cambio di narrativa (un rialzo inatteso della FED, tensioni politiche locali, dati macro deludenti) per innescare prese di profitto e vendite forzate. Il rischio è amplificato nei mercati meno liquidi, come alcune valute africane.

Anche in Europa "emergente" si osserva una dinamica simile. Il fiorino ungherese ha beneficiato di scommesse politiche: il mercato prezza la possibilità di un cambio di governo dopo anni di debolezza strutturale della valuta. Ma se queste aspettative non si materializzassero, le posizioni lunghe potrebbero essere rapidamente riviste, con pressioni al ribasso sul cambio. È un esempio di come, nei mercati valutari emergenti, il fattore politico si intrecci strettamente con la componente di rendimento.

## CREDITO

PRESTITI ALLE IMPRESE		SOFFERENZE/ PRESTITI		DEPOSITI DELLE IMPRESE		RENDIMENTO TITOLI DI STATO - 10 ANNI		SPREAD BTP BUND	
+0,3%	set/ago 2025	+3,21%	II trim 2025	-0,20%	set/ago 2025	3,46%	asta 31/10/25	75,24	nov 2025

- ▶ Il credito nell'Eurozona: stabilità monetaria, incertezze reali.
- ▶ Italia, credito e rischio sovrano: perché i recenti upgrade non bastano.
- ▶ USA: credito e politica monetaria in un contesto di scarsa disponibilità di dati.

### Il credito nell'Eurozona: stabilità monetaria, incertezze reali

La BCE ha mantenuto i tassi d'interesse chiave invariati, con il tasso sui depositi a circa il 2,0%, ritenendo che l'inflazione nell'area euro sia prossima all'obiettivo del 2,0% e l'economia stia ancora crescendo. Nel dettaglio, l'inflazione al consumo è scesa a circa il 2,1% anno su anno a ottobre, da 2,2% a settembre, confermando una moderazione che supporta la decisione di politica monetaria.

Dal punto di vista del credito, tale scenario presenta implicazioni rilevanti. Il fatto che la BCE abbia annunciato che l'approccio sarà meeting-by-meeting, ossia che deciderà riunione per riunione in base ai dati, segnala che la trasmissione della politica monetaria deve rimanere attentamente monitorata. Per le banche e gli altri intermediari, tassi stabili offrono una maggiore prevedibilità degli oneri di finanziamento e favoriscono condizioni relativamente buone per l'erogazione del credito alle imprese e alle famiglie.

Tuttavia, non mancano rischi. Se l'inflazione restasse troppo bassa rispetto all'obiettivo della banca centrale o l'economia rallentasse in modo marcato, la qualità dei prestiti potrebbe deteriorarsi prima del previsto. Secondo la BCE, esiste un concreto pericolo che i prezzi non tornino al livello desiderato nei tempi previsti, soprattutto se alcuni fattori, come la regolamentazione ambientale o la transizione energetica, procedessero con ritardo. Ciò significa guardare con attenzione a quanto debiti e rifinanziamenti siano vulnerabili, e quanto il contesto reale (costi, tassi, crescita) possa influenzare la capacità di rimborso dei clienti.

Allo stesso tempo, un recente sondaggio EY-Parthenon indica che le ristrutturazioni del debito aziendale in Europa potrebbero raggiungere un picco nel 2026: questo rende indispensabile per chi presta denaro monitorare imprese con leva elevata o redditività in calo. Anche se i tassi restano stabili, se il reddito reale di imprese o famiglie dovesse peggiorare, l'accesso al credito potrebbe restringersi.

