



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

aprile 2026

2 | 2026



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 2 / 2026
Aprile

Le altre pubblicazioni economiche della Banca d'Italia sono le seguenti:

Relazione annuale

Un resoconto annuale dei principali sviluppi dell'economia italiana e internazionale

Rapporto sulla stabilità finanziaria

Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali

Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)

Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)

Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica

Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica

Collana di analisi storica dell'economia italiana

Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo: www.bancaditalia.it/pubblicazioni
Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi: richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it

© Banca d'Italia, 2026

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983

Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

Direttore responsabile

Andrea Brandolini

Comitato di redazione

Alessandro Notarpietro e Fabrizio Ferriani (coordinamento), Donato Ceci, Antonio Coran, Alessandro D'Orazio, Lucia Esposito, Francesca Lilla, Salvatore Lo Bello, Alessandro Modica, Giacomo Oddo

Valentina Memoli, Silvia Mussolin, Marco Paciucci (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo e Roberto Marano (grafici), Roberta Persia (aspetti informatici)

Riquadri: Valentina Aprigliano, Marco Bottone, Marco Fruzzetti, Michele Mancini, Lisa Rodano, Sergio Santoro, Enrico Tosti

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

ISSN 0393-2400 (stampa)

ISSN 2280-7632 (online)

DOI <https://doi.org/10.32057/0.be.2026.2>

Aggiornato con i dati disponibili al 16 aprile 2026, salvo diversa indicazione

Questa pubblicazione è stata stampata su carta certificata Ecolabel UE (numero di registrazione: FI/011/001)

Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

INDICE

SINTESI	5
1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	
1.1 Il ciclo internazionale	7
1.2 L'area dell'euro	14
2 L'ECONOMIA ITALIANA	
2.1 La fase ciclica	22
2.2 Le imprese	25
2.3 Le famiglie	29
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	31
2.5 Il mercato del lavoro	35
2.6 La dinamica dei prezzi	37
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	40
2.8 La finanza pubblica	42

INDICE DEI RIQUADRI

I dazi statunitensi dopo la decisione della Corte Suprema	9
Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana	23
Le ripercussioni del conflitto in Medio Oriente sulle aspettative delle imprese italiane	27
Il ruolo del Medio Oriente negli approvvigionamenti energetici e negli scambi commerciali dell'Italia	33

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia; per i dati dell'Istituto si omette l'indicazione della fonte.

Segni convenzionali:

- il fenomeno non esiste;
- il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;
- :: i dati sono statisticamente non significativi;
- () i dati sono provvisori.

Nelle figure con differenti scale di destra e di sinistra viene richiamata in nota la sola scala di destra.

Per la denominazione dei paesi indicati in sigla all'interno della pubblicazione, cfr. il *Manuale interistituzionale di convenzioni redazionali* dell'Unione europea (<https://publications.europa.eu/code/it/it-5000600.htm>).

Con riferimento ai dati di fonte ICE Data Derivatives UK Limited, si pubblica la seguente avvertenza su richiesta del fornitore: "I dati citati nel presente documento sono di proprietà di ICE Data Derivatives UK Limited, delle sue affiliate e/o dei rispettivi fornitori terzi ("ICE e i suoi fornitori terzi") e sono stati concessi in licenza d'uso. Questo materiale contiene informazioni riservate e proprietarie e/o segreti commerciali di ICE e dei suoi fornitori terzi e non devono essere pubblicate, riprodotte, copiate, divulgate o utilizzate senza l'esplicito consenso scritto di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non garantiscono l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza o la disponibilità delle informazioni e non sono responsabili di eventuali errori o omissioni, indipendentemente dalla causa o dai risultati ottenuti dall'uso di tali informazioni. ICE e i suoi fornitori terzi non si assumono alcuna responsabilità in relazione all'uso di tali dati o marchi. ICE e i suoi fornitori terzi declinano qualsiasi garanzia espressa o implicita, incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le garanzie di commerciabilità o di idoneità per uno scopo o un uso particolare. In nessun caso ICE e i suoi fornitori terzi saranno responsabili per danni diretti, indiretti, o conseguenti, costi, spese, spese legali o perdite (compresi il mancato guadagno o il mancato profitto e i costi di opportunità) in relazione all'uso da parte della Banca d'Italia o di altri dei dati o dei servizi di ICE e dei suoi fornitori terzi. ICE e i suoi fornitori terzi non sponsorizzano, appoggiano o raccomandano alcuna parte di questa ricerca e/o presentazione".

SINTESI

La guerra in Medio Oriente ha peggiorato le prospettive per l'economia globale

Il conflitto tra Stati Uniti, Israele e Iran ha aggravato un quadro internazionale reso già fragile dalle perduranti tensioni geopolitiche e commerciali. Il blocco della navigazione nello Stretto di Hormuz, snodo cruciale per l'approvvigionamento globale di gas naturale, petrolio e altre materie prime essenziali, ha provocato un forte rialzo dei prezzi dei prodotti energetici e ha destato preoccupazioni sulla loro disponibilità nel prossimo futuro. Già a marzo ne ha risentito l'inflazione al consumo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

La maggiore incertezza si è immediatamente riflessa sui mercati finanziari: i rendimenti sovrani e i premi per il rischio sono aumentati, i corsi azionari si sono ridotti e il dollaro si è apprezzato nei confronti delle principali valute.

L'incertezza rimane elevata

L'annuncio, l'8 aprile, di una tregua di due settimane ha determinato una riduzione temporanea dei prezzi di petrolio e gas naturale. Successivamente, l'incertezza sull'effettiva riapertura del transito marittimo nello Stretto di Hormuz e sulla solidità della tregua stessa ha nuovamente sospinto i prezzi energetici su livelli elevati. L'imprevedibilità delle conseguenze del conflitto ha acuito i rischi di correzioni sui mercati, aggiungendosi a quelli derivanti da un possibile ridimensionamento delle attese di redditività del settore tecnologico.

Il rischio di un ripristino lento e parziale delle catene di approvvigionamento e l'incremento dei costi di assicurazione e trasporto marittimo rendono improbabile un rapido ritorno delle quotazioni dell'energia ai livelli precedenti il conflitto e gravano sulle prospettive per l'economia globale, a maggior ragione se i danni alle infrastrutture di produzione e raffinazione si riveleranno ingenti.

La crescita mondiale si attenua

Negli Stati Uniti l'attività economica alla fine del 2025

è stata ancora sostenuta dagli investimenti in tecnologie legate all'intelligenza artificiale, ma è risultata frenata dalla sospensione temporanea delle attività federali. In Cina la dinamica del prodotto ha continuato a essere trainata dalle esportazioni. Secondo l'FMI la crescita mondiale, che aveva risentito delle tensioni commerciali meno di quanto inizialmente previsto, si attenuerebbe nel 2026 al 3,1 per cento ma scenderebbe intorno al 2 in uno scenario particolarmente grave; il commercio mondiale si è contratto nel quarto trimestre e rallenterebbe ulteriormente nel 2026.

L'attività economica nell'area dell'euro rallenta

L'economia dell'area dell'euro ha decelerato nel quarto trimestre del 2025 e nei primi mesi del 2026. Il conflitto ha peggiorato e reso più incerte le prospettive. Secondo le proiezioni di marzo degli esperti della BCE, il PIL dell'area salirebbe dello 0,9 per cento nel 2026 e di circa l'1,3 all'anno in media nel biennio successivo, con una revisione cumulata al ribasso di quasi mezzo punto percentuale rispetto alle previsioni di dicembre. L'inflazione al consumo aumenterebbe al 2,6 per cento nel 2026, per stabilizzarsi intorno all'obiettivo del 2 per cento nei prossimi due anni. In uno scenario particolarmente sfavorevole l'inflazione potrebbe superare il 4 per cento annuo nel periodo 2026-27, mentre la crescita economica scenderebbe a circa mezzo punto percentuale quest'anno, per risalire gradualmente nel biennio successivo.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali

Nella riunione di marzo il Consiglio direttivo della BCE ha lasciato invariati i tassi ufficiali e ha sottolineato che seguirà attentamente la situazione, valutando le conseguenze del conflitto in Medio Oriente sulle prospettive di inflazione. Tra novembre e febbraio il costo dei prestiti per le imprese è rimasto stabile, mentre è leggermente aumentato quello dei mutui; in prospettiva, pressioni al rialzo potrebbero provenire dall'incremento dei tassi di mercato dopo l'avvio delle ostilità. Il credito alle imprese si è leggermente indebolito, rispecchian-

do una domanda ancora contenuta e un irrigidimento dei criteri di offerta; i finanziamenti alle famiglie hanno invece continuato a salire moderatamente, trainati soprattutto dai mutui per l'acquisto di abitazioni.

In Italia l'attività si espande a ritmi contenuti

Nel quarto trimestre il PIL dell'Italia è aumentato. È proseguita la crescita degli investimenti in abitazioni, favoriti dagli incentivi fiscali per le ristrutturazioni, mentre i consumi delle famiglie hanno rallentato, risentendo delle preoccupazioni sulla situazione economica generale. Secondo nostre valutazioni, nel primo trimestre di quest'anno il prodotto avrebbe continuato a espandersi, seppure a un ritmo contenuto.

I rischi per l'attività economica determinati dal conflitto in Medio Oriente sono stati incorporati nelle proiezioni della Banca d'Italia pubblicate in aprile. Nello scenario di base, il PIL crescerebbe dello 0,5 per cento sia quest'anno sia il prossimo, e dello 0,8 nel 2028. L'incertezza su queste proiezioni è eccezionalmente elevata. In uno scenario avverso, di natura indicativa, il protrarsi delle ostilità nell'area mediorientale potrebbe deprimere la crescita per circa mezzo punto percentuale nell'anno in corso e per un punto nel prossimo rispetto allo scenario di base.

L'avanzo di conto corrente si riduce

Nell'ultimo trimestre del 2025 le esportazioni in volume sono diminuite e il saldo positivo del conto corrente si è ridotto, soprattutto per la flessione del surplus mercantile. Nel bimestre gennaio-febbraio le esportazioni sono aumentate, beneficiando anche dell'impulso ai servizi determinato dai Giochi olimpici invernali. Il rincaro dei beni energetici importati condurrà a un deterioramento della bilancia energetica dell'Italia.

L'occupazione cresce ma diminuisce la partecipazione

Nei mesi invernali il numero di occupati è salito e il tasso di disoccupazione è ulteriormente sceso. La partecipazione al mercato del lavoro è diminuita, ecce-

to che per i lavoratori più anziani. Nel settore privato non agricolo la crescita delle retribuzioni è rimasta stabile su valori contenuti e superiori a quelli dell'inflazione.

L'inflazione resta moderata ma aumenterà nel breve termine

Nel primo trimestre dell'anno l'inflazione in Italia si è mantenuta inferiore alla media dell'area dell'euro. Il conflitto in Medio Oriente ha determinato un marcato incremento dei prezzi dei carburanti già nelle prime settimane di marzo, ma non ha ancora influenzato le tariffe di elettricità e gas. Gli effetti dei rincari dei beni energetici si manifesteranno nei prossimi mesi sull'indice dei prezzi al consumo. Nello scenario di base delle nostre proiezioni l'inflazione al consumo aumenterebbe al 2,6 per cento nel 2026, per poi tornare sotto al 2 per cento nel biennio successivo. Nello scenario avverso, l'inflazione salirebbe al 4,5 per cento quest'anno, al 3,3 nel 2027 e al 2,2 nel 2028.

Il rialzo dei tassi di mercato successivo all'avvio del conflitto potrebbe incidere sulle condizioni di finanziamento

Tra novembre e febbraio i tassi sui prestiti alle imprese sono lievemente diminuiti, mentre sono di poco saliti quelli sui mutui. A fronte di criteri di offerta delle banche rimasti stabili, la domanda di finanziamenti è cresciuta. Il rialzo dei tassi di mercato osservato dopo lo scoppio della guerra, se dovesse persistere, potrebbe irrigidire le condizioni di finanziamento e frenare la domanda di prestiti.

L'indebitamento netto in rapporto al PIL è sceso e l'incidenza del debito sul prodotto è aumentata

Nel 2025 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL è sceso. Il rapporto tra il debito e il PIL è aumentato, anche per gli effetti ritardati dei crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie e il sensibile incremento delle disponibilità liquide del Tesoro. A marzo e aprile il Governo ha introdotto alcuni provvedimenti temporanei in risposta al rialzo dei prezzi dei prodotti energetici.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Il conflitto in Medio Oriente ha inciso su un quadro internazionale già reso fragile dal rallentamento degli scambi, determinando un marcato rialzo dei prezzi del petrolio e del gas naturale. L'incertezza sulla durata e l'intensità della guerra, nonché sull'entità dei danni alle infrastrutture energetiche, si riflette sui mercati delle materie prime. Il rischio di un ripristino lento e parziale delle catene di approvvigionamento e l'incremento dei costi di assicurazione e trasporto marittimo gravano sulle prospettive per l'economia globale. Le condizioni finanziarie sono divenute più tese con l'avvio del conflitto: i rendimenti sovrani sono aumentati, i corsi azionari si sono ridotti, il dollaro si è apprezzato.

Il conflitto in Medio Oriente peggiora le prospettive per l'economia globale

La guerra in Medio Oriente ha peggiorato un quadro internazionale già indebolito dalle perduranti tensioni geopolitiche e commerciali.

Il blocco della navigazione nello Stretto di Hormuz, attraverso il quale transita circa il 20 per cento del petrolio e del gas naturale liquefatto (GNL) consumati a livello mondiale, i gravi danni subiti da parte di alcune infrastrutture energetiche nell'area del Golfo Persico e la loro ridotta operatività hanno provocato sospensioni delle forniture di idrocarburi. Ne sono derivati rapidi e marcati rincari del petrolio e, in misura ancora più accentuata, del gas naturale. Le aspettative dei mercati indicano prezzi del petrolio e del gas superiori ai livelli antecedenti l'inizio del conflitto per almeno un anno, per effetto dei danni alle infrastrutture, del permanere dell'incertezza e dell'aumento dei costi di trasporto e assicurazione.

L'8 aprile scorso, l'annuncio di una tregua di due settimane delle ostilità ha offerto un momentaneo sollievo alle tensioni sui mercati. Tuttavia, il permanere di un'elevata incertezza sul ritorno a condizioni di stabilità nell'area e il rischio di un ripristino lento e parziale delle catene di approvvigionamento di beni e materie prime – non solo energetiche, ma anche semilavorati metallici e prodotti essenziali per la produzione di fertilizzanti – continueranno ad avere forti ricadute sull'inflazione e sulla crescita globale.

Dall'inizio del conflitto il prezzo del petrolio è aumentato significativamente...

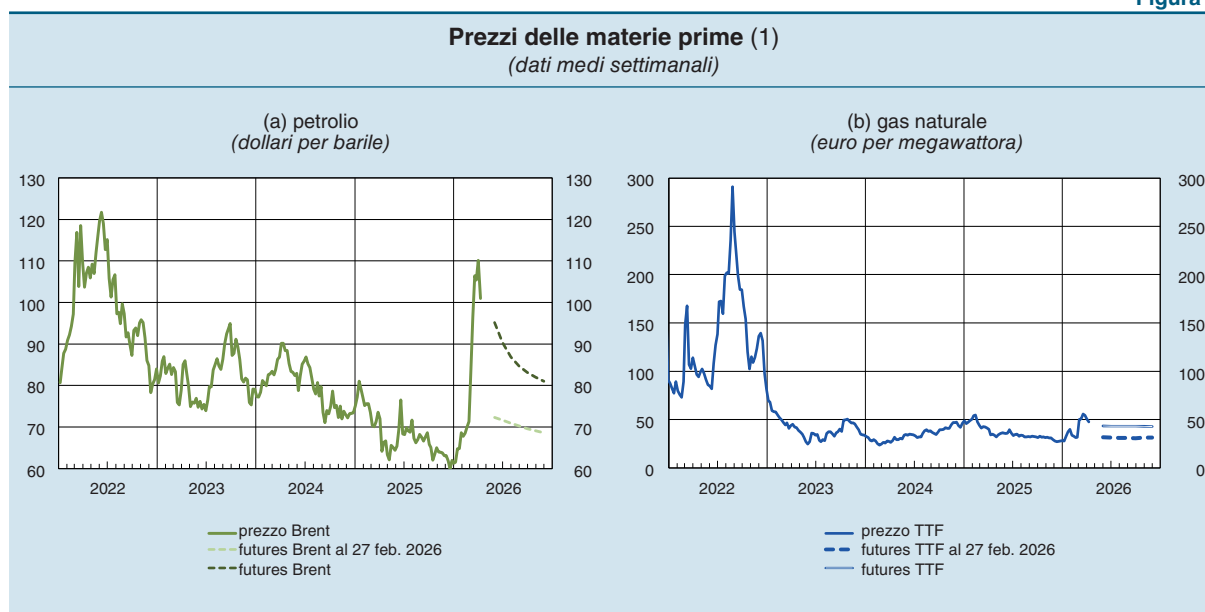
Dopo la tregua annunciata l'8 aprile i corsi petroliferi si sono riportati intorno a 95 dollari al barile (prezzi a pronti), mentre all'inizio del mese si collocavano intorno a 110 (fig. 1.a), in un contesto che rimane di elevata volatilità. L'11 marzo l'annuncio dell'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA) del più consistente rilascio di riserve petrolifere coordinato mai realizzato dai paesi membri dell'organizzazione (400 milioni di barili) aveva diminuito solo temporaneamente le pressioni sui prezzi. All'inizio di aprile i contratti futures a sei mesi indicavano prezzi prossimi a 88 dollari al barile, superiori di circa 18 dollari rispetto alle quotazioni dei giorni precedenti l'avvio del conflitto. L'entità e la persistenza degli effetti sulle quotazioni dipenderanno dai tempi necessari al pieno ripristino della capacità di produzione ed esportazione nell'area del Golfo Persico.

... e quello del gas naturale ha subito un incremento anche maggiore

L'annuncio della tregua ha riportato i prezzi del gas naturale europeo (Title Transfer Facility, TTF) a circa 45 euro per megawattora, dopo che avevano raggiunto 60 euro (fig. 1.b). I futures a sei mesi sono saliti da circa 30 a 45 euro per megawattora tra la fine di febbraio e la metà di aprile. La sospensione della

produzione e delle esportazioni in Qatar – che fornisce quasi il 18 per cento dell’offerta mondiale di GNL – ha ridotto in misura marcata la disponibilità internazionale di gas naturale. In Europa, nonostante la limitata dipendenza dagli approvvigionamenti di GNL provenienti dai paesi del Golfo Persico, l’impatto sui prezzi è stato amplificato da stoccaggi inferiori alla media stagionale, che accrescono la sensibilità del prezzo di mercato a interruzioni dell’offerta e a variazioni repentine della domanda.

Figura 1



Fonte: LSEG.

(1) Per i prezzi a pronti, medie settimanali fino al 10 aprile 2026; per i prezzi dei futures, le quotazioni sono aggiornate al 10 aprile 2026, per la curva relativa all’ultimo dato disponibile. – (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF nei Paesi Bassi.

In vista della ricostituzione delle scorte, in mancanza di una ripresa della produzione e di un incremento delle quantità offerte sul mercato internazionale, le tensioni per gli approvvigionamenti tra i paesi importatori potrebbero indurre un rapido deterioramento delle condizioni di mercato.