### Italia, credito e rischio sovrano: perché i recenti upgrade non bastano

Negli ultimi mesi l'Italia ha registrato segnali rilevanti sul fronte della percezione del rischio sovrano. DBRS Morningstar ha innalzato il rating dell'Italia al livello più alto dal 2018, un passo che indica una riduzione del rischio percepito dai mercati. Allo stesso tempo, Scope Ratings ha migliorato l'outlook del Paese da "stabile" a "positivo", riconoscendo progressi nella

gestione dei conti pubblici e nelle politiche di consolidamento fiscale. Le valutazioni più favorevoli riflettono una maggiore credibilità nella conduzione della politica economica e nella capacità dello Stato di mantenere gli impegni finanziari, con effetti potenzialmente positivi sui costi di finanziamento lungo l'intera filiera del credito.

Accanto a questi segnali incoraggianti, permangono tuttavia elementi strutturali che continuano a pesare sulla stabilità complessiva del giudizio. L'elevato debito pubblico viene indicato come il principale ostacolo a ulteriori miglioramenti del rating, poiché limita la capacità di assorbire eventuali shock e rende più complesso il percorso di riduzione del rischio sovrano. Le autorità del Tesoro riconoscono che proprio il debito rappresenta la sfida centrale per ottenere progressi futuri, a testimonianza del fatto che, malgrado i passi avanti, la struttura finanziaria del Paese resta vulnerabile.

L'Italia sta quindi beneficiando di una valutazione più favorevole grazie ai recenti interventi di consolidamento fiscale e alla maggiore stabilità della politica economica, ma il peso del debito continua a rappresentare un vincolo rilevante. Fino a quando questo nodo non verrà affrontato in modo strutturale, il miglioramento delle condizioni di credito rimarrà parziale e soggetto a inversioni in caso di tensioni sui mercati finanziari.

#### **USA: lo shutdown complica la valutazione dello stato dell'economia**

La Federal Reserve ha effettuato il secondo taglio dei tassi (di 25 punti base) del 2025 in una fase caratterizzata da una forte mancanza di informazioni economiche, dovuta al prolungato shutdown federale. L'assenza dei principali indicatori ufficiali ha reso più complessa la valutazione dello stato dell'economia, costringendo la banca centrale a operare con dati parziali. In particolare, senza statistiche aggiornate e affidabili, diventa difficile valutare l'effettivo rischio di deterioramento della qualità dei prestiti, soprattutto nei segmenti più sensibili al ciclo economico. Inoltre, il numero elevato di dipendenti federali temporaneamente sospesi rischia di alterare la lettura della disoccupazione, rendendo i dati meno interpretabili.

All'interno del Comitato di politica monetaria emergono opinioni divergenti: alcuni membri ritengono necessario mantenere un approccio cauto per contenere un'inflazione ancora superiore agli obiettivi, mentre altri temono segnali di rallentamento del mercato del lavoro. Questa incertezza si riflette direttamente sulle aspettative dei mercati, dove la probabilità di un nuovo taglio a dicembre è scesa sotto il 50%, irrigidendo le condizioni finanziarie. Sul fronte obbligazionario si osservano rendimenti in salita e un aumento della volatilità, segno che gli investitori stanno ricalibrando le proprie attese. L'ampiezza degli spread e la prudenza crescente degli operatori indicano un mercato del credito più selettivo, in cui le banche tendono a pri-





vilegiare richiedenti con profili più solidi e maggiore capacità di resilienza. Finché la normalizzazione dei flussi informativi non sarà completa, l'intero comparto del credito continuerà a muoversi in un ambiente di visibilità ridotta, in cui l'incertezza sulla vera condizione dell'economia pesa tanto sulle decisioni della FED quanto sulle politiche di finanziamento degli intermediari.

### **Record per il mercato mondiale del credito**

Fin dall'inizio dell'anno il mercato del credito globale ha mostrato una dinamica straordinaria e condizioni finanziarie particolarmente favorevoli, con volumi di emissioni ai massimi storici avvicinandosi ai 6 mila miliardi di dollari di emissioni e superando il precedente massimo. La combinazione tra tassi in riduzione, volatilità contenuta e livelli di rischio percepito prossimi ai minimi pre-crisi ha sostenuto un'attività intensa soprattutto nel comparto investment grade, dove gli spread sono rimasti compressi per molti mesi.