Le prospettive per il commercio internazionale restano incerte

Il conflitto peggiora ulteriormente le prospettive per gli scambi globali, già indeboliti dai recenti attriti commerciali e geopolitici. Le stime di aprile del Fondo monetario internazionale¹ indicano un marcato rallentamento del commercio mondiale nel 2026 (al 2,8 per cento, dal 5,1 del 2025) che risentirebbe della guerra in Medio Oriente, nonché del venire meno dell’anticipo delle importazioni verificatosi nella prima parte dello scorso anno e del progressivo dispiegarsi degli effetti dei dazi statunitensi. (cfr. il riquadro: *Il ruolo del Medio Oriente negli approvvigionamenti energetici e negli scambi commerciali dell’Italia*).

Nel quarto trimestre del 2025 il commercio mondiale di beni si è contratto, principalmente a causa della diminuzione degli acquisti da parte di Cina, Stati Uniti e paesi dell’area dell’euro. Nonostante il conflitto mediorientale, a marzo gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers’ indices*, PMI) relativi ai nuovi ordini dall’estero segnalavano un’espansione per il settore manifatturiero, probabilmente dovuta anche alla decisione della Corte Suprema degli Stati

¹ FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2026.

Uniti in merito ai dazi (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi dopo la decisione della Corte Suprema*). L'incertezza sulle politiche commerciali rimane elevata.

I DAZI STATUNITENSIS DOPO LA DECISIONE DELLA CORTE SUPREMA

Lo scorso 20 febbraio scorso la Corte Suprema degli Stati Uniti ha stabilito che l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), che consente al Presidente di adottare misure economiche per fare fronte a un'emergenza nazionale connessa con minacce provenienti dall'estero, non autorizza l'imposizione di dazi senza una preventiva approvazione da parte del Congresso¹. È venuta meno pertanto la legittimità di tutti i dazi introdotti nel corso del 2025 sulla base di questa norma².

A seguito della sentenza, l'amministrazione statunitense ha immediatamente imposto nuovi dazi, invocando la Section 122 del Trade Act del 1974, che consente l'introduzione di misure restrittive sulle importazioni quando si verificano gravi squilibri della bilancia dei pagamenti; tali misure possono essere applicate per un massimo di 150 giorni senza l'approvazione del Congresso, ma richiedono un intervento legislativo per essere prorogate. Sulla base di questa norma, mai utilizzata in precedenza, i dazi sono stati aumentati di 10 punti percentuali nei confronti di tutti i partner commerciali.

La sentenza avrebbe ridotto il dazio medio effettivo statunitense da circa il 14 al 7 per cento; le misure successive dovrebbero infine riportarlo al 10 per cento. Tuttavia il dazio medio potrebbe salire fino al 12 per cento se l'aliquota fosse aumentata di ulteriori 5 punti percentuali, come già annunciato dall'amministrazione statunitense.

Fino alla pronuncia della Corte Suprema, i dazi dichiarati illegittimi garantivano un notevole gettito fiscale per gli Stati Uniti: secondo stime del Congressional Budget Office, con i dazi basati sulla IEEPA sono stati riscossi intorno a 150 miliardi di dollari (la metà del gettito complessivo dei dazi), circa lo 0,5 per cento del PIL.

La Corte non ha però disposto la restituzione agli importatori dei dazi già versati, rimandando la questione ai tribunali di rango inferiore. Ciò ha determinato forte incertezza sulle procedure e sui tempi dei rimborsi³. Non è chiaro poi se la restituzione del dazio pagato possa avvenire solo a seguito di un procedimento giudiziario individuale, modalità che penalizzerebbe soprattutto le piccole e medie imprese.

¹ In particolare, secondo la Corte la norma autorizza il Presidente a regolare o proibire l'importazione di beni in caso di minacce alla sicurezza nazionale, alla politica estera o all'economia statunitense, provenienti prevalentemente dall'estero; non gli consente tuttavia di imporre nuovi tributi senza un esplicito mandato del Congresso.

² I dazi abrogati dalla decisione della Corte sono quelli generalizzati annunciati il 2 aprile 2025 ("dazi reciproci"), quelli imposti nei confronti della Cina con l'obiettivo di contrastare il traffico di fentanyl, quelli sui prodotti di Canada e Messico non conformi allo *United States-Mexico-Canada Agreement*, nonché quelli adottati nei confronti del Brasile, legati alle tensioni politiche tra il governo statunitense e quello brasiliano, e dell'India, motivati dalla volontà di sanzionare le importazioni di petrolio russo da parte di questo paese. Alcuni dazi settoriali introdotti nel 2025 – su automobili e parti di automobili, acciaio, alluminio, rame, legno – fanno riferimento a una base legale diversa dalla IEEPA, ossia alla Section 232 del Trade Expansion Act del 1962, che conferisce al Presidente l'autorità di intervenire per modificare le importazioni da altri paesi, per ragioni di sicurezza nazionale a seguito di inchieste condotte dal Dipartimento del commercio statunitense. Questi dazi non sono stati abrogati dalla sentenza della Corte Suprema. Per maggiori dettagli sui dazi introdotti dagli Stati Uniti nel 2025, cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi e i primi effetti sugli scambi globali*, in *Bollettino economico*, 4, 2025.

³ Per tutti i beni di valore superiore a 2.500 dollari, gli importatori pagano subito al Customs and Border Protection un valore del dazio stimato da tale agenzia, la quale determina il valore definitivo e la misura di un eventuale conguaglio (liquidazione) entro un anno; secondo un'analisi del Congressional Research Service, il procedimento di rimborso potrebbe essere particolarmente complesso nel caso di operazioni già oggetto di liquidazione.

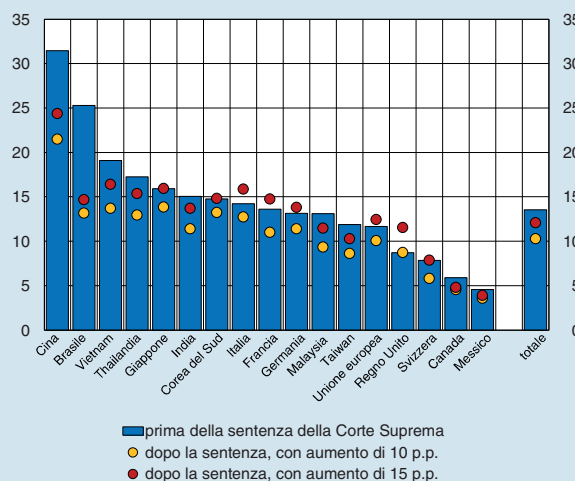
Le economie più colpite dai dazi nel 2025, come la Cina e il Brasile, trarrebbero particolare beneficio dalla configurazione dei dazi attualmente in vigore, con un calo delle aliquote di circa 10 e 12 punti percentuali, rispettivamente (figura). La situazione dell'Unione europea rimane invece incerta, in quanto non è chiaro se e quando l'amministrazione statunitense ripristinerà le condizioni previste dall'accordo raggiunto a luglio del 2025, in corso di approvazione da parte delle istituzioni europee. Al momento, anche ai prodotti della UE non colpiti da dazi settoriali viene applicato l'incremento generalizzato di 10 punti percentuali, mediamente più vantaggioso rispetto a quanto previsto dall'accordo⁴. In caso di aumento di altri 5 punti percentuali dell'aliquota generalizzata, il dazio medio verso i paesi europei sarebbe superiore di 0,7 punti percentuali a quello stabilito nell'accordo; per l'Italia il rialzo sarebbe di circa 1,5 punti percentuali per la diversa composizione merceologica delle esportazioni verso gli Stati Uniti⁵.

Benché il livello dei dazi sia in media inferiore rispetto all'inizio di febbraio, nel medio termine l'incertezza sulle politiche commerciali statunitensi rimane elevata, anche alla luce di ulteriori misure restrittive già annunciate dall'amministrazione americana⁶.

- ⁴ Il settore automobilistico europeo continua a beneficiare di aliquote inferiori rispetto a quelle applicate agli altri paesi (15 per cento anziché 25), in virtù dell'accordo raggiunto in luglio. Qualora anche questa parte dell'accordo non fosse più applicata, l'aliquota media sulle esportazioni dell'Unione europea verso gli Stati Uniti aumenterebbe di 2 punti percentuali (circa 1,5 per l'Italia).
- ⁵ Rispetto agli altri paesi europei, le esportazioni italiane verso gli Stati Uniti sono relativamente più concentrate in settori caratterizzati da aliquote della nazione più favorita (*most favoured nation*, MFN) più alte. Le aliquote MFN rappresentano i dazi standard applicati alle importazioni in assenza di accordi preferenziali. In settori come prodotti alimentari e tessili, in cui tali aliquote sono relativamente elevate, il nuovo regime tariffario, che prevede l'aggiunta di 15 punti percentuali alle aliquote MFN, determinerebbe un aumento dei dazi maggiore rispetto a quanto indicato nell'accordo negoziato con l'Unione europea, che prevedeva invece un'aliquota uniforme del 15 per cento a prescindere dal livello MFN di partenza.
- ⁶ Ai sensi della Section 301 del Trade Act del 1974, sono già state avviate nuove indagini che riguardano un ampio numero di paesi, tra cui quelli appartenenti alla UE, relativamente all'uso di lavoro forzato e alla sovracapacità produttiva generata da politiche industriali e sussidi pubblici; ulteriori inchieste già annunciate riguarderanno il commercio dei servizi digitali e le politiche di determinazione dei prezzi dei farmaci. Dall'inizio del mandato, l'attuale amministrazione statunitense ha inoltre avviato diverse indagini ai sensi della già citata Section 232 del Trade Expansion Act del 1962; tra i settori interessati figurano semiconduttori, dispositivi medici e robotica. Oltre a ricorrere a questi strumenti (al momento i più probabili), l'amministrazione potrebbe appellarsi anche alla Section 201 del Trade Act del 1974, che consente l'introduzione temporanea di misure di salvaguardia in caso di forte aumento delle importazioni, nonché alla Section 338 del Tariff Act del 1930, finora mai utilizzata, che permette di imporre dazi nei confronti di singoli paesi qualora siano ritenuti responsabili di pratiche discriminatorie nei confronti del commercio statunitense.

Figura

Dazi effettivi per i principali partner commerciali degli Stati Uniti (1) (valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati della Base pour l'analyse du commerce international (BACI) e del Market access map HS6 (MacMap-HS6) del Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII); World Integrated Trade Solution (WITS) della Banca Mondiale; P. Fajgelbaum, P. Goldberg, P. Kennedy, A. Khandelwal e D. Taglioni, *The US-China trade war and global reallocations*, "American Economic Review: Insights", 6, 2, 2024, pp. 295-312; F.P. Conteduca, M. Mancini e A. Borin, *Roaring tariffs: the global impact of the US 2025 trade war*, "VoxEU CEPR", 6 maggio 2025. (1) I livelli dei dazi rappresentati tengono conto delle esenzioni, pertanto differiscono dalle aliquote più elevate riportate negli ordini esecutivi dell'amministrazione statunitense; per i dazi in vigore dopo la sentenza della Corte Suprema si assume che le disposizioni negli accordi bilaterali basate sui dazi annullati vengano a loro volta invalidate; rimangono invece in vigore le altre disposizioni contenute negli accordi.

La crescita globale si attenua, con rischi al ribasso

L'attività economica globale ha finora continuato a espandersi seppure in un contesto indeterminato e variabile. Secondo le stime dell'FMI, il PIL mondiale è cresciuto del 3,4 per cento nel 2025 e rallenterebbe al 3,1 nel 2026, per risalire lievemente al 3,2 per cento nel 2027. Nel 2026 la crescita mondiale risentirebbe del rincaro dell'energia che accrescerebbe i costi di produzione, nonché della significativa incertezza legata alla durata e all'intensità del conflitto in Medio Oriente che continuerebbe a frenare la domanda. Tali effetti sarebbero in parte compensati da un lato dalla forte espansione degli investimenti nelle tecnologie digitali e nell'intelligenza artificiale (IA), dall'altro dalla riduzione dei dazi effettivi. Le proiezioni dell'FMI ipotizzano che le tensioni sui mercati energetici si attenuino gradualmente dalla metà del 2026; nel caso di una durata prolungata della guerra e di gravi danni alle infrastrutture energetiche, la crescita globale potrebbe scendere intorno al 2 per cento sia nell'anno in corso, sia nel prossimo.

Permangono i rischi di nuove tensioni commerciali e di correzioni nei mercati finanziari derivanti da un ridimensionamento delle attese di redditività delle imprese del comparto dell'IA e da una diffusione meno rapida di tecnologie legate a quest'ultima nel resto del sistema produttivo (cfr. il riquadro: *Il forte aumento della domanda globale di risorse di calcolo: impatti e rischi macrofinanziari*, in *Bollettino economico* 1, 2026).

L'economia statunitense ha rallentato più delle attese

Nel quarto trimestre del 2025 il PIL degli Stati Uniti ha decelerato, crescendo dello 0,5 per cento su base annua (dal 4,4 nel terzo; tav. 1). Il rallentamento ha riflesso sia la sospensione temporanea tra ottobre e novembre delle attività amministrative federali (*government shutdown*), che ha sottratto circa un punto percentuale alla crescita, sia il minore contributo del commercio estero. La domanda interna ha invece sostenuto l'attività economica; la moderazione dei consumi privati è stata compensata dall'accelerazione degli investimenti, trainati soprattutto dalla spesa in tecnologie legate all'IA.

Tavola 1

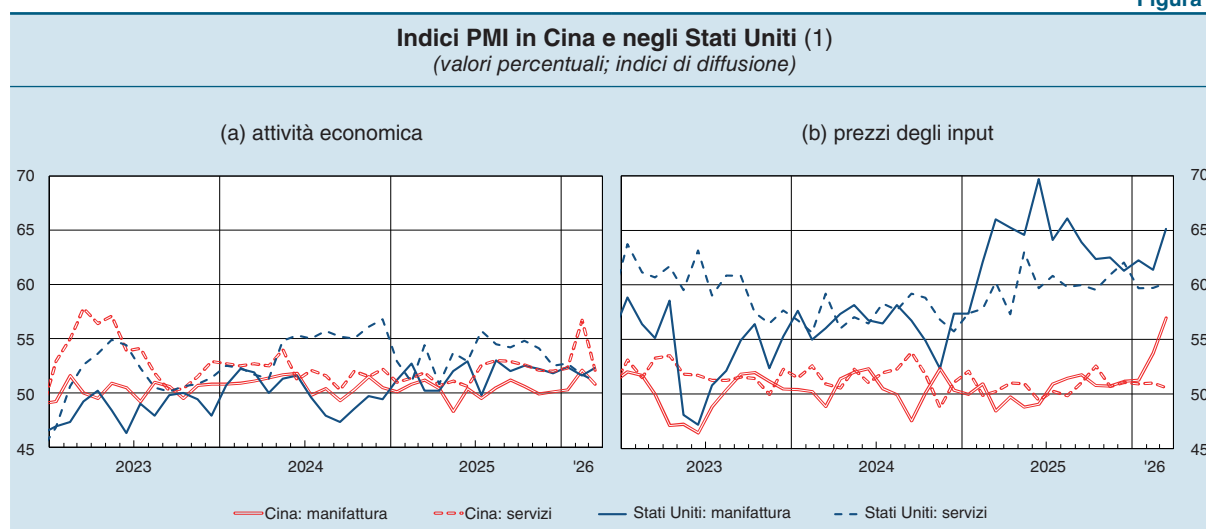
VOCI	Crescita del PIL e previsioni (variazioni percentuali, se non diversamente specificato)						
	Crescita			Previsioni		Revisioni (2)	
	2025	2025 3° trim. (1)	2025 4° trim. (1)	2026	2027	2026	2027
Mondo	3,4	–	–	3,1	3,2	-0,2	0,0
Giappone	1,2	-2,6	1,3	0,7	0,6	0,0	0,0
Regno Unito	1,4	0,3	0,2	0,8	1,3	-0,5	-0,2
Stati Uniti	2,1	4,4	0,5	2,3	2,1	-0,1	0,1
Area dell'euro	1,3	1,2	0,8	1,1	1,2	-0,2	-0,2
Brasile	2,3	1,8	1,8	1,9	2,0	0,3	-0,3
Cina	5,0	4,8	4,5	4,4	4,0	-0,1	0,0
India (3)	–	8,2	7,8	6,5	6,5	0,1	0,1
Russia	1,0	0,8	1,0	1,1	1,1	0,3	0,1

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2026.
 (1) Dati trimestrali. Per area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Punti percentuali; revisioni rispetto FMI, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2026. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Nei primi tre mesi del 2026 la crescita del prodotto sarebbe stata più sostenuta, sebbene le stime degli analisti presentino una variabilità accentuata. Il disavanzo nel commercio di beni in rapporto al PIL avrebbe mostrato un lieve ampliamento, a fronte di una dinamica ancora marcata delle importazioni.

Nel primo trimestre l'incremento dell'occupazione è stato contenuto, mentre il tasso di disoccupazione è sceso lievemente; la fiducia delle famiglie resta significativamente al di sotto dei livelli dell'inizio dello scorso anno. Gli indici PMI si mantengono al di sopra della soglia di espansione dell'attività (fig. 2.a), nonostante le pressioni ancora elevate sui prezzi dei beni intermedi (fig. 2.b).

Figura 2



Fonte: Standard & Poor's Global Ratings.

(1) Indici di diffusione relativi all'attività economica e ai prezzi degli input nei settori della manifattura e dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Per quanto riguarda l'attività economica, un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto, mentre in relazione ai prezzi degli input segnala un aumento dei costi percepiti.

La crescita cinese è ancora sostenuta dalle esportazioni

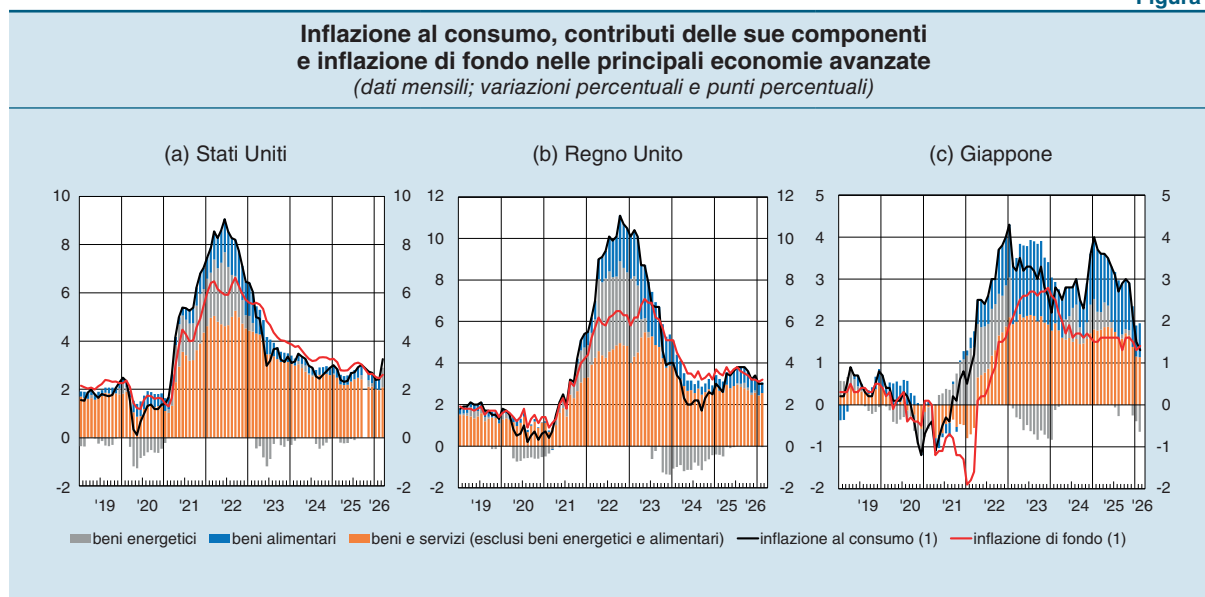
Nel primo trimestre del 2026 il ritmo di crescita del PIL in Cina è aumentato (al 5 per cento su base annua, dal 4,5 nel quarto trimestre). A fronte della persistente debolezza della domanda interna, la dinamica sarebbe stata sostenuta soprattutto dal commercio con l'estero e dal settore terziario. In marzo l'attività economica avrebbe rallentato, risentendo degli effetti della guerra in Medio Oriente.

Nel 2025 l'avanzo commerciale cinese di beni ha raggiunto il massimo storico (1.200 miliardi di dollari), trainato principalmente dall'espansione delle esportazioni verso il Sud Est asiatico e l'Unione europea, che ha più che compensato la flessione di quelle verso gli Stati Uniti.

Per il 2026 il governo ha fissato un obiettivo di crescita tra il 4,5 e il 5 per cento su base annua. Il quindicesimo piano quinquennale (per il periodo 2026-30), presentato all'ultimo congresso del Partito comunista cinese, indica tra le priorità il rafforzamento della domanda interna, lo sviluppo delle industrie tecnologiche strategiche (in particolare quelle legate all'IA) e il sostegno alla transizione energetica.

Le banche centrali hanno mantenuto costanti i tassi di riferimento

A marzo l'inflazione al consumo è aumentata negli Stati Uniti, al 3,3 per cento dal 2,4 di febbraio (fig. 3.a), trainata dalla componente energetica; l'inflazione di fondo è salita più moderatamente. In febbraio, nel Regno Unito si è confermata stabile al 3,0 per cento (fig. 3.b), mentre è diminuita in Giappone, all'1,3 per cento dall'1,5 di gennaio (fig. 3.c).



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) Variazioni percentuali sui 12 mesi; l'inflazione di fondo esclude i beni energetici e alimentari.

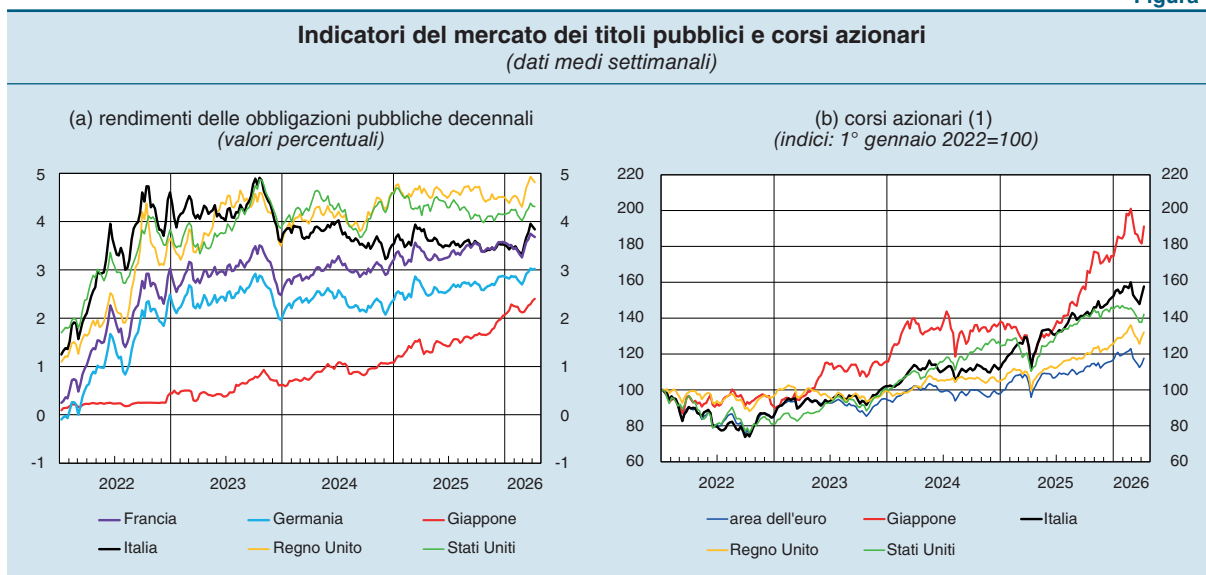
In questo contesto, le banche centrali delle principali economie hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento, dichiarandosi pronte a contrastare le conseguenze negative per l'inflazione e la crescita del conflitto in Medio Oriente. Nella riunione di marzo la Federal Reserve ha lasciato invariati i tassi al 3,5-3,75 per cento. Le proiezioni dei membri del Federal Open Market Committee (FOMC) indicano un ulteriore taglio dei tassi di 25 punti base nel 2026, mentre le aspettative di mercato escludono un allentamento. A marzo anche la Bank of England e la Banca del Giappone non hanno modificato i tassi di riferimento, pari rispettivamente al 3,75 e allo 0,75 per cento. La Banca centrale cinese ha conservato un orientamento complessivamente accomodante della politica monetaria.

I rendimenti sovrani sono tornati a salire nelle principali economie avanzate...

Il conflitto in Medio Oriente ha alimentato timori di un aumento dell'inflazione (fig. 4.a), che hanno determinato un consistente rialzo dei rendimenti dei titoli sovrani decennali dopo la flessione osservata all'inizio dell'anno. In generale, i rendimenti decennali si collocano su livelli superiori a quelli della metà di gennaio nelle principali economie avanzate. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito la curva dei rendimenti si è inoltre appiattita, riflettendo un incremento dei tassi a due anni più marcato rispetto a quello dei tassi decennali, coerentemente con attese di una politica monetaria più restrittiva nel breve termine.

... mentre i corsi azionari si sono ridotti dall'inizio del conflitto

Dall'avvio delle ostilità in Medio Oriente tutti i principali listini azionari hanno subito un calo (fig. 4.b). Tra gennaio e febbraio, nel Regno Unito e in Giappone i corsi erano saliti, mentre negli Stati Uniti erano rimasti nel complesso stabili. In quest'ultimo mercato, i titoli delle società produttrici di software e di quelle attive nei servizi informatici hanno risentito negativamente dei rischi di obsolescenza associati alla diffusione di nuove applicazioni dell'IA; è invece proseguito l'incremento dei corsi delle imprese produttrici di hardware utilizzato nelle infrastrutture digitali, inclusi i *data centers*. Dopo l'annuncio della tregua, i corsi azionari sono aumentati, riportandosi nel Regno Unito e in Giappone al di sopra dei livelli dell'inizio di gennaio.

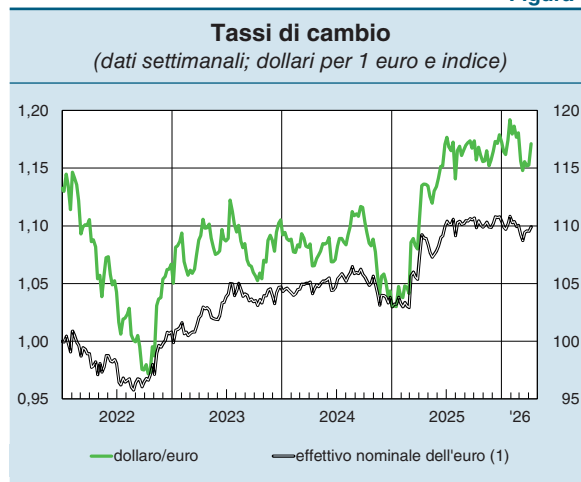


Fonte: LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 aprile 2026.

(1) Indice generale azionario Datastream per l'area dell'euro e l'Italia, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All-Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 (S&P 500) per gli Stati Uniti.

Il dollaro si è apprezzato mentre l'euro si è indebolito

Lo scoppio del conflitto mediorientale ha determinato un rafforzamento del dollaro che si è apprezzato di circa l'1 per cento nei confronti dell'euro (fig. 5). Contrariamente a quanto accaduto nel corso del 2025, la divisa statunitense è tornata a svolgere il ruolo di valuta di riserva. Il suo rafforzamento ha inoltre riflesso la minore esposizione degli Stati Uniti allo shock nei mercati energetici rispetto alle altre principali economie avanzate. Oltre al deprezzamento rispetto al dollaro, l'euro ha mostrato dall'inizio di gennaio un lieve indebolimento anche in termini effettivi nominali.



Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 aprile 2026.

(1) Indice: 1ª settimana gen. 2022=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Prima dell'inizio delle ostilità in Medio Oriente, l'economia dell'area dell'euro continuava a espandersi, sostenuta dalla domanda interna, con un tasso di inflazione vicino al 2 per cento. I dati disponibili sino alla fine di febbraio confermavano questo andamento congiunturale. Il conflitto ha peggiorato significativamente le prospettive di inflazione e ha reso più incerte quelle sulla crescita. Nella riunione di marzo il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariati i tassi ufficiali. Le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in marzo hanno rivisto al rialzo le previsioni sull'inflazione e al ribasso quelle sulla crescita rispetto allo scorso dicembre. La dinamica dei prestiti alle imprese si è lievemente attenuata, mentre i finanziamenti alle famiglie hanno proseguito l'espansione a un ritmo moderato. Il protrarsi della guerra potrebbe ulteriormente aumentare i rischi percepiti dagli intermediari creditizi, ripercuotendosi negativamente sull'offerta di credito.

Alla fine del 2025 il PIL dell'area è ancora cresciuto...

Nel quarto trimestre del 2025 il PIL dell'area dell'euro è salito dello 0,2 per cento (0,4 al netto del contributo negativo dell'Irlanda)², poco meno del periodo precedente (tav. 2); nel complesso del 2025 il prodotto è aumentato dell'1,4 per cento. Nello scorcio dello scorso anno gli investimenti hanno continuato a espandersi (0,6 per cento), sospinti soprattutto dalle costruzioni. Anche la dinamica dei consumi privati si è rafforzata (0,4 per cento, da 0,2 nei tre mesi precedenti) sostenuta dalla riduzione della propensione al risparmio delle famiglie (al 14,4 per cento, il livello più basso dalla metà del 2023). Nei mesi autunnali le esportazioni si sono ridotte di poco, in misura maggiore rispetto alle importazioni, determinando un contributo negativo della domanda estera alla crescita (nullo al netto dell'Irlanda).

Tavola 2

PIL e inflazione nell'area dell'euro
(variazioni percentuali)

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2025	2025 3° trim. (1)	2025 4° trim. (1)	2026 marzo (2)
Francia	0,8	0,5	0,2	2,0
Germania	0,2	0,0	0,3	2,8
Italia	0,5	0,2	0,3	1,6
Spagna	2,8	0,6	0,8	3,4
Area dell'euro	1,4	0,3	0,2	2,6

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Dati mensili; variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

Il valore aggiunto è cresciuto dello 0,2 per cento nei servizi, in particolare nei comparti più legati alla transizione digitale. L'attività si è ampliata più nettamente nelle costruzioni, mentre è diminuita nell'industria in senso stretto, dove ha tuttavia mostrato una crescita su base annua.

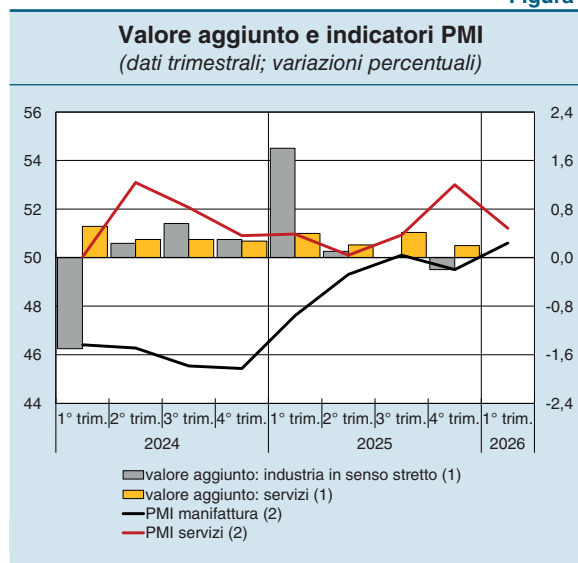
L'incremento del prodotto nei mesi autunnali ha riguardato tutte le principali economie dell'area. Il PIL ha continuato ad ampliarsi marcatamente in Spagna (0,8 per cento), trainato dalla domanda interna, ed è tornato ad aumentare in Germania (0,3 per cento). L'espansione dell'economia tedesca è stata sostenuta dalla crescita dei consumi pubblici e di quelli delle famiglie; queste ultime restano tuttavia prudenti per effetto di un livello di fiducia sulla situazione economica ancora basso. Gli investimenti hanno fornito un apporto positivo. In Francia la crescita si è invece attenuata allo 0,2 per cento, dallo 0,5 nel terzo trimestre: la ripresa dei consumi delle famiglie si è associata a un rallentamento delle esportazioni, degli investimenti e dei consumi pubblici. In Italia il PIL è salito dello 0,3 per cento (dallo 0,2 nel trimestre estivo; cfr. il paragrafo 2.1).

... e si espanderebbe in misura più contenuta nel primo trimestre dell'anno

Secondo nostre valutazioni, nei mesi invernali la crescita del PIL dell'area si sarebbe mantenuta stabile pur con andamenti eterogenei tra i principali settori, risentendo in marzo dei primi effetti della guerra in Medio Oriente. Nella manifattura, l'indicatore PMI relativo alla produzione corrente è rimasto su valori compatibili con una lieve espansione (fig. 6). La fiducia delle imprese rilevata dalla Commissione europea si è confermata sui livelli più elevati dalla metà del 2023, per effetto di giudizi positivi sull'attività corrente. Dopo lo scoppio del conflitto si sono tuttavia manifestati segnali di raffreddamento: sono aumentati i costi delle materie prime e si sono indebolite le catene di approvvigionamento, con ritardi nelle consegne tornati ai livelli della seconda metà del 2022. Questi fattori influenzeranno la produzione industriale nei mesi primaverili e potrebbero avere frenato in parte già nel primo trimestre l'attività della manifattura, per la quale si osserva una contrazione consistente nel settore farmaceutico. Nel terziario l'attività avrebbe continuato a crescere, trainata in particolare dai servizi digitali e da quelli rivolti alle

² La contrazione del PIL dell'Irlanda nel quarto trimestre è stata del 3,8 per cento. La variazione negativa è stata guidata principalmente da un forte calo delle esportazioni e dalla riduzione degli investimenti delle multinazionali.

Figura 6



Fonte: Eurostat e Standard & Poor's Global Ratings.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. Scala di destra. – (2) Medie trimestrali degli indici mensili di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto.

imprese, come suggerito dal clima di fiducia rilevato dalla Commissione europea. Un rallentamento è segnalato dalla riduzione del PMI e dal forte calo delle aspettative per i prossimi mesi (fig. 6).

I consumi avrebbero rallentato all'inizio dell'anno...

Lo scoppio del conflitto mediorientale ha annullato la tendenza favorevole del clima di fiducia delle

famiglie nei primi due mesi dell'anno, causando un brusco peggioramento del relativo indice in marzo e, di conseguenza, nella media del primo trimestre. Si prefigura così un rallentamento della spesa per consumi, malgrado la dinamica ancora positiva del reddito disponibile.

Sulle decisioni di spesa pesano l'impatto sul potere d'acquisto dell'incremento dei prezzi dell'energia e l'incertezza sull'evoluzione della guerra in Medio Oriente. A marzo, la percezione sullo sviluppo del contesto economico globale è tornata a deteriorarsi, dopo il netto miglioramento a febbraio; secondo le inchieste della Commissione, le decisioni di acquisto di beni durevoli si sono nuovamente indebolite. Tuttavia, nel confronto con quanto osservato dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, il calo complessivo della fiducia delle famiglie è stato meno marcato, probabilmente perché l'inflazione è oggi più contenuta e il conflitto mediorientale è geograficamente più distante: rispetto al 2022 sono aumentate in misura minore sia l'incertezza percepita dai consumatori, sia le loro aspettative sul rialzo dei prezzi.

Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in febbraio le attese di crescita del reddito nominale dei dodici mesi successivi sono rimaste stabili, mentre quelle relative alla spesa nel corso dello stesso arco temporale sono lievemente diminuite.

... analogamente agli investimenti

Nel primo trimestre l'accumulazione di capitale avrebbe rallentato, soprattutto per la contrazione degli investimenti residenziali, diffusa a molte delle principali economie; avrebbero invece continuato a espandersi

gli investimenti connessi con la transizione digitale ed energetica. In prospettiva, anche il piano di stimolo fiscale varato in Germania, insieme ai progetti di investimento ancora in corso nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, contribuirebbe a favorire l'accumulazione di capitale, come confermato dalle attese ancora positive delle imprese produttrici di beni di investimento.

Il contributo della domanda estera alla crescita si sarebbe annullato

Secondo nostre valutazioni, nei mesi invernali la domanda estera avrebbe fornito un contributo sostanzialmente nullo alla crescita dell'attività economica. L'indice PMI relativo ai nuovi ordini dall'estero si colloca al di sotto della soglia di espansione, seppure in aumento rispetto al trimestre precedente.

L'indicatore €-coin, stimato alla fine di marzo su un insieme di variabili osservate sia prima sia dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente, è lievemente diminuito. Il calo ha riflesso soprattutto il

peggioramento del clima economico dell'area dell'euro, dovuto al netto deterioramento della fiducia dei consumatori (fig. 7).

L'inflazione supera il 2 per cento e aumenterà nei prossimi mesi

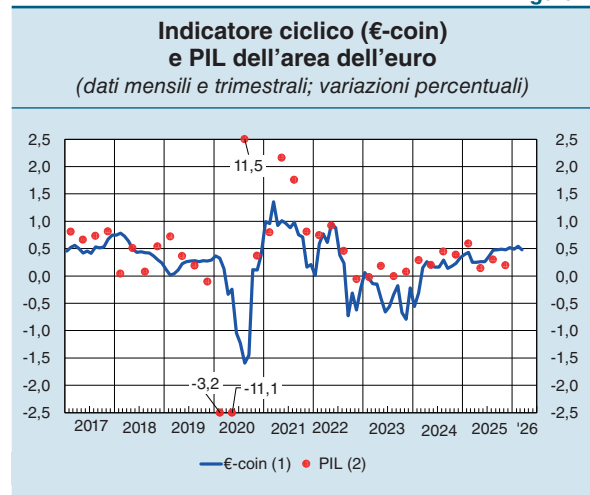
In marzo la variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo è salita al 2,6 per cento (dall'1,9 in febbraio; fig. 8). L'inflazione di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, è invece di poco diminuita (al 2,3 per cento), riflettendo il calo sia dei servizi (al 3,2 per cento, dal 3,4) sia dei beni industriali non energetici (allo 0,5 per cento, dallo 0,7). Tra le componenti volatili, l'inflazione dei beni alimentari si è collocata al 2,4 per cento. I prezzi dei beni energetici sono marcatamente aumentati, passando da -3,1 per cento al 5,1; questo incremento è dovuto quasi esclusivamente al netto rincaro dei carburanti, cresciuti di quasi il 15 per cento sia rispetto al mese precedente sia su base annua.