La domanda degli investitori ha superato costantemente l'offerta netta, grazie anche ai flussi di reinvestimento generati da rimborsi e cedole. Questo eccesso di liquidità ha permesso agli emittenti di collocare debito a condizioni molto competitive. Anche nei momenti di maggiore concentrazione dell'offerta, il mercato ha continuato ad assorbire nuove emissioni senza tensioni rilevanti, segnalando un posizionamento complessivamente positivo sul credito.

Dalla metà dell'anno, il segmento corporate ha registrato una crescita marcata dell'emissione primaria, trainata dai grandi gruppi tecnologici impegnati in investimenti ad alta intensità di capitale, in particolare nell'intelligenza artificiale. La loro solidità patrimoniale ha sostenuto il successo di collocamenti di dimensioni eccezionali. Solo nell'ultima fase dell'anno si sono osservati primi segnali di ampliamento degli spread, concentrati soprattutto nelle fasce di rating più basse, mentre gli emittenti con profili AA e A hanno continuato a beneficiare delle migliori condizioni di mercato. Parallelamente, il segmento governativo ha aumentato il proprio peso all'interno dell'universo investment grade, riflettendo il maggiore fabbisogno di finanziamento dei deficit pubblici. L'incremento dell'offerta sovrana ha esercitato una lieve pressione sugli spread corporate, poiché una quota crescente dei flussi degli investitori si è diretta verso strumenti più liquidi e percepiti come più sicuri, limitando parzialmente la capacità di assorbimento dei corporate con rating intermedi.

Sul fronte del credito a leva, la ripresa dell'attività di M&A ha determinato un aumento della domanda di strumenti high yield e credito a leva. La presenza combinata di investitori tradizionali e fondi di private credit ha garantito una capacità di assorbimento elevata, mantenendo condizioni di finanziamento favorevoli per emittenti con rating BB e, in modo selettivo, anche B.

### **Stabili i prestiti a famiglie e imprese, rallenta la discesa dei tassi.**

Nel mese di settembre i prestiti per famiglie rimangono sostanzialmente stabili su base mensile (+0,4%), ma segnano una crescita su base tendenziale (+2,0%). Anche i prestiti alle imprese non segnano variazioni rilevanti, né su base mensile (+0,3%), né su base annua (+0,4%). In termini monetari, il livello dei prestiti alle imprese rimane in linea con il livello registrato a inizio anno, intorno ai 600.000 milioni di euro.

Il tasso d'interesse sui prestiti totali a settembre si attesta al 3,38% ed è stabile rispetto al mese precedente (-0,3%). Rallenta la discesa dei tassi che ha caratterizzato il sistema del credito italiano da luglio 2024. La variazione su base annua è del -31,0%. Nel dettaglio, su base mensile, crescono leggermente i tassi per i prestiti fino ad un milione di euro, +7 punti base (+1,8%), e calano i tassi per i prestiti oltre il milione di euro, -4 punti base (-1,3%).

Tassi d'interesse bancari sui prestiti in euro alle imprese, nuove operazioni, Italia (val. %)

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione	Prestiti oltre 1 milione
2021	1,14	1,78	0,75	2025/03	3,92%	4,48%	3,63%
2022	1,76	2,36	1,44	2025/04	3,77%	4,30%	3,47%
2023	5,45	5,71	5,28	2025/05	3,66%	4,22%	3,31%
2024/11	4,53%	5,07%	4,15%	2025/06	3,60%	4,16%	3,31%
2024/12	4,40%	4,95%	4,12%	2025/07	3,50%	4,01%	3,26%
2025/01	4,13%	4,66%	3,86%	2025/08	3,39%	3,94%	3,08%
2025/02	3,99%	4,60%	3,65%	2025/09	3,38%	4,01%	3,04%