In gennaio i prezzi all'importazione hanno continuato a registrare una flessione su base annua, diffusa alle principali componenti, riflettendo le pressioni concorrenziali da parte della Cina. In febbraio l'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno, al netto dell'energia, era leggermente scesa, all'1,0 per cento su base annua. In marzo l'indice PMI ha tuttavia segnalato l'incremento più rapido dei prezzi degli input da febbraio del 2023. L'accelerazione ha riguardato anche i servizi, ma è stata più consistente nel comparto manifatturiero. A fronte di questa forte crescita dei costi, le imprese dell'area dell'euro indicano un possibile rialzo anche per i propri prezzi di vendita, seppure molto meno intenso. Nel breve termine il rincaro dei beni energetici legato al conflitto in Medio Oriente potrà avere un impatto rilevante sull'inflazione: l'esperienza dello shock energetico del biennio 2021-22 mostra che gli aumenti dei prezzi del petrolio si riflettono rapidamente sui prezzi dei carburanti, mentre il rincaro del gas si trasmette alle bollette con maggiore gradualità. L'impatto sulle altre componenti non energetiche dell'indice dipenderà in misura determinante dalla persistenza di livelli elevati dei prezzi delle materie prime energetiche.

Le retribuzioni hanno continuato a rallentare

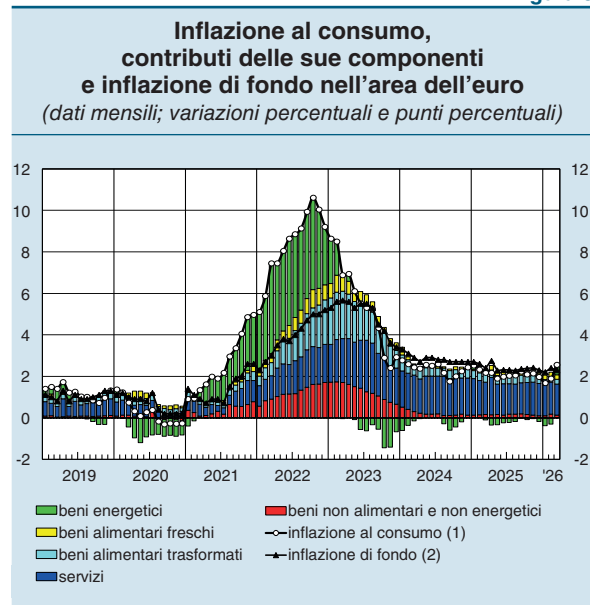
In autunno le retribuzioni orarie di fatto hanno rallentato ancora in tutti i principali paesi dell'area dell'euro, con l'eccezione della Spagna. Nei mesi invernali anche la dinamica delle retribuzioni contrattuali si è attenuata e, secondo

Figura 7



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche; ultimo dato: marzo 2026. La metodologia di costruzione e i dati aggiornati dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*. - (2) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente.

Figura 8



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.
(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. - (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di energetici e alimentari.

le indicazioni del *wage tracker* della BCE³, si stabilizzerebbe nel 2026. Nel quarto trimestre il numero di occupati nell'area è aumentato dello 0,2 per cento e, sulla base dei dati più recenti, avrebbe continuato a salire anche nei primi mesi del 2026.

La BCE ha rivisto al rialzo le previsioni di inflazione e al ribasso quelle di crescita

Le stime degli esperti della BCE pubblicate in marzo hanno rivisto al rialzo le previsioni di inflazione e al ribasso quelle sulla crescita rispetto allo scorso dicembre, incorporando gli effetti che la guerra in Medio Oriente produrrà sui mercati delle materie prime a livello globale, sui redditi reali e sul clima di fiducia. Nello scenario di base, nel 2026 l'inflazione si collocherebbe al 2,6 per cento, per stabilizzarsi in prossimità dell'obiettivo nei due anni successivi; la crescita economica sarebbe dello 0,9 per cento nel 2026, dell'1,3 nel 2027 e dell'1,4 nel 2028. In uno scenario particolarmente sfavorevole, che ipotizza un'interruzione prolungata dei transiti di petrolio e GNL attraverso lo Stretto di Hormuz e un incremento persistente dell'incertezza sui mercati finanziari, l'inflazione dell'area dell'euro salirebbe oltre il 4 per cento nel biennio 2026-27, scendendo intorno al 3 per cento nel 2028; l'aumento del PIL si ridurrebbe a circa mezzo punto percentuale nell'anno in corso e a un punto nel prossimo, risalendo a quasi il 2 per cento nel 2028.

Le imprese e le famiglie si attendono un incremento dei prezzi

Il conflitto in Medio Oriente ha inciso in modo significativo sulle aspettative di imprese e famiglie sull'andamento dei prezzi. Nella media del primo trimestre le indagini condotte dalla Commissione europea presso famiglie e aziende, insieme agli indicatori PMI, hanno mostrato un rapido aumento delle attese di crescita dei prezzi di vendita. Per le imprese tale incremento è risultato più marcato nel settore della manifattura rispetto a quello dei servizi, probabilmente a causa della maggiore esposizione del primo ai rincari dell'energia.

Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in febbraio la mediana delle aspettative di inflazione al consumo delle famiglie nell'area dell'euro si era ridotta al 2,5 per cento sull'orizzonte a dodici mesi; le aspettative a tre anni sono scese al 2,5 per cento, su un livello sostanzialmente stabile dalla primavera del 2023⁴.

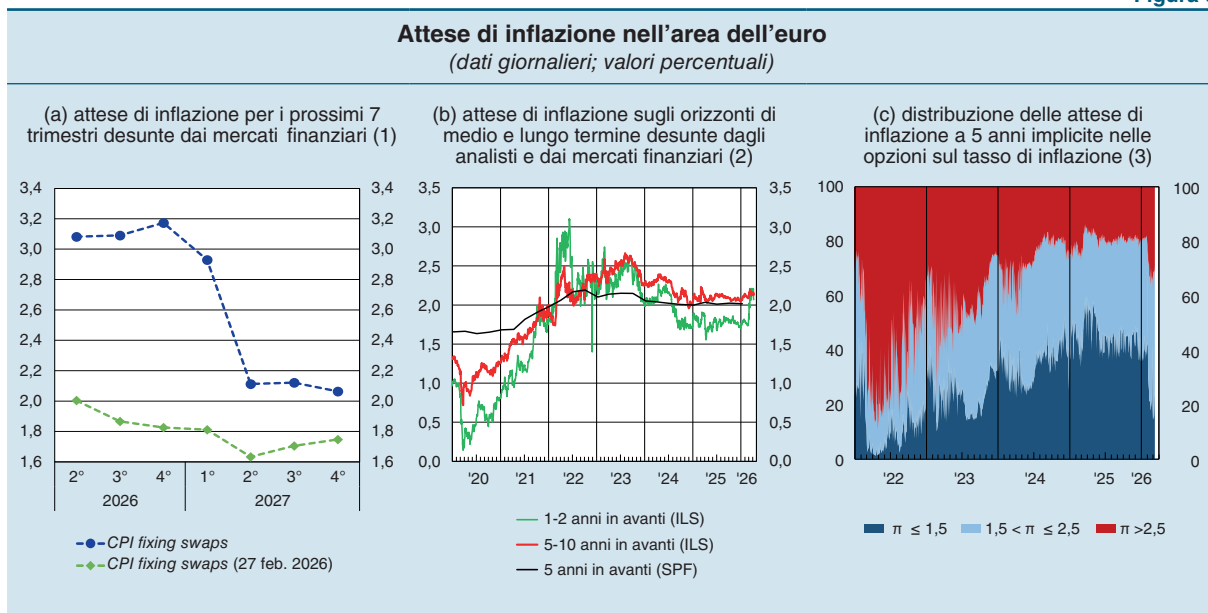
Le aspettative di inflazione desunte dai mercati finanziari sono state riviste significativamente al rialzo

Secondo le informazioni più recenti, i contratti di *CPI fixing swap*⁵ incorporano attese di un consistente rialzo dell'inflazione, che si collocherebbe attorno al 3,2 per cento alla fine del 2026, per poi riportarsi intorno al 2,1 per cento nel secondo trimestre del 2027 (fig. 9.a). Sull'orizzonte tra uno e due anni in avanti le aspettative di inflazione implicite nei contratti *inflation-linked swaps* (ILS) sono aumentate al 2,1 per cento; anche quelle su orizzonti più lunghi si sono collocate su livelli analoghi (fig. 9.b). La distribuzione delle attese di inflazione desunte dai prezzi delle opzioni indica una probabilità del 22 per cento che la variazione dei prezzi al consumo risulti inferiore all'1,5 per cento in media nei prossimi cinque anni, mentre quella che superi il 2,5 è pari al 30 per cento; alla fine di febbraio tali probabilità erano rispettivamente del 43 e del 18 per cento (fig. 9.c).

³ Il *wage tracker* è un indicatore che misura la crescita delle retribuzioni sulla base della dinamica dei soli contratti in vigore; per approfondimenti, cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica contributiva*, in *Bollettino economico*, 1, 2026.

⁴ La rilevazione di febbraio è stata condotta tra il 5 febbraio e il 3 marzo: pertanto, solo il 3 per cento circa delle risposte dell'indagine è stato raccolto dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente.

⁵ I *CPI fixing swaps* sono contratti derivati collegati alla pubblicazione dei dati mensili sull'inflazione sui 12 mesi nell'area dell'euro, misurata sull'indice IPCA al netto dei prezzi del tabacco. I tassi impliciti in questi contratti indicano l'inflazione annuale attesa dai mercati finanziari nei successivi 24 mesi. Le aspettative di inflazione basate sui *CPI fixing swaps* sono aggiornate con maggiore frequenza rispetto a quelle degli analisti e possono risentire di reazioni repentine a notizie sugli sviluppi macroeconomici nell'area e nelle altre principali economie. Per ulteriori dettagli, cfr. M. Bernardini, L. D'Arrigo, A. Lin e A. Tiseno, *Real interest rates and the ECB's monetary policy stance*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 857, 2024.



Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato si riferisce al 10 aprile 2026, se non altrimenti specificato.
 (1) Tassi di inflazione annuali attesi per i prossimi 7 trimestri, impliciti nei contratti di *CPI fixing swap* (il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi). – (2) Tassi di inflazione attesi, impliciti nei contratti ILS con durata tra 1 e 2 anni in avanti e tra 5 e 10 anni in avanti e aspettative di inflazione sull'orizzonte a 5 anni in avanti desunte dall'indagine trimestrale presso i previsori professionali (*Survey of Professional Forecasters*, SPF; l'ultimo dato si riferisce a febbraio 2026). – (3) La distribuzione dell'inflazione attesa (π) è stimata a partire dai prezzi delle opzioni zero coupon sul tasso di inflazione dell'area dell'euro su un orizzonte di 5 anni. Il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi.

La BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali

(fig. 10), segnalando la necessità di continuare a seguire attentamente l'evoluzione della guerra in Medio Oriente per valutarne l'impatto sulle prospettive di inflazione.

Le attese sui tassi ufficiali sono state riviste al rialzo dopo lo scoppio della guerra

ufficiali nel corso dell'anno, attribuendo una probabilità elevata anche a un terzo intervento.

I rendimenti dei titoli pubblici sono cresciuti ...

nei primi due mesi dell'anno, ma sono cresciuti significativamente (cfr. fig. 4.a) dopo l'avvio del conflitto in Medio Oriente, riflettendo i timori di rialzo dell'inflazione. Dall'inizio di marzo il differenziale tra i titoli pubblici italiani e quelli

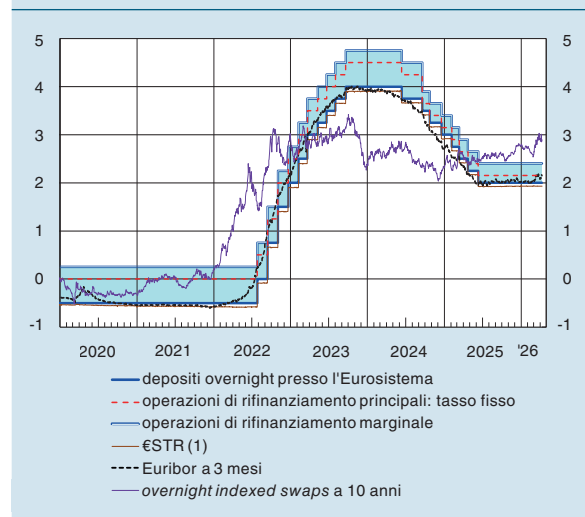
Nella riunione di marzo il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali

Dall'inizio delle ostilità le attese sui tassi di riferimento implicite nei contratti swap sul tasso €STR sono aumentate su tutte le scadenze. I mercati si aspettano due rialzi dei tassi

I rendimenti dei titoli di Stato decennali dei principali paesi dell'area dell'euro sono diminuiti

Figura 10

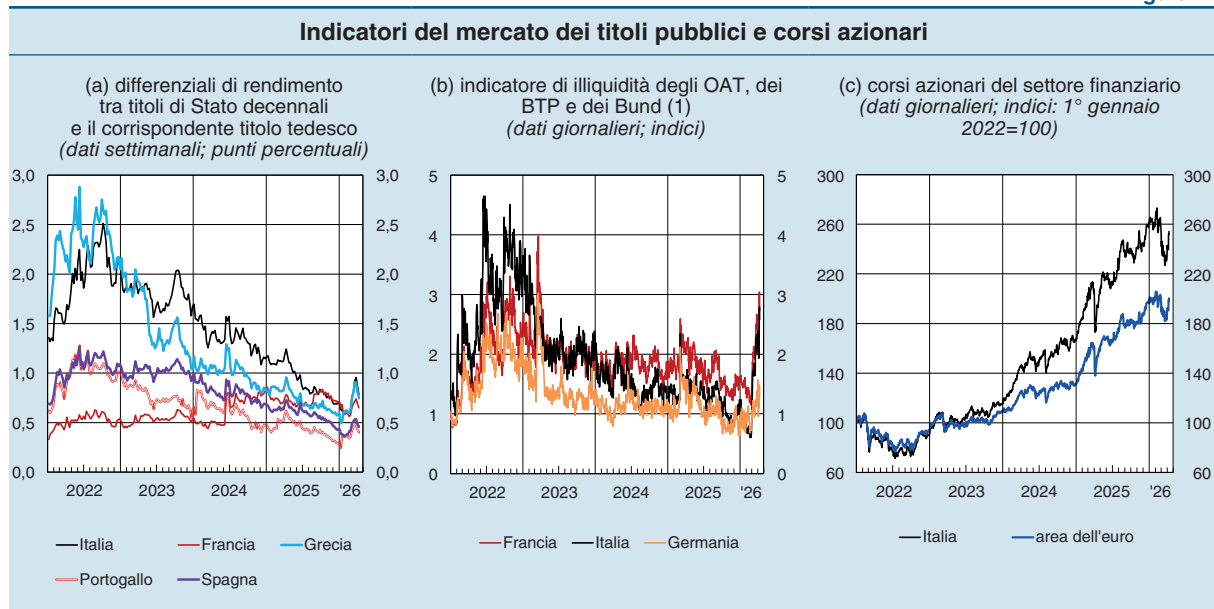
Tassi di interesse ufficiali e del mercato monetario nell'area dell'euro (dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 aprile 2026.
 (1) Dal 1° ottobre 2019 lo Euro short-term rate (€STR) è il tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro; per il periodo precedente viene riportato il tasso pre-€STR.

tedeschi a dieci anni è risalito a 79 punti base. Anche i differenziali di rendimento tra i titoli sovrani degli altri principali paesi dell'area e il Bund tedesco si sono ampliati (fig. 11.a). Le condizioni di liquidità sono peggiorate nei tre maggiori mercati dei titoli pubblici (fig. 11.b).

Figura 11



Fonte: LSEG, elaborazioni su dati Bloomberg e Tradeweb, L'ultimo dato si riferisce al 10 aprile 2026, quando non altrimenti specificato.

(1) OAT: *obligations assimilables du Trésor*. Per la metodologia di calcolo dell'indice, cfr. R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 663, 2021.

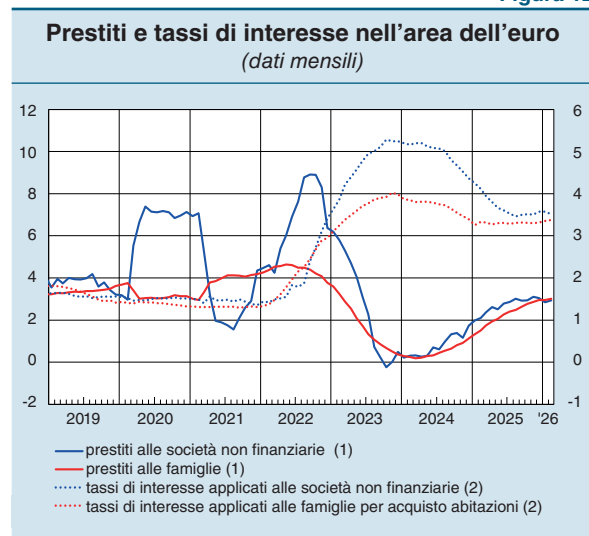
... e le quotazioni azionarie sono diminuite

Dalla fine di febbraio l'indice azionario dell'area dell'euro si è ridotto di circa il 3 per cento (cfr. fig. 4.b), tornando su livelli prossimi a quelli dell'inizio dell'anno. Il calo è stato contenuto nel settore finanziario, mentre è risultato più marcato in quello industriale: hanno pesato le preoccupazioni per un possibile rallentamento del ciclo economico e i timori per la redditività delle imprese connessi con il forte rincaro delle materie prime energetiche (fig. 11.c). L'indice azionario italiano è rimasto sostanzialmente invariato dall'avvio del conflitto; rispetto all'inizio di gennaio si colloca ora su valori superiori di circa il 3 per cento.

Il costo dei mutui è leggermente aumentato

Tra novembre e febbraio il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie si è mantenuto pressoché stabile, al 3,5 per cento (fig. 12). Il costo dei nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è salito appena (al 3,4 per cento, dal 3,3), riflettendo il lieve incremento dei rendimenti di mercato a più lungo termine.

Figura 12



Fonte: BCE.

(1) Variazioni percentuali sui 12 mesi. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Valori percentuali. Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, a medio e a lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. Scala di destra.

La dinamica dei prestiti alle imprese si è lievemente indebolita

In febbraio la crescita del credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro si è leggermente ridotta (al 2,9 per cento su base annua, dal 3,1 di novembre). I prestiti alle imprese sono tornati a contrarsi in Germania, mentre hanno continuato ad aumentare a un ritmo contenuto in Italia (cfr. il paragrafo 2.7) e più sostenuto in Francia e in Spagna.

Nel quarto trimestre dello scorso anno l'andamento dei finanziamenti alle società non finanziarie nell'area dell'euro ha risentito di un ulteriore e inatteso irrigidimento dei criteri di concessione del credito bancario. Vi hanno contribuito i maggiori rischi percepiti per le prospettive economiche e la minore tolleranza al rischio manifestata dagli intermediari creditizi. La domanda di prestiti da parte delle imprese resta debole, anche se in lieve rialzo⁶. Il protrarsi del conflitto potrebbe ulteriormente aumentare i rischi percepiti dagli intermediari creditizi ripercuotendosi negativamente sull'offerta di credito.

Il credito alle famiglie continua a crescere a un ritmo moderato

In febbraio il tasso di variazione dei prestiti alle famiglie è rimasto su valori simili a quelli di novembre (3,0 su base annua). La dinamica del credito ha continuato a rafforzarsi in Spagna e in Italia, mentre è rimasta sostanzialmente invariata in Germania e in Francia. La crescita dei mutui riflette la maggiore domanda delle famiglie e condizioni di offerta nel complesso più distese da parte delle banche.

⁶ Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *January 2026 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 3 febbraio 2026.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

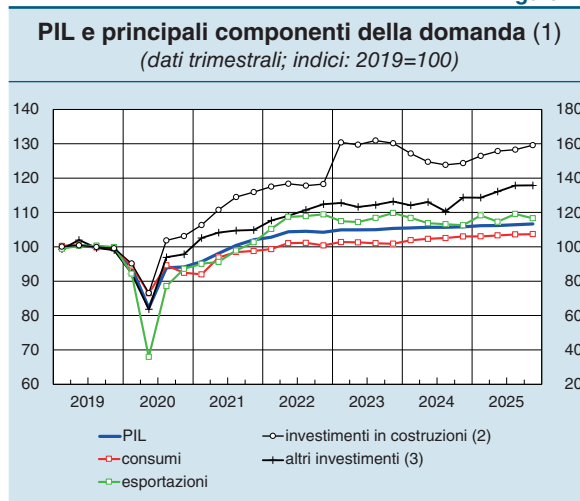
2.1 LA FASE CICLICA

Nel quarto trimestre del 2025 è proseguita la crescita del PIL; gli investimenti si sono ampliati con un buon ritmo, mentre hanno rallentato i consumi privati. Nei primi mesi di quest'anno l'economia avrebbe continuato a espandersi a ritmi moderati, sostenuta dall'attività nei servizi. Il conflitto in Medio Oriente ha provocato un marcato incremento dei prezzi energetici e un aumento dell'incertezza del quadro internazionale, che hanno generato sostanziali rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per consumi e investimenti.

Nel quarto trimestre l'attività economica è aumentata...

Nell'ultimo trimestre dell'anno l'attività economica in Italia è cresciuta dello 0,3 per cento (dallo 0,2 nei tre mesi precedenti; fig. 13 e tav. 3). Il principale apporto è venuto dagli investimenti. I consumi delle famiglie hanno rallentato, riflettendo in parte la flessione del reddito disponibile nel trimestre; la domanda estera ha fornito un contributo negativo.

Figura 13



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Scala di destra. – (3) Includono, oltre alla componente degli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale.

Tavola 3

PIL e principali componenti (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente e punti percentuali)

VOCI	2025	2025			
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
PIL	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3
Importazioni di beni e servizi	3,6	1,6	0,5	2,0	1,0
Domanda nazionale (2)	1,3	0,0	0,7	0,2	1,0
Consumi nazionali	0,9	0,0	0,3	0,3	0,1
spesa delle famiglie (3)	1,1	0,1	0,3	0,3	0,1
spesa delle Amministrazioni pubbliche	0,6	-0,2	0,3	0,1	0,2
Investimenti fissi lordi	3,5	1,4	1,7	1,0	0,9
costruzioni	3,3	2,8	1,9	0,5	1,7
beni strumentali (4)	3,6	-0,1	1,5	1,6	0,0
Variazione delle scorte (5)	-0,2	-0,3	0,2	-0,3	0,7
Esportazioni di beni e servizi	1,2	2,7	-1,7	2,1	-1,2
Esportazioni nette (6)	-0,7	0,4	-0,7	0,1	-0,7

Fonte: Istat.

(1) Valori concatenati; i dati trimestrali sono destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include la voce "variazione delle scorte e oggetti di valore". – (3) Include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Includono gli investimenti in impianti, macchinari e armamenti (di cui fanno parte anche i mezzi di trasporto), le risorse biologiche coltivate e i prodotti di proprietà intellettuale. – (5) Include gli oggetti di valore; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali. – (6) Differenza tra esportazioni e importazioni; contributi alla crescita del PIL sul periodo precedente; punti percentuali.

Il valore aggiunto è tornato ad ampliarsi nella manifattura, soprattutto nei settori trainati dalle transizioni digitale ed energetica e nel comparto farmaceutico. L'attività è aumentata in misura maggiore nelle costruzioni e in particolare nell'edilizia residenziale, sospinta anche dall'imminente scadenza di alcuni incentivi fiscali per le ristrutturazioni poi prorogati a tutto il 2026 (cfr. il paragrafo 2.2). Nei servizi l'andamento è stato positivo ma eterogeneo: a un'espansione più pronunciata nei comparti del commercio, del trasporto, dell'alloggio e dei servizi di comunicazione e informazione è corrisposta una flessione nei servizi finanziari e assicurativi.

... e nei primi tre mesi di quest'anno la crescita sarebbe proseguita a un ritmo inferiore

Nel primo trimestre di quest'anno il prodotto avrebbe continuato a crescere a un ritmo moderato, sostenuto dalle attività dei servizi, in particolare quelli rivolti alle imprese. I Giochi olimpici invernali avrebbero fornito un contributo positivo, come evidenziato dai dati sulle presenze di stranieri e sui voli internazionali (cfr. il paragrafo 2.4). Dopo il buon risultato del trimestre precedente, l'accumulazione di capitale avrebbe ristagnato: l'ampliamento degli investimenti connessi con le transizioni digitale ed energetica avrebbe compensato l'andamento del settore residenziale. L'apporto della domanda estera alla crescita sarebbe tornato positivo, per effetto dell'incremento delle esportazioni sia di beni sia di servizi.

Il conflitto in Medio Oriente grava sulle prospettive economiche

La guerra in Medio Oriente ha determinato un peggioramento delle prospettive del quadro congiunturale. Dal lato delle imprese, mentre l'impatto sull'attività corrente nel mese di marzo sarebbe stato attenuato da un flusso ancora solido di ordinativi, le indagini della Commissione europea e gli indici PMI segnalano un deterioramento delle attese. Ciò riflette le maggiori tensioni sui costi, soprattutto nei comparti più esposti al rincaro dell'energia, e sull'approvvigionamento degli altri input produttivi. Dal lato delle famiglie l'impatto è stato invece più immediato. A marzo il clima di fiducia ha risentito del peggioramento del contesto geopolitico e dell'aumento dell'incertezza, oltre che degli effetti del rincaro dei carburanti. Nel complesso, questi fattori potrebbero tradursi in un indebolimento della spesa per consumi e in un rinvio delle decisioni di investimento (cfr. i paragrafi 2.2 e 2.3).

In prospettiva, la contrazione dell'offerta di petrolio e gas e un nuovo incremento dei loro prezzi rappresentano le principali fonti di rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita. Rincari persistenti dei beni energetici possono generare effetti indiretti lungo le catene del valore, alimentando pressioni inflazionistiche che potrebbero acuirsi se dovessero prevalere aspettative di un'ulteriore crescita futura dei prezzi (cfr. il paragrafo 2.6). Appaiono al momento improbabili forti aumenti delle retribuzioni (cfr. il paragrafo 2.5).

Secondo le nostre proiezioni macroeconomiche pubblicate in aprile, il PIL dell'Italia si amplierebbe dello 0,5 per cento sia quest'anno sia il prossimo e dello 0,8 per cento nel 2028; la crescita del prodotto è stata rivista al ribasso rispetto alle proiezioni pubblicate nel dicembre scorso, complessivamente per circa mezzo punto percentuale nel triennio, per effetto del rincaro delle materie prime energetiche (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*).

LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ECONOMIA ITALIANA

Lo scorso 3 aprile la Banca d'Italia ha pubblicato le proiezioni per l'economia italiana relative al periodo 2026-28¹. Le stime dipendono in misura rilevante dalle ipotesi sui prezzi delle materie prime, caratterizzate da un'elevata incertezza legata ai possibili sviluppi del conflitto in Medio Oriente. Le proiezioni di base sono affiancate da uno scenario alternativo, di natura indicativa, che esamina

¹ Per maggiori dettagli, cfr. Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 3 aprile 2026.

le possibili ricadute sull'economia italiana di un aggravarsi del conflitto, con conseguenti ulteriori tensioni sui mercati energetici e finanziari e un indebolimento della domanda globale.

Le previsioni ipotizzano prezzi del petrolio e del gas naturale coerenti con le quotazioni dei contratti futures osservate nell'ultima settimana di marzo, che ne prefigurano un significativo aumento nel secondo trimestre del 2026 e una successiva graduale discesa verso livelli prossimi a quelli precedenti lo scoppio della guerra. Si assume inoltre che il commercio internazionale si espanda in misura contenuta quest'anno, in un quadro caratterizzato da accresciuta incertezza, per accelerare nel prossimo biennio. I costi di finanziamento delle imprese salgono lungo l'orizzonte di previsione².

Secondo queste ipotesi, si stima che il PIL dell'Italia aumenti dello 0,5 per cento sia quest'anno sia il prossimo e dello 0,8 per cento nel 2028 (tavola). La domanda interna risentirebbe del rialzo dei prezzi, del deterioramento della fiducia di famiglie e imprese e dell'incremento dei costi di finanziamento; si rafforzerebbe dall'inizio del 2027, con l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche. Nel 2026 le esportazioni sarebbero frenate dalla debolezza del commercio mondiale, ma tornerebbero a crescere nel prossimo biennio, in linea con l'andamento degli scambi internazionali. L'occupazione continuerebbe a espandersi, seppure a ritmi più contenuti rispetto agli anni precedenti. Il tasso di disoccupazione, sceso su livelli storicamente molto bassi alla fine del 2025, aumenterebbe leggermente nel corso del triennio. L'inflazione al consumo salirebbe al 2,6 per cento quest'anno, riflettendo principalmente il forte rialzo dei prezzi del petrolio e del gas naturale, per poi tornare poco sotto il 2,0 per cento nel periodo 2027-28. La trasmissione dei rincari energetici alle retribuzioni e ai prezzi degli altri beni e servizi sarebbe graduale: al netto delle componenti più volatili, l'inflazione si collocherebbe su valori appena più elevati nell'anno in corso, al 2 per cento, per stabilizzarsi all'1,8 per cento nel biennio 2027-28.

Tavola

Crescita del PIL e inflazione: previsioni della Banca d'Italia e delle altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Banca d'Italia (aprile)	0,5	0,5	0,8	2,6	1,8	1,9
FMI (aprile)	0,5	0,5	–	2,6	2,4	–
Confindustria (marzo)	0,5	0,6	–	2,5	2,2	–
OCSE (marzo)	0,4	0,6	–	2,4	1,8	–
Prometeia (marzo)	0,4	0,5	0,5	2,9	1,6	2,0
Ufficio parlamentare di bilancio (febbraio)	0,7	0,7	–	1,7	1,5	–
<i>per memoria</i> : Banca d'Italia (dicembre)	0,6	0,8	0,9	1,4	1,6	1,9

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 3 aprile 2026; FMI, *World Economic Outlook. Global Economy in the Shadow of War*, aprile 2026; Confindustria, *Rapporto di previsione. Guerre, dazi, incertezza: a rischio la crescita*, primavera 2026; OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report. Testing Resilience*, marzo 2026; Prometeia, *Rapporto di previsione*, marzo 2026; UPB, *Nota sulla congiuntura*, febbraio 2026.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia e dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative. Senza questa correzione, nelle nostre previsioni il PIL crescerebbe dello 0,6 nel 2026, dello 0,5 nel 2027 e dello 0,6 nel 2028. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni dell'UPB sono riferite al deflatore dei consumi.

Rispetto alle proiezioni pubblicate in dicembre, la crescita del prodotto è stata rivista al ribasso per circa mezzo punto percentuale nell'intero triennio. La revisione riflette principalmente un andamento

² Le proiezioni sono state elaborate sulla base delle informazioni disponibili fino al 27 marzo per la formulazione delle ipotesi tecniche e al 31 marzo per i dati congiunturali.

meno favorevole dei consumi e dei redditi reali in seguito al rincaro dei beni energetici, che si traduce anche nella netta correzione al rialzo delle stime di inflazione (oltre un punto percentuale nell'anno in corso e 0,2 punti nel prossimo).

Le proiezioni di crescita presentate in questo riquadro sono complessivamente in linea con le più recenti valutazioni dei principali previsori istituzionali e privati; le stime di inflazione risultano invece inferiori a quelle formulate dall'FMI e da Confindustria per il 2027.

L'incertezza che circonda le stime qui riportate è eccezionalmente elevata. Il protrarsi delle ostilità in Medio Oriente e ulteriori gravi danni alle infrastrutture energetiche potrebbero comportare nuovi forti aumenti dei prezzi delle materie prime, indebolendo gli scambi internazionali e la fiducia di famiglie, imprese e investitori. In uno scenario di questo tipo l'inflazione in Italia potrebbe salire al 4,5 per cento nel 2026 e al 3,3 nel 2027, mentre l'attività economica ristagnerebbe quest'anno e si ridurrebbe nel 2027 (cfr. il riquadro: *Uno scenario avverso sulle conseguenze del conflitto in Medio Oriente*, in Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 3 aprile 2026).

2.2 LE IMPRESE

Nello scorcio del 2025 il valore aggiunto è cresciuto nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni. Il primo trimestre di quest'anno si è concluso con una profonda incertezza sugli effetti della guerra in Medio Oriente, soprattutto per la manifattura, a causa dell'aumento dei costi energetici e delle difficoltà di approvvigionamento di alcune materie prime. L'attività nei servizi, rimasta pressoché stabile nel quarto trimestre dello scorso anno, avrebbe beneficiato dell'impatto positivo dei Giochi olimpici invernali. Gli investimenti avrebbero rallentato risentendo della maggiore incertezza sulle prospettive macroeconomiche.

In autunno la produzione industriale è cresciuta...

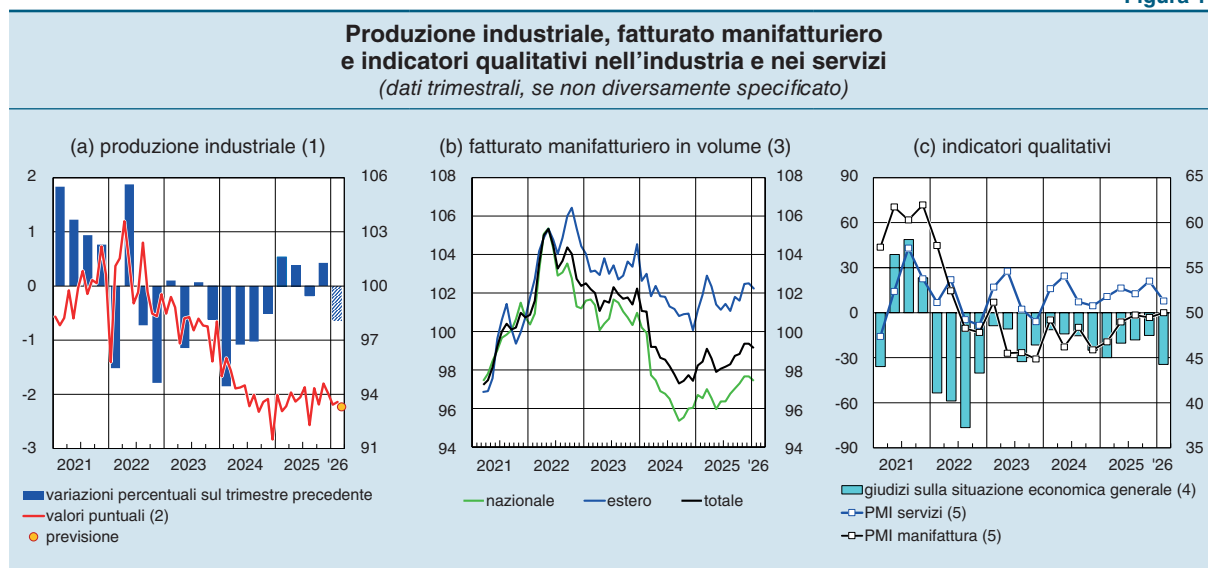
Nel quarto trimestre del 2025 l'attività della manifattura è aumentata (fig. 14.a). Vi ha contribuito soprattutto la crescita della produzione di beni strumentali, sostenuta dagli investimenti in mezzi di trasporto e dall'incremento della produzione di energia, mentre è scesa quella dei beni di consumo, in particolare di quelli durevoli. Il fatturato è salito, con un rialzo delle vendite leggermente superiore sul mercato nazionale rispetto ai mercati esteri (fig. 14.b). La produzione ha continuato ad ampliarsi nella metallurgia e nei comparti maggiormente coinvolti nelle transizioni digitale ed energetica, mentre è diminuita nell'industria chimica e in quella degli autoveicoli, esposte alla forte concorrenza e alla crescente penetrazione delle importazioni dalla Cina. La domanda ancora debole di beni continua a gravare sull'industria tessile e dell'abbigliamento.

... e flettere nel primo trimestre del 2026

In febbraio la produzione industriale è leggermente salita rispetto a gennaio (0,1 per cento). Nel complesso del primo bimestre si è però osservata una diminuzione dell'attività rispetto allo scorcio del 2025, in gran parte riconducibile ai settori che avevano mostrato una crescita più pronunciata lo scorso anno, in particolare il comparto farmaceutico. Il rincaro dei beni energetici e di altri input produttivi e il peggioramento delle prospettive di domanda dalla fine di febbraio avranno presumibilmente ricadute sulla produzione – soprattutto nei settori a elevata intensità energetica – e sui piani di investimento delle imprese.

Nella media dei primi tre mesi dell'anno l'indice PMI per il settore della manifattura è salito rispetto all'ultimo trimestre del 2025, indicando un'espansione della produzione corrente e dei nuovi ordinativi, per lo più interni (fig. 14.c). Gli indicatori di fiducia rilevati dalle inchieste dell'Istat

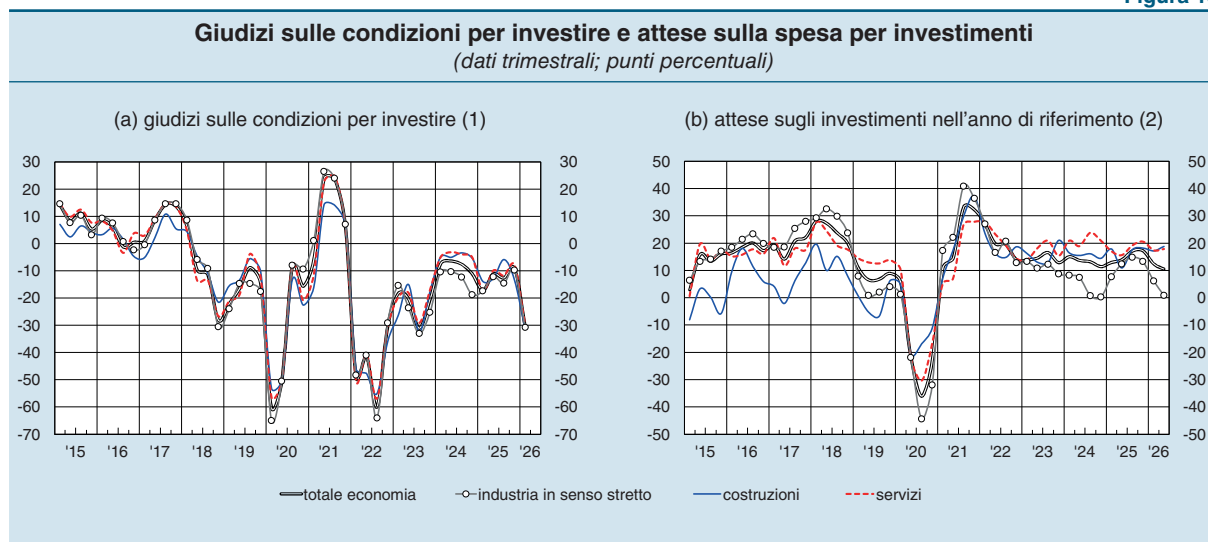
Figura 14



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Standard & Poor's Global Ratings e Terna.
 (1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per marzo 2026, l'ultima barra indica quella per il 1° trimestre 2026. – (2) Dati mensili. Indice: 2021=100. Scala di destra. – (3) Dati mensili. Indice: 2021=100. Media mobile di 3 mesi terminante nel mese di riferimento. – (4) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2026). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

sono risultati sostanzialmente stabili nella media del periodo, sostenuti da attese ottimistiche sugli ordinativi, nonostante in marzo siano peggiorate quelle sulla produzione. Dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia a marzo emerge invece un netto deterioramento delle condizioni operative delle aziende nel breve termine – riconducibile principalmente allo scoppio del conflitto in Medio Oriente – e un peggioramento delle valutazioni sull'andamento delle vendite, in primo luogo a causa dei giudizi meno favorevoli sulla domanda estera (fig. 15; cfr. il riquadro: *Le ripercussioni del conflitto in Medio Oriente sulle aspettative delle imprese italiane*).