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Depositi complessivamente stabili

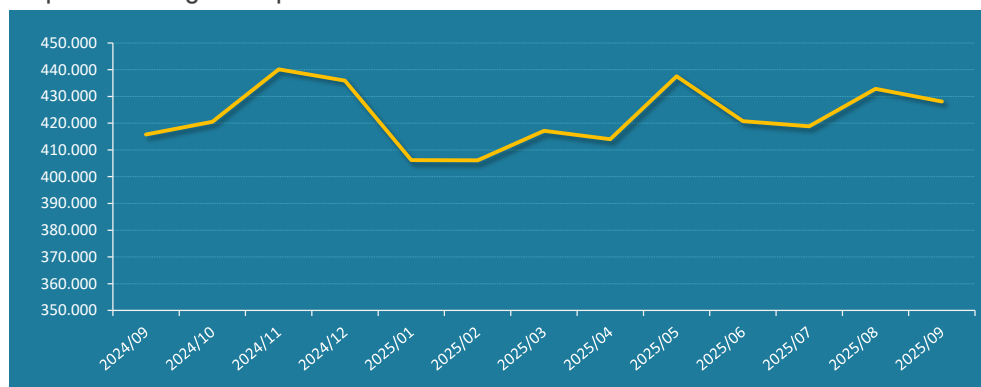
I depositi di settembre rimangono stabili su base mensile (-0,2%), ma calano su base annua (-3,7%). I depositi delle imprese non finanziarie segnano un leggero calo su base mensile (-1,09%), ma rimangono ad un livello so-

Depositi delle imprese non finanziarie residenti in Italia (milioni di euro)

	Depositi totali	Soc. non finanziarie	Famiglie consumatrici		Depositi totali	Soc. non finanziarie	Famiglie consumatrici
2021	2.772.663	398.250	1.138.030	2025/03	2.273.308	417.141	1.136.977
2022	2.875.964	412.031	1.172.992	2025/04	2.305.467	414.025	1.134.639
2023	2.427.179	421.653	1.128.788	2025/05	2.227.818	437.539	1.143.362
2024/11	2.294.046	440.161	1.120.377	2025/06	2.199.103	420.766	1.138.722
2024/12	2.291.894	435.906	1.141.086	2025/07	2.196.495	418.866	1.142.370
2025/01	2.270.439	406.226	1.139.293	2025/08	2.222.089	432.824	1.147.777
2025/02	2.282.590	406.160	1.133.150	2025/09	2.217.580	428.114	1.149.635

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

### Depositi di famiglie e imprese



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

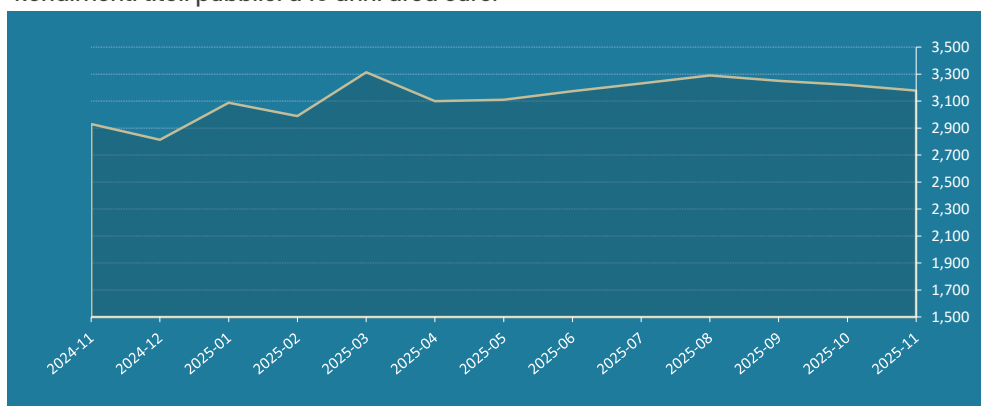
stanzialmente alto, intorno ai 428 miliardi di euro. Stabile il dato sui depositi delle famiglie (+0,16%). Cresce su base tendenziale (+2,8%). Lo stock di depositi delle famiglie si attesta a circa 1.150 miliardi di euro.