Figura 15



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2026.
 (1) Saldi tra giudizi di miglioramento e di peggioramento rispetto al trimestre precedente. – (2) Saldi tra attese di aumento e di diminuzione rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

LE RIPERCUSSIONI DEL CONFLITTO IN MEDIO ORIENTE SULLE ASPETTATIVE DELLE IMPRESE ITALIANE

L'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta tra il 20 febbraio e il 18 marzo 2026 (a cavallo dello scoppio del conflitto in Medio Oriente), ha consentito di quantificare tempestivamente le ripercussioni della guerra sulle aspettative delle imprese e sui piani di investimento per l'anno in corso. Dopo il 28 febbraio si è osservato un marcato peggioramento delle attese sulle proprie condizioni economiche e sulla domanda estera, insieme a un rialzo delle aspettative sui costi di produzione. Al momento, le intenzioni di investimento per il 2026 restano tuttavia sostanzialmente stabili.

Le attese delle aziende sulle proprie condizioni economiche sono peggiorate in modo significativo dopo l'inizio delle ostilità: il 34 per cento delle imprese intervistate dopo il 28 febbraio ha segnalato prospettive negative per i successivi tre mesi e solo il 6 per cento ha previsto un miglioramento; prima del conflitto, le percentuali erano rispettivamente 14 e 11 per cento (figura, pannello a). Secondo le aziende, l'elevata incertezza macroeconomica e geopolitica assumerà un ruolo rilevante tra i fattori che influenzeranno la propria attività nel secondo trimestre dell'anno. È risultato particolarmente marcato il deterioramento delle attese sull'evoluzione della domanda estera nei successivi tre mesi: dopo il 28 febbraio la quota di giudizi di peggioramento è raddoppiata, a fronte di una contrazione sia dei giudizi di stabilità sia, in particolare, di quelli di miglioramento.

Anche le valutazioni sulle condizioni per investire si sono deteriorate, senza incidere tuttavia sui piani di investimento per il 2026, che restano per il momento orientati all'espansione per più di un terzo delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi.

L'andamento del prezzo del petrolio e più in generale dei costi di produzione rappresenta uno dei principali fattori di preoccupazione. Le imprese intervistate dopo il 28 febbraio si attendono infatti un rincaro degli input produttivi pari in media al 3,4 per cento nei successivi dodici mesi, circa un punto percentuale in più rispetto a quanto rilevato tra quelle intervistate prima dello scoppio della guerra (figura, pannello b). Tuttavia, le attese a dodici mesi sulla variazione dei propri prezzi di vendita sono rimaste pressoché invariate e prossime al 2,0 per cento, indicando una possibile compressione dei margini, almeno nel breve periodo.

L'invasione russa dell'Ucraina, iniziata a febbraio del 2022, e i suoi effetti sui prezzi energetici forniscono un naturale termine di confronto per valutare l'impatto della guerra mediorientale sulle aspettative delle imprese, pur nelle diversità del contesto macroeconomico antecedente ai due conflitti¹. Secondo nostre analisi, nel 2022 la revisione al rialzo delle attese a dodici mesi sui prezzi di vendita è stata significativamente più decisa: 0,7 punti percentuali, contro 0,2 nella presente rilevazione. La differenza è plausibilmente riconducibile all'attuale debolezza dei consumi, che potrebbe indurre maggiore cautela nell'adeguamento al rialzo dei prezzi di vendita.

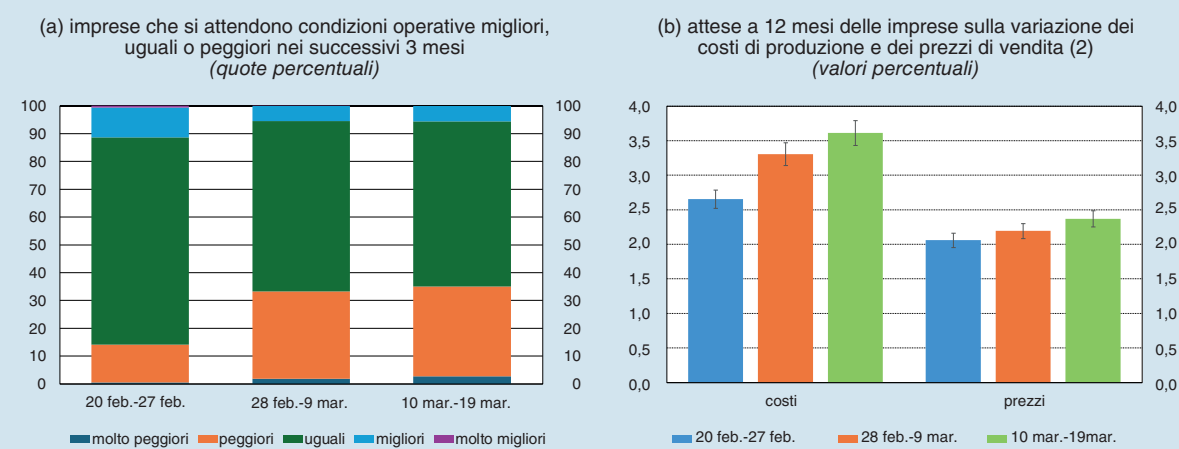
Nel primo trimestre del 2022, dopo un periodo di espansione sostenuto da una robusta domanda, il conflitto in Ucraina aveva comportato un ridimensionamento dei piani di investimento significativamente più forte rispetto a quanto suggerito dai risultati dell'ultima rilevazione. Attualmente, più di un terzo delle aziende continua a prevedere un aumento dell'accumulazione di capitale. Secondo le indagini della Commissione europea sulla fiducia

¹ Nella rilevazione svoltasi nel primo trimestre del 2022 circa un quinto delle interviste era stato condotto prima dell'invasione russa dell'Ucraina.

delle imprese e della Banca europea degli investimenti², la gran parte della spesa per investimenti è trainata dall'esigenza di rinnovare il capitale produttivo, razionalizzare i processi attraverso la digitalizzazione e l'automazione, ridurre i costi e adeguarsi alla più recente regolamentazione, ad esempio in materia di salvaguardia ambientale. Tali investimenti, a differenza di quelli finalizzati all'ampliamento della capacità produttiva, non sono strettamente legati all'andamento della domanda. In prospettiva, un clima di persistente ed elevata incertezza e un forte rialzo dei costi di produzione potrebbero indurre le imprese a maggiore cautela anche rispetto a questo tipo di investimenti.

Figura

Attese delle imprese italiane sulle proprie condizioni economiche, sui costi di produzione e sui prezzi di vendita prima e dopo l'inizio del conflitto in Medio Oriente (28 febbraio 2026) (1)



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2026.
 (1) Statistiche ponderate. – (2) Variazione attesa nei successivi 12 mesi dei prezzi dei beni e servizi acquistati e di quelli praticati. Le linee nere sopra gli istogrammi rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento.

² BEI, *Indagine della BEI sugli investimenti 2025: Italia. Rapporto paese*, 2026.

L'attività nei servizi avrebbe ripreso ad aumentare nei mesi invernali

Nel quarto trimestre il valore aggiunto del terziario è rimasto pressoché invariato, ma con andamenti eterogenei tra i comparti. Si è ridotto nelle attività finanziarie e assicurative e in quelle professionali, di ricerca e di consulenza, che erano cresciute in misura robusta nei primi nove mesi dell'anno. Al contrario, hanno continuato ad ampliarsi i servizi di informazione e comunicazione, sostenuti dal processo di trasformazione tecnologica. Il commercio, i trasporti e i servizi di alloggio hanno proseguito la crescita osservata nel corso dell'anno, favoriti dal buon andamento dei flussi turistici; questa tendenza si è confermata nei primi mesi del 2026 in occasione dei Giochi olimpici invernali.

Nella media dei mesi invernali, gli indicatori PMI si sono mantenuti al di sopra della soglia di espansione, segnalando una dinamica positiva del settore terziario. Anche le indagini qualitative dell'Istat riportano un giudizio favorevole sull'evoluzione della domanda, diffuso a tutto il settore, con maggiore ottimismo nei servizi rivolti alle imprese e nel turismo. Ad eccezione di quest'ultimo comparto, nella rilevazione di marzo si è osservato un complessivo peggioramento delle aspettative sull'attività. Anche le aziende dei servizi intervistate nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e*

crescita dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente hanno evidenziato un netto deterioramento delle proprie condizioni operative nel breve termine (fig. 15).

Nelle costruzioni, dopo l'incremento della fine dell'anno, l'attività avrebbe rallentato Alla fine del 2025 l'attività nelle costruzioni è aumentata in modo significativo: il valore aggiunto è cresciuto dell'1,4 per cento rispetto al trimestre precedente (5,2 per cento su base annua), riflettendo il forte incremento degli investimenti in abitazioni. Secondo nostre valutazioni, confermate dai risultati delle inchieste dell'Istat sulla fiducia delle imprese del settore, nei primi tre mesi del 2026 l'attività si sarebbe sostanzialmente stabilizzata.

Gli investimenti risentono del rallentamento del comparto residenziale Nel quarto trimestre dello scorso anno gli investimenti totali sono aumentati dello 0,9 per cento, fornendo il principale contributo alla crescita del PIL. L'espansione è stata particolarmente forte nelle costruzioni residenziali, probabilmente per l'anticipazione degli interventi di ristrutturazione che beneficiavano di incentivi governativi la cui scadenza, dapprima prevista per la fine dell'anno, è stata successivamente prorogata¹. È proseguito anche l'incremento degli investimenti in beni immateriali, sostenuti dalla transizione digitale. Tali investimenti sono cresciuti del 23 per cento dal 2019, ma restano inferiori alla media dell'area dell'euro se rapportati al PIL (3,0 per cento, contro 4,2 nell'area al netto dell'Irlanda).

Gli investimenti in macchinari e attrezzature sono leggermente diminuiti dopo due trimestri di decisa espansione, mentre quelli in mezzi di trasporto sono saliti a un ritmo nettamente più contenuto rispetto ai quattro trimestri precedenti, quando la crescita era stata in parte trainata dagli incentivi fiscali per il rinnovo del parco circolante.

Nei primi tre mesi del 2026 l'accumulazione di capitale avrebbe ristagnato, nonostante il contributo ancora positivo dei fattori strutturali legati alle transizioni digitale ed energetica. Secondo i dati dell'Associazione italiana leasing (Assilea), nel primo trimestre è aumentato il numero dei contratti per l'acquisto di beni strumentali rispetto allo stesso periodo del 2025, in parte grazie agli incentivi della "nuova Sabatini" destinati agli investimenti delle piccole e medie imprese. Sulla dinamica complessiva avrebbe invece pesato il deciso rallentamento del comparto residenziale. Le indagini della Banca d'Italia presso le imprese segnalano un deterioramento, comune a tutti i settori, delle condizioni per investire dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente. Tale peggioramento non avrebbe ancora inciso sui piani di investimento dell'anno, che restano orientati all'espansione per il complesso delle imprese dei servizi e, in misura minore, dell'industria in senso stretto.

2.3 LE FAMIGLIE

Nel quarto trimestre dello scorso anno i consumi delle famiglie hanno rallentato rispetto ai tre mesi precedenti. La propensione al risparmio è scesa e, anche per effetto delle revisioni statistiche, è tornata sui livelli anteriori alla pandemia. All'inizio dell'anno i consumi avrebbero continuato a espandersi a un ritmo ancora modesto, risentendo della cautela delle famiglie a fronte dei rischi emergenti dal quadro macroeconomico. Il mercato rialzo dei prezzi energetici e l'accresciuta incertezza dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente hanno pesato sulla fiducia delle famiglie e sulle loro decisioni di spesa.

¹ A seguito delle revisioni apportate ai dati per il 2024, l'espansione degli investimenti in costruzioni nel 2025 risulta più robusta rispetto alle stime precedenti, in particolare nel comparto residenziale, verosimilmente sostenuto dal PNRR. Gli investimenti in macchinari e attrezzature al netto dei mezzi di trasporto, ossia quelli maggiormente connessi con la capacità produttiva delle imprese, mostrano invece una dinamica più contenuta.

In autunno i consumi delle famiglie sono appena cresciuti...

Nel quarto trimestre del 2025 i consumi delle famiglie sono aumentati in misura contenuta. Al rallentamento della spesa in beni, soprattutto

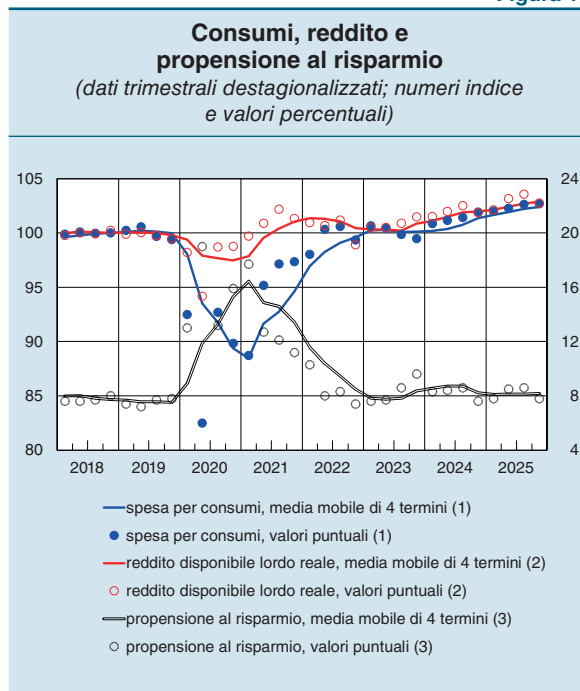
durevoli, si è contrapposta una lieve ripresa di quella in servizi, in particolare legati all'informazione e alla comunicazione. La minore crescita dei consumi complessivi si è accompagnata a una flessione del reddito disponibile, determinando un calo della propensione al risparmio al 7,8 per cento (dall'8,6 per cento nei mesi estivi dello scorso anno; fig. 16). Le revisioni operate dall'Istat sui dati di consumi e redditi in occasione della diffusione dei conti annuali indicano nei primi nove mesi del 2025 un tasso di risparmio inferiore di circa due punti percentuali rispetto a quanto stimato in precedenza. In particolare, la revisione al ribasso dei redditi per il 2024 e per il 2025 (soprattutto per la componente derivante da lavoro non dipendente), insieme a livelli più elevati dei consumi, comporta che la propensione al risparmio delle famiglie si collochi a fine 2025 su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia, con un andamento sostanzialmente stabile negli ultimi due anni.

... e avrebbero continuato a espandersi in misura contenuta nel primo trimestre

Secondo nostre stime, nei primi tre mesi del 2026 i consumi sarebbero saliti a un ritmo ancora contenuto: dopo i segnali favorevoli in gennaio e febbraio provenienti dalle vendite al dettaglio e dall'indicatore di Confcommercio, le decisioni di spesa avrebbero risentito in marzo delle ripercussioni del conflitto in Medio Oriente. La fiducia dei consumatori rilevata dall'Istat è peggiorata in misura marcata in marzo (fig. 17), soprattutto nelle componenti relative alle attese sulla situazione finanziaria personale e sul quadro economico generale, che nel primo bimestre avevano avuto un buon andamento. Nonostante i dati positivi sulle immatricolazioni di autovetture durante tutto il trimestre, l'indicatore sull'interesse delle famiglie all'acquisto di beni durevoli si è contratto in marzo, portandosi sui livelli più bassi dalla metà dello scorso anno.

voli in gennaio e febbraio provenienti dalle vendite al dettaglio e dall'indicatore di Confcommercio, le decisioni di spesa avrebbero risentito in marzo delle ripercussioni del conflitto in Medio Oriente. La fiducia dei consumatori rilevata dall'Istat è peggiorata in misura marcata in marzo (fig. 17), soprattutto nelle componenti relative alle attese sulla situazione finanziaria personale e sul quadro economico generale, che nel primo bimestre avevano avuto un buon andamento. Nonostante i dati positivi sulle immatricolazioni di autovetture durante tutto il trimestre, l'indicatore sull'interesse delle famiglie all'acquisto di beni durevoli si è contratto in marzo, portandosi sui livelli più bassi dalla metà dello scorso anno.

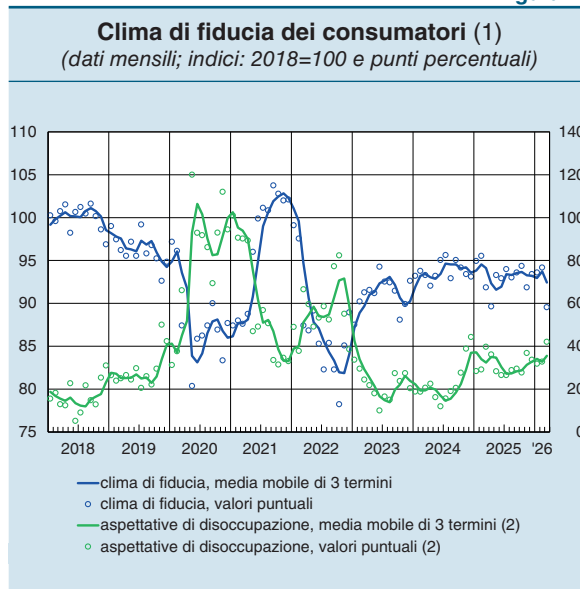
Figura 16



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Valori concatenati; indice: 2018=100. – (2) Al netto della dinamica del deflatore della spesa per consumi finali delle famiglie residenti; indice: 2018=100. – (3) Rapporto tra il risparmio e il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici. Scala di destra.

Figura 17



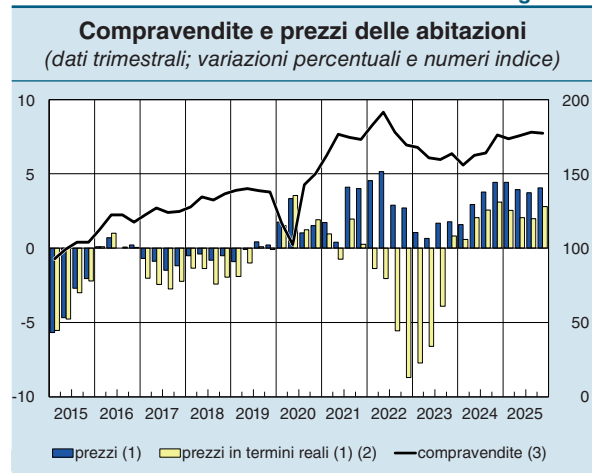
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati destagionalizzati. In assenza del dato di aprile 2020, non rilevato a causa dell'emergenza pandemica, la media mobile dei 3 mesi terminanti rispettivamente in aprile, maggio e giugno 2020 è costruita sulla base delle sole 2 osservazioni disponibili. – (2) Saldo tra le risposte "in aumento" e "in diminuzione". Un incremento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

Alla fine del 2025 il mercato immobiliare era sostenuto dalla domanda

Nel quarto trimestre del 2025 i prezzi delle abitazioni hanno accelerato (4,1 per cento sui dodici mesi), guidati dalla dinamica delle quotazioni degli immobili esistenti. Il volume delle compravendite si è leggermente ridotto, confermandosi tuttavia su livelli elevati (fig. 18). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia* condotto dalla Banca d'Italia nello scorso febbraio, la crescita dei canoni di locazione è proseguita, pur attenuandosi nelle aree urbane; gli incarichi a vendere hanno continuato a diminuire, nonostante le condizioni di finanziamento favorevoli. In base a nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, la domanda di abitazioni si è mantenuta vivace nel primo trimestre.