### Spread basso con segni di stabilità

Lo spread tra Bund e BTP, dopo una tendenza di decrescita che ha caratterizzato il mese di ottobre, porta il livello a circa 75 punti a inizio novembre. Durante le ultime settimane il livello è rimasto pressoché stabile intorno ai 75 punti, con fluttuazioni fino a 71 punti a metà novembre.

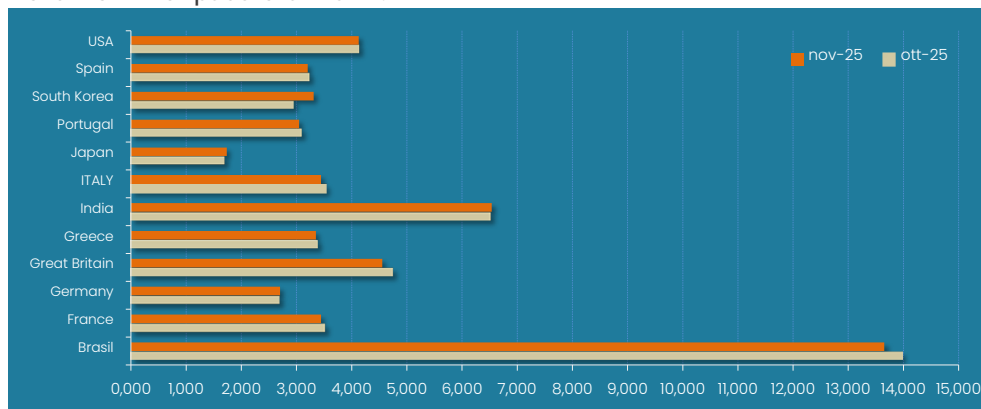
In leggero calo il rendimento dei titoli a 10 anni dell'area euro, che arriva a 3,18%. Il rendimento è comunque più alto dei livelli registrati a inizio anno (+2,92% YTD). Tra le maggiori economie europee, l'Italia registra un calo dei rendimenti, dovuto anche al recente miglioramento del rating da parte di Morningstar e Scope Ratings. Il rendimento dei BTP si attesta intorno a 3,4% (-2,52% rispetto a ottobre), in ogni caso sopra la media europea. Pressoché stabili i rendimenti di Germania, India e USA. Scendono i rendimenti di Brasile, Francia e UK. Si registra un aumento significativo dei rendimenti dei titoli di stato sudcoreani, +11,9% rispetto a ottobre.

Rendimenti titoli pubblici a 10 anni area euro.



Fonte: Elaborazione su dati BCE, aggiornati al 13 novembre 2025.

Rendimenti titoli pubblici a 10 anni.



Fonte: Investing.com, dati aggiornati al 17 novembre 2025.

Pubblicazione periodica  
Direttore responsabile:  
Isabella Antonetto  
Contatti: [studi@ui.torino.it](mailto:studi@ui.torino.it)

Ogni utilizzo non autorizzato, includendo senza limiti la copia, distribuzione, trasmissione o qualsiasi altro utilizzo dei dati, non è permesso senza il previo consenso. Confindustria Piemonte non ha alcuna responsabilità, dovere o obbligazione riguardo al contenuto e alle informazioni riportati contenenti errori, imprecisioni, omissioni o ritardi dei dati o per qualsiasi azione presa con il loro utilizzo. Confindustria Piemonte non sarà responsabile per danni speciali, incidentali o consequenziali all'utilizzo dei dati.

I dati della pubblicazione sono aggiornati al 26 novembre 2025.