Figura 18

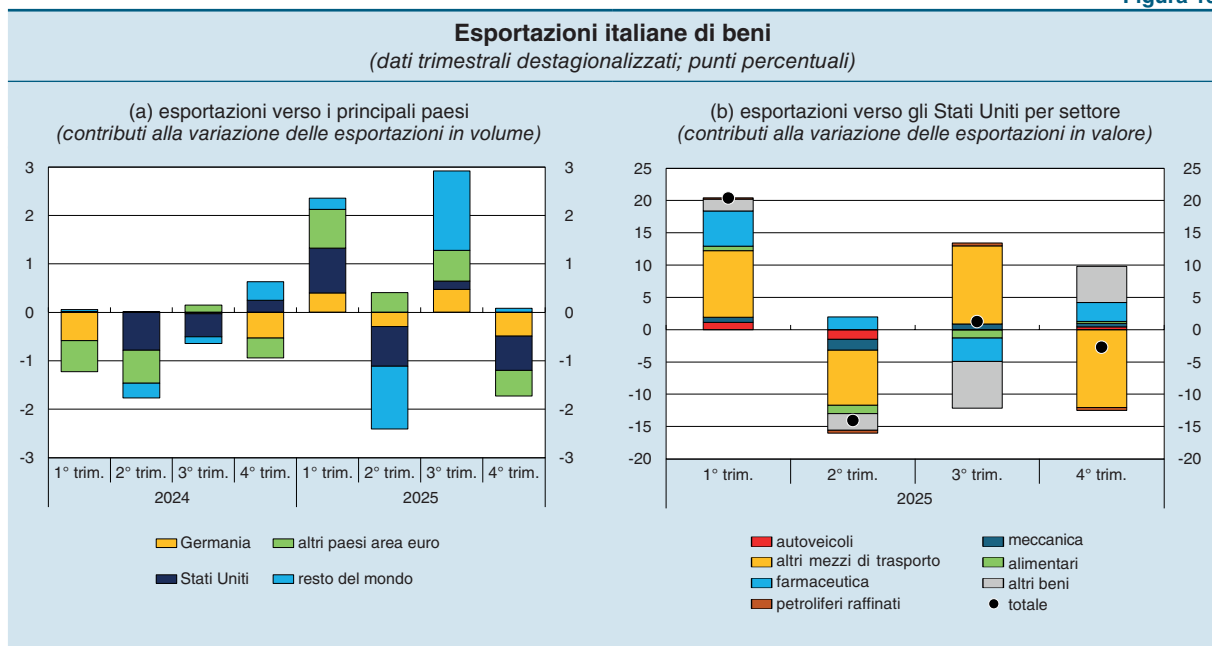


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate.
 (1) Variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (3) Valori corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario. Indice: 2015=100. Scala di destra.

2.4 GLI SCAMBI CON L'ESTERO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel quarto trimestre del 2025 le esportazioni di beni in volume sono diminuite. L'avanzo di conto corrente si è ridotto per la flessione del surplus mercantile. Nel bimestre gennaio-febbraio le esportazioni di beni sarebbero cresciute e quelle dei servizi avrebbero beneficiato dell'impulso dei Giochi olimpici invernali. Il mercato rialzo dei prezzi dell'energia seguito al conflitto mediorientale si rifletterà in un deterioramento della bilancia energetica dell'Italia. La posizione creditoria sull'estero si è ampliata.

Figura 19



Fonte: elaborazioni su dati di bilancia dei pagamenti e dati Istat di contabilità nazionale.

Le esportazioni sono diminuite nel quarto trimestre...

Dopo la significativa crescita nei mesi estivi, nel quarto trimestre del 2025 le esportazioni sono diminuite in volume (tav. 4). Le vendite di beni, in calo dell'1,6 per cento, si sono contratte maggiormente nei mercati interni all'area dell'euro, particolarmente in Francia e Germania (cfr. fig. 19.a); in quelli esterni ha inciso la flessione verso gli Stati Uniti, che ha risentito degli effetti della vendita di navi nel trimestre precedente (fig. 19.b). A livello settoriale, la riduzione è stata determinata soprattutto dalla farmaceutica, dai mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli e dai petroliferi raffinati. Le esportazioni di servizi hanno invece ripreso a salire, nonostante una sostanziale stabilità delle entrate derivanti dal turismo internazionale. Le importazioni in volume hanno rallentato, soprattutto per effetto della forte decelerazione dei servizi; la dinamica dei beni si è solo leggermente attenuata.

... ma sarebbero cresciute in gennaio e febbraio

In base a elaborazioni sui dati di commercio estero, in gennaio e febbraio le esportazioni di beni in volume, al netto della stagionalità, sarebbero moderatamente aumentate rispetto alla media del trimestre precedente. Le esportazioni di servizi sarebbero cresciute in modo più accentuato, sostenute dalle maggiori entrate generate dai Giochi olimpici invernali, sia per il turismo internazionale sia per la vendita all'estero dei diritti audiovisivi.

Nella media dei primi tre mesi del 2026 l'indicatore sugli ordini dell'indagine Istat presso le imprese manifatturiere e il corrispondente indice PMI si collocano su valori inferiori alle rispettive soglie di espansione, suggerendo una domanda estera ancora debole nei mesi successivi (fig. 20). Il conflitto in Medio Oriente accresce l'incertezza sul quadro macroeconomico internazionale e potrebbe indurre un rallentamento più marcato della domanda estera; in Italia, il rialzo dei prezzi del petrolio

Tavola 4

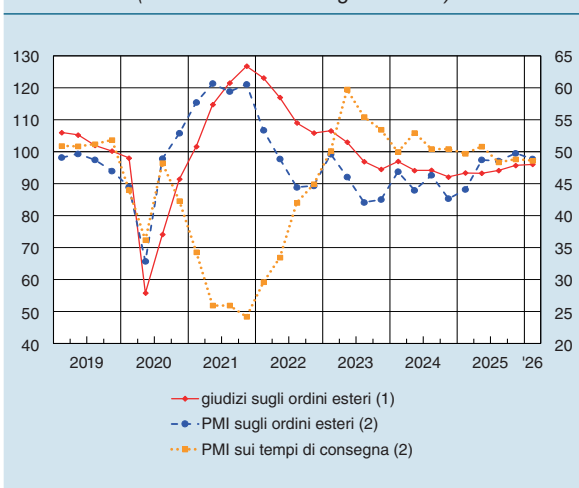
Esportazioni e importazioni in volume (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)					
VOCI	2025		2025		
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Esportazioni	1,2	2,7	-1,7	2,1	-1,2
Beni	0,7	2,4	-2,0	2,9	-1,6
in paesi dell'area dell'euro	1,6	2,9	0,3	2,6	-2,4
in paesi esterni all'area (2)	..	2,0	-3,6	3,2	-1,1
Servizi	3,6	4,0	-0,5	-1,0	0,8
Importazioni	3,6	1,6	0,5	2,0	1,0
Beni	3,2	2,4	..	1,6	1,4
da paesi dell'area dell'euro	6,2	4,8	0,4	3,7	1,0
da paesi esterni all'area (2)	..	-0,1	-0,5	-0,8	1,8
Servizi	5,2	-0,9	2,4	3,6	..

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero.

(1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi non specificati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Figura 20

Valutazioni sugli ordini esteri e sui tempi di consegna da parte delle imprese manifatturiere (dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: Istat e Standard & Poor's Global Ratings.

(1) Media trimestrale basata sull'inchiesta congiunturale mensile dell'Istat presso le imprese; saldo percentuale delle risposte "in aumento" e "in diminuzione", al quale viene sottratta la media dall'inizio della serie storica (gennaio 2000) e sommato il valore 100. Quest'ultimo rappresenta pertanto un saldo tra le risposte "in aumento" e quelle "in diminuzione" in linea con la media storica. Il 2° trimestre 2020 è la media di 2 mesi: il dato di aprile non è stato rilevato a causa dell'emergenza pandemica. – (2) Indice di diffusione relativo al fenomeno considerato, ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in miglioramento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Valori sopra (sotto) 50 indicano un miglioramento (peggioramento). Media trimestrale. Scala di destra.

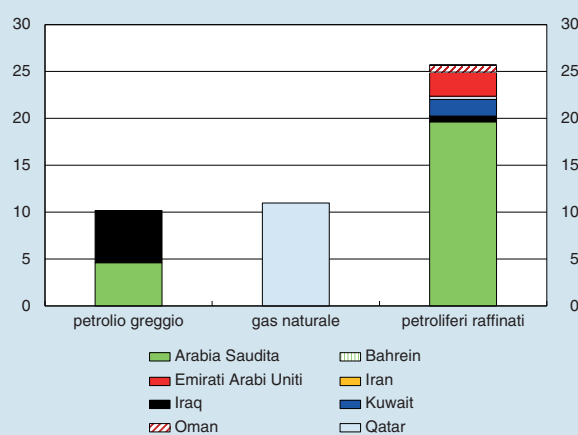
e del gas naturale avrà effetti negativi sul saldo della bilancia energetica e sulla competitività delle imprese esportatrici (cfr. il riquadro: *Il ruolo del Medio Oriente negli approvvigionamenti energetici e negli scambi commerciali dell'Italia*).

IL RUOLO DEL MEDIO ORIENTE NEGLI APPROVVIGIONAMENTI ENERGETICI E NEGLI SCAMBI COMMERCIALI DELL'ITALIA

La guerra in Medio Oriente ha riportato in primo piano i rischi connessi con l'approvvigionamento energetico dai paesi del Golfo Persico. Per l'Italia tali rischi si trasmettono soprattutto attraverso i rincari di petrolio e gas naturale, che potrebbero ampliare significativamente il disavanzo energetico e ridurre la competitività dei settori ad alto consumo di energia.

Nel 2025, i paesi che si affacciano sul Golfo hanno fornito all'Italia circa il 10 per cento del petrolio greggio (in particolare Arabia Saudita e Iraq), l'11 per cento del gas naturale (Qatar) e un quarto dei prodotti petroliferi raffinati (prevalentemente Arabia Saudita; figura). La dipendenza italiana dal greggio proveniente da questa regione è simile a quella degli altri maggiori paesi dell'area dell'euro; è invece più elevata per i prodotti petroliferi raffinati e per il gas naturale.

Figura
Quota dei paesi del Golfo Persico sulle importazioni italiane di beni energetici nel 2025
(quote percentuali su dati in valore)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

La chiusura dello Stretto di Hormuz ha determinato un repentino e marcato aumento dei prezzi dei beni energetici, data la natura integrata di questo mercato e la competizione internazionale per l'approvvigionamento di risorse limitate. Il permanere delle quotazioni delle materie prime energetiche su livelli elevati avrebbe effetti considerevoli sul saldo di conto corrente dell'Italia. A parità di consumi, se nel 2026 il petrolio e il gas naturale avessero prezzi coerenti con le quotazioni implicite nei contratti futures osservati alla fine di marzo, il disavanzo energetico nazionale si amplierebbe di poco più di mezzo punto di PIL. Ipotizzando invece uno scenario alternativo più severo (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*), il disavanzo si amplierebbe di quasi 2 punti e mezzo di PIL, al 4,3 per cento¹. Nel 2022, per effetto dei rincari conseguenti all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, il disavanzo energetico aveva raggiunto un picco del 5,1 per cento.

Il rialzo dei prezzi dell'energia si ripercuoterebbe anche sulla competitività internazionale dei settori ad alto consumo di energia (prodotti chimici, metallurgia, prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi e prodotti della carta), ai quali è riconducibile circa il 16 per cento delle esportazioni italiane di beni, una quota simile a quella della Germania².

¹ Nello scenario di base, coerente con le quotazioni derivate dai contratti futures, i prezzi del petrolio e del gas naturale si collocano nella media del 2026 a 90 dollari al barile e a 51 euro per megawattora, rispettivamente. I prezzi ipotizzati nello scenario alternativo più sfavorevole sono pari a 133 dollari al barile e a 96 euro per megawattora.

² Per ulteriori dettagli, cfr. S. Giglioli e C. Giordano, *Exploring the recent resilience of Italy's goods exports: competitiveness, energy intensity and supply bottlenecks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 785, 2023.

Il conflitto potrebbe inoltre influire sugli scambi di beni non energetici e di servizi con i paesi del Medio Oriente³. Negli ultimi anni l'importanza di tale area come mercato di destinazione per l'Italia è aumentata: nel 2025 assorbiva circa il 4 per cento delle esportazioni italiane di beni. Oltre un quarto del totale era costituito da macchinari e da prodotti in metallo, cui si aggiungeva un'ampia gamma di altri prodotti (alimentari, articoli della moda, prodotti farmaceutici e gioielleria)⁴. Le importazioni italiane di beni non energetici dal Medio Oriente rappresentavano invece meno dell'1 per cento del totale e comprendevano soprattutto metalli (alluminio) e prodotti chimici di base (polimeri e materie plastiche). Nei servizi l'Italia presentava un disavanzo nei confronti dei paesi del Golfo, dovuto principalmente ai trasporti; al netto di questi ultimi, il saldo era positivo per quasi un miliardo di euro, grazie soprattutto al turismo (circa il 3 per cento delle entrate turistiche italiane).

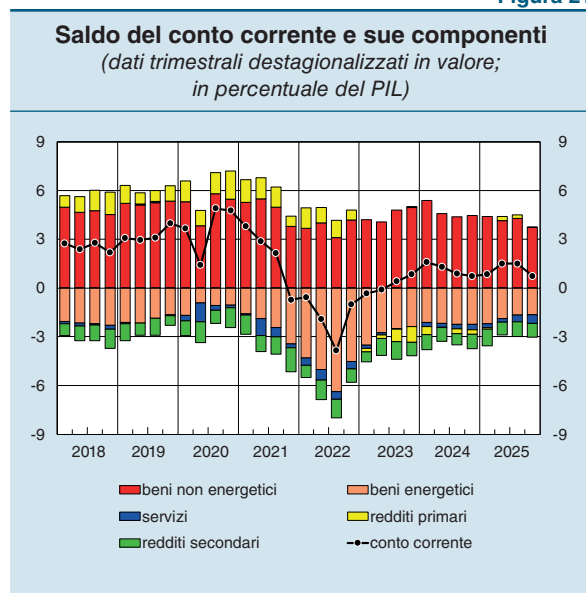
³ Ulteriori ricadute sulle esportazioni verso altri paesi potrebbero derivare dal rallentamento degli scambi globali legato all'incertezza sull'evoluzione del conflitto e sulle sue conseguenze.

⁴ L'incidenza del Medio Oriente è inoltre elevata nel settore della difesa: secondo i dati dello Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), nell'ultimo quinquennio oltre la metà delle esportazioni italiane di armamenti è stata destinata a tale area.

Il surplus di conto corrente si è ridotto

Nell'ultimo trimestre dello scorso anno il saldo di conto corrente, al netto dei fattori stagionali, è risultato in avanzo per 4,2 miliardi di euro (lo 0,7 per cento del PIL trimestrale), un valore dimezzato rispetto ai tre mesi precedenti principalmente per la riduzione del surplus mercantile (fig. 21 e tav. 5). Secondo dati preliminari, nel complesso del 2025 l'avanzo di conto corrente si sarebbe collocato all'1,1 per cento del prodotto, in linea con l'anno precedente. Nel 2026, considerando gli effetti dell'atteso rincaro dell'energia, l'avanzo di conto corrente si ridurrebbe di mezzo punto percentuale².

Figura 21



Fonte: per il PIL, Istat; per la disaggregazione fra beni energetici e non energetici, elaborazioni su dati Istat di commercio estero.

Tavola 5

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2025	2025			
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Conto corrente	25,0	-3,1	9,6	13,7	4,8
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	25,7	4,7	8,4	8,5	4,2
per memoria: in % del PIL (1)	1,1	0,8	1,5	1,5	0,7
Conto capitale	3,9	0,1	0,4	-1,2	4,6
Conto finanziario	27,9	-12,0	8,4	12,4	19,1
Investimenti diretti	18,5	-6,2	7,9	6,7	10,2
Investimenti di portafoglio	-33,3	-1,2	-42,7	25,5	-14,9
Derivati	-3,0	0,1	0,1	-3,1	..
Altri investimenti (2)	43,9	-4,2	41,0	-17,1	24,2
Variazione riserve ufficiali	1,7	-0,5	2,2	0,4	-0,3
Errori e omissioni	-1,1	-9,1	-1,6	..	9,6

(1) Il dato annuale per il 2025 è riferito al saldo di conto corrente non corretto per la stagionalità. – (2) Include la variazione del saldo TARGET.

² Per maggiori dettagli, cfr. Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 3 aprile 2026.

È aumentata la domanda dall'estero di titoli pubblici italiani

Nel quarto trimestre del 2025 il conto finanziario ha registrato un aumento delle attività nette sull'estero per 19,1 miliardi (tav. 5). Vi hanno contribuito la diminuzione delle passività nette per "altri investimenti", connessa con la contrazione del saldo debitorio TARGET, e l'incremento delle attività nette per investimenti diretti esteri, derivante soprattutto dalla contrazione dei prestiti infragruppo dall'estero. Il saldo degli investimenti di portafoglio è invece tornato negativo, principalmente per effetto dell'accelerazione degli acquisti dall'estero di titoli di debito pubblico (24,8 miliardi, da 2,1 nel trimestre precedente), a fronte di significative emissioni nette e in un contesto di miglioramento del merito di credito sovrano assegnato dalle agenzie di rating (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2026). Vi ha contribuito, in misura minore, anche il rallentamento degli investimenti dei residenti in attività estere di portafoglio, quasi dimezzati rispetto ai mesi estivi.

Il saldo debitorio su TARGET continua a diminuire

Nel quarto trimestre dello scorso anno la posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema TARGET è ulteriormente scesa (di 24,3 miliardi di euro), proseguendo la tendenza al miglioramento in atto dalla metà del 2023. Gli afflussi di capitale connessi con gli investimenti esteri in titoli italiani, l'avanzo di conto corrente e conto capitale e l'incasso dell'ottava rata del PNRR nel mese di dicembre, pari a 12,8 miliardi, hanno più che compensato i deflussi legati agli investimenti dei residenti in titoli esteri. Alla fine di dicembre il saldo debitorio si è portato a 358 miliardi, il valore di fine anno più basso dal 2016. Nei primi tre mesi del 2026 il saldo si è mantenuto su livelli simili, collocandosi a 357 miliardi alla fine di marzo.

La posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata

Alla fine dello scorso anno la posizione netta sull'estero dell'Italia era creditoria per 348,5 miliardi di euro, pari al 15,4 per cento del PIL (dal 13,2 al termine del trimestre precedente). L'aumento rispetto alla fine di settembre (52,3 miliardi) riflette sia l'avanzo di conto corrente e conto capitale sia soprattutto gli aggiustamenti di prezzo, legati anche alla rivalutazione delle riserve ufficiali in oro.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

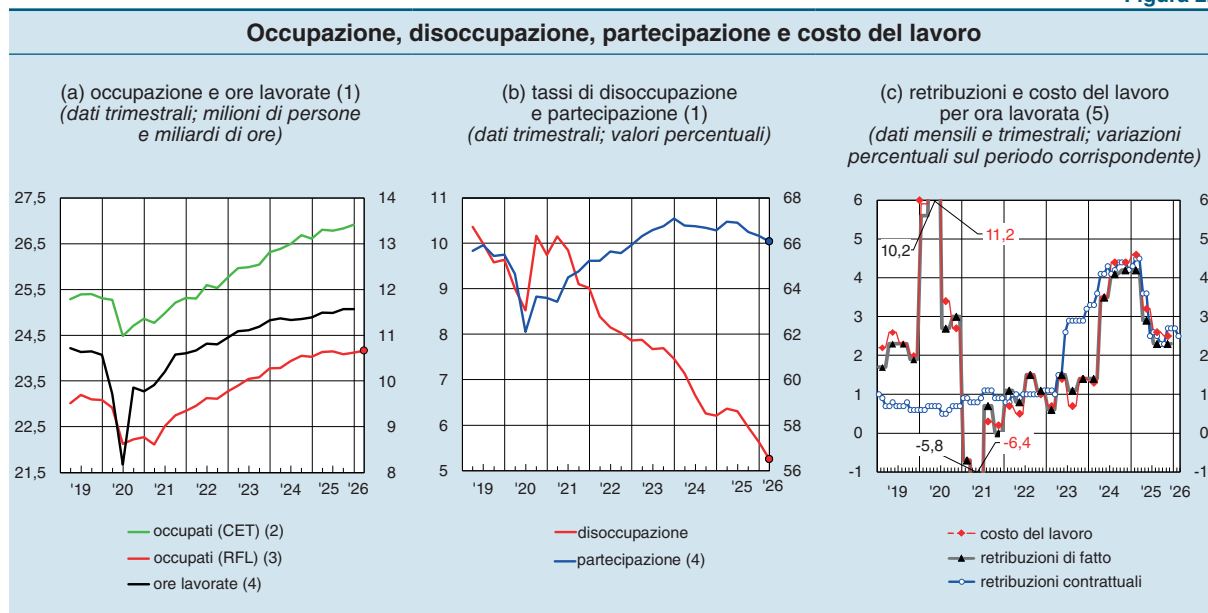
Nel quarto trimestre il numero di occupati è aumentato. L'espansione è proseguita nei mesi invernali. Il tasso di disoccupazione è diminuito, anche per effetto di una minore partecipazione al mercato del lavoro in tutte le classi di età, ad eccezione di quella dei lavoratori più anziani. La crescita delle retribuzioni nel settore privato non agricolo è rimasta stabile. Data la quota molto ridotta di contratti in attesa di rinnovo, appare al momento improbabile un mercato rialzo delle retribuzioni nel 2026 per recuperare l'aumento dell'inflazione generato dal conflitto in Medio Oriente.

Nel quarto trimestre il numero di occupati è cresciuto e le ore lavorate si sono mantenute stabili

Nel quarto trimestre, sulla base dei *Conti economici trimestrali* (CET), il numero di occupati è salito dello 0,3 per cento (fig. 22.a). L'occupazione è cresciuta nelle costruzioni e nei servizi privati, mentre è rimasta sostanzialmente ferma nell'industria in senso stretto. Le ore complessivamente lavorate nell'intera economia si sono mantenute stabili, riflettendo una riduzione delle ore lavorate per addetto; queste ultime si collocano comunque su livelli ancora elevati nel confronto storico, per effetto della forte crescita osservata dal 2021. Il numero di ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni è lievemente aumentato, riportandosi sui livelli dello stesso periodo del 2024.

L'occupazione cresce ma scende la partecipazione

Secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), nel quarto trimestre la dinamica positiva dell'occupazione è stata interamente dovuta alla crescita nella fascia compresa tra 50 e 64 anni, che ha più che compensato la flessione



Fonte: per l'occupazione, le ore lavorate, le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, Istat (CET); per l'occupazione, il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione, Istat (RFL); per le retribuzioni contrattuali, Istat (*Retribuzioni contrattuali per tipo di contratto*).
(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 1° trimestre 2026 indicano la media del bimestre gennaio-febbraio. — (2) Include tutte le persone che esercitano un'attività di produzione sul territorio economico del Paese. — (3) Include tutte le persone residenti occupate, esclusi i dimoranti in convivenze e i militari. — (4) Scala di destra. — (5) Settore privato non agricolo. Per le retribuzioni contrattuali, dati mensili grezzi. Per le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro, dati trimestrali destagionalizzati.

nelle altre classi di età. Il tasso di attività si è ulteriormente ridotto, soprattutto tra i più giovani, per i quali incide l'incremento della partecipazione a percorsi di istruzione; la quota dei ragazzi tra 15 e 34 anni che non sono né occupati né inseriti in percorsi di istruzione o formazione è rimasta stabile su un livello contenuto rispetto al passato ma ancora alto nel confronto europeo (16 per cento). Nel complesso, la partecipazione al mercato del lavoro è scesa al 66,3 per cento (dal 66,5 del trimestre precedente; fig. 22.b), contribuendo alla diminuzione del tasso di disoccupazione al 5,6 per cento, un valore storicamente molto basso.

L'espansione dell'occupazione è proseguita in gennaio e febbraio

Sulla base dei dati provvisori dell'RFL, nel periodo gennaio-febbraio il numero di occupati ha continuato a salire (dello 0,3 per cento rispetto al bimestre precedente). Il tasso di partecipazione si è nuovamente ridotto nella classe di età 15-49 anni, mentre è lievemente aumentato fra i lavoratori più anziani; il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito, al 5,3 per cento.

La crescita delle retribuzioni si mantiene moderata

Nei mesi autunnali la crescita delle retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo si è mantenuta intorno al 2,6 per cento su base annua, dal 2,5 in estate (fig. 22.c). L'incremento delle retribuzioni orarie di fatto è stato leggermente inferiore (2,3 per cento, in linea con il trimestre precedente), pur risultando superiore alla crescita dei prezzi al consumo. La moderazione della dinamica salariale ha contribuito a mantenere l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto su tassi contenuti (cfr. il paragrafo 2.6).

La crescita delle retribuzioni contrattuali è proseguita a ritmi analoghi in gennaio e febbraio (al 2,6 per cento), ma si attenuerebbe nel corso dell'anno: la probabilità che l'aumento dell'inflazione si traduca in un loro marcato rialzo è contenuta. I contratti in attesa di rinnovo, da cui potrebbe derivare un'accelerazione delle retribuzioni, riguardano infatti solo una quota ridotta dei lavoratori del settore

privato (circa il 12 per cento; cfr. il riquadro: *L'impatto dei recenti aumenti contrattuali sulla dinamica retributiva*, in *Bollettino economico*, 1, 2026). Inoltre, il sistema di contrattazione collettiva vigente non prevede in genere clausole automatiche di indicizzazione delle retribuzioni all'inflazione; per i contratti che le prevedono, l'indicizzazione si basa solitamente sull'indice dei prezzi che esclude i beni energetici importati (IPCA-NEI)³.

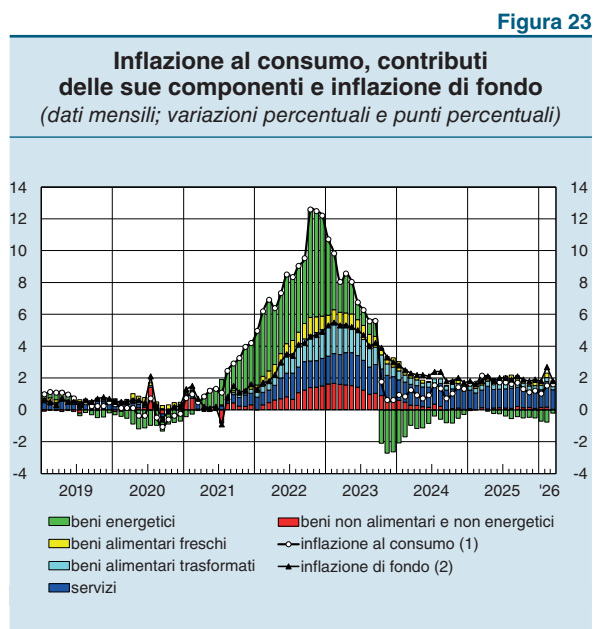
2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nei primi mesi dell'anno l'inflazione si è confermata su livelli inferiori alla media dell'area dell'euro. Il conflitto in Medio Oriente ha determinato un marcato rincaro dei carburanti soprattutto nella prima metà di marzo; sono attesi rialzi delle tariffe per elettricità e gas. Le aspettative di inflazione delle famiglie e delle imprese sono cresciute significativamente, pur rimanendo sotto i livelli osservati a marzo del 2022 a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

L'inflazione al consumo resta contenuta ma aumenterà nei prossimi mesi

L'inflazione armonizzata al consumo è appena aumentata all'1,6 per cento in marzo (dall'1,5 per cento in febbraio; fig. 23 e tav. 6). L'inflazione di

fondo, che esclude i beni energetici e quelli alimentari, è diminuita all'1,8 per cento (dal 2,7 in febbraio), principalmente per effetto del riassorbirsi del forte rialzo dei prezzi dei servizi di febbraio (al 2,9 per cento in marzo, dal 3,9 in febbraio). Questo andamento era stato largamente dovuto ai Giochi olimpici invernali: rispetto a gennaio, i prezzi dei servizi di alloggio erano infatti quasi raddoppiati a Belluno⁴; quelli degli aerei erano cresciuti più delle regolarità storiche. In marzo la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasta contenuta (0,1 per cento). Tra le componenti più volatili, è aumentata l'inflazione dei beni energetici, riflettendo il rialzo dei prezzi dei carburanti (al 3,9 per cento da -5,6 in febbraio) e, in misura minore, di quelli di elettricità e gas. L'inflazione dei beni alimentari è salita marginalmente, sospinta dagli alimentari freschi.



I rincari delle materie prime energetiche causati dal conflitto in Medio Oriente hanno continuato a trasmettersi ai listini dei carburanti in aprile. Sulla base dei valori medi settimanali pubblicati dal Ministero dell'Ambiente e della sicurezza energetica, i prezzi finali sono saliti in media dall'inizio della guerra di 13 centesimi al litro per la benzina e di 45 centesimi per il diesel⁵. Il rialzo è stato

³ Tra i principali contratti, sono previste clausole di indicizzazione all'IPCA-NEI nei comparti metalmeccanico, della produzione di energia elettrica e di petrolio, chimico-farmaceutico e multiservizi; l'indicizzazione è invece commisurata all'IPCA generale, nel comparto del legno e dell'arredo.

⁴ Elaborazioni sui dati dell'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC).

⁵ L'ultima rilevazione è del 14 aprile 2026.

Indicatori di inflazione in Italia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, se non diversamente specificato)

PERIODO	IPCA (1)				NIC (2)	IPP (3)
	Indice generale	Beni alimentari	Beni energetici	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	Indice generale
2023	5,9	9,2	1,1	4,6	5,7	-8,3
2024	1,1	2,4	-10,1	2,2	1,0	-5,7
2025	1,6	2,9	-2,3	1,9	0,0	2,7
2025 – gen.	1,7	2,2	-0,8	1,8	1,5	6,0
feb.	1,7	2,5	0,7	1,6	1,6	8,5
mar.	2,1	2,7	2,7	1,8	1,9	5,4
apr.	2,0	3,1	-0,8	2,1	1,9	3,8
mag.	1,7	3,1	-1,9	1,8	1,6	2,7
giu.	1,7	3,3	-2,1	2,0	1,7	3,9
lug.	1,7	3,8	-3,5	2,0	1,7	2,4
ago.	1,6	3,8	-4,8	1,9	1,6	0,5
set.	1,7	3,5	-3,7	2,1	1,6	1,5
ott.	1,3	2,4	-4,5	1,9	1,2	0,2
nov.	1,1	1,8	-4,1	1,8	1,1	-0,3
dic.	1,2	2,3	-4,5	1,9	1,2	-2,0
2026 – gen.	1,0	2,2	-6,2	1,8	1,0	-2,1
feb.	1,5	2,5	-6,6	2,7	1,5	-3,7
mar.	1,6	2,7	-2,1	1,8	1,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

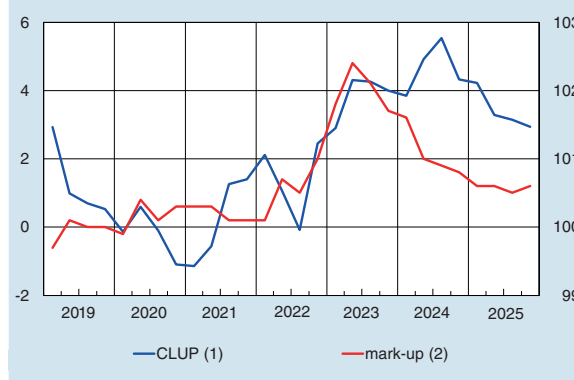
mitigato dall'intervento legislativo attuato il 18 marzo con il DL 33/2026 (decreto "carburanti") e successivamente prorogato dal DL 42/2026, che ha ridotto l'accisa di 20 centesimi al litro fino al 1° maggio, allo scopo di diminuire i prezzi al distributore⁶. È stato più contenuto l'impatto sulle bollette del gas e, soprattutto, dell'elettricità; nei prossimi mesi sono attesi tuttavia ulteriori aumenti.

I prezzi dell'energia accrescono le pressioni all'origine per le aziende

In febbraio i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono diminuiti del 3,7 per cento su base annua. Al netto dei beni energetici, i prezzi alla produzione hanno continuato a crescere a ritmi modesti, con un incremento dell'1,1 per cento.

Figura 24

Costo del lavoro per unità di prodotto e mark-up (dati trimestrali; variazioni percentuali e numero indice)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

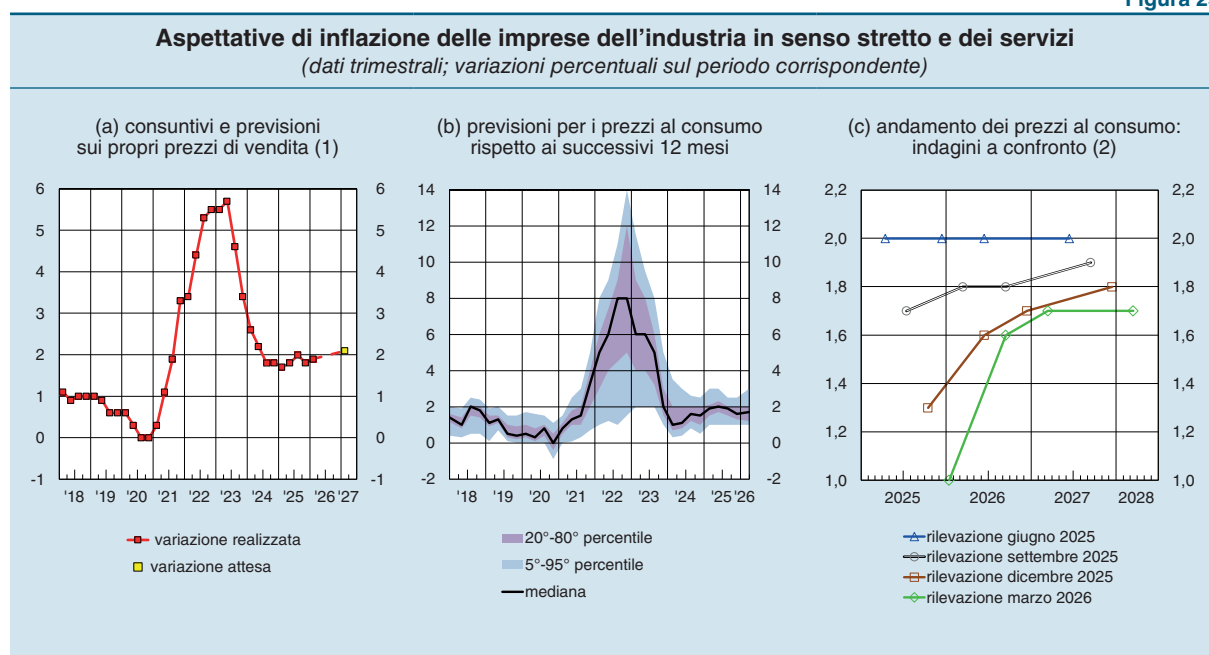
(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; settore privato non agricolo. – (2) Il mark-up è definito come il rapporto tra il deflatore dell'output e i costi totali variabili. Indice: 4° trim. 2019=100; totale economia. Scala di destra.

⁶ Considerando l'aliquota IVA sui carburanti del 22 per cento, l'impatto finale della misura governativa è pari a 24,4 centesimi al litro.

Nel primo trimestre gli indici PMI dei prezzi degli input sono saliti significativamente nella manifattura e, in misura minore, nei servizi, risentendo del rincaro delle materie prime. In entrambi i settori gli indicatori si collocano ben al di sopra della soglia di espansione.

In autunno il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato non agricolo ha rallentato di poco (2,9 per cento su base annua, da 3,1; fig. 24). Mentre la crescita delle retribuzioni si è mantenuta sostanzialmente stabile (cfr. il paragrafo 2.5), si è attenuato il calo della produttività. I margini di profitto sono rimasti stazionari rispetto al trimestre precedente, su livelli superiori a quelli medi osservati prima della pandemia.

Figura 25



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 aprile 2026.

(1) Media (depurata dalle osservazioni anomale) delle risposte delle imprese ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. – (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta l'ultimo dato definitivo disponibile dell'inflazione al momento della realizzazione dell'indagine (tipicamente riferito a 2 mesi prima); il dato viene fornito nel questionario come riferimento per la formulazione delle aspettative delle imprese. Il secondo punto rappresenta la media delle previsioni degli intervistati sul valore dell'inflazione a 6 mesi rispetto alla data dell'indagine; il terzo punto la media a 12 mesi; il quarto la media a 24 mesi.

A febbraio le attese di inflazione di famiglie e imprese restano moderate

Le aziende intervistate nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* della Banca d'Italia dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente prefigurano un aumento dei propri listini nei successivi dodici mesi in media poco sopra il 2 per cento, in lieve crescita nel confronto con le rilevazioni precedenti (fig. 25.a).

Nel settore della manifattura le attese sono più elevate, coerentemente con le rilevazioni dell'Istat di marzo. Tali incrementi risultano tuttavia minori della crescita attesa dei costi degli input produttivi. Le aspettative delle imprese sull'inflazione al consumo in Italia si collocano all'1,8 per cento nell'orizzonte dei prossimi dodici mesi (fig. 25.b) e per gli orizzonti più lontani (fig. 25.c), mantenendosi stabilmente al di sotto del 2 per cento, nonostante i recenti sviluppi nel mercato dell'energia.

Secondo le inchieste dell'Istat, in marzo la quota di famiglie che prevedono un aumento dei prezzi nei successivi dodici mesi ha mostrato un rapido incremento, come a marzo del 2022, sebbene su un livello decisamente inferiore rispetto ad allora.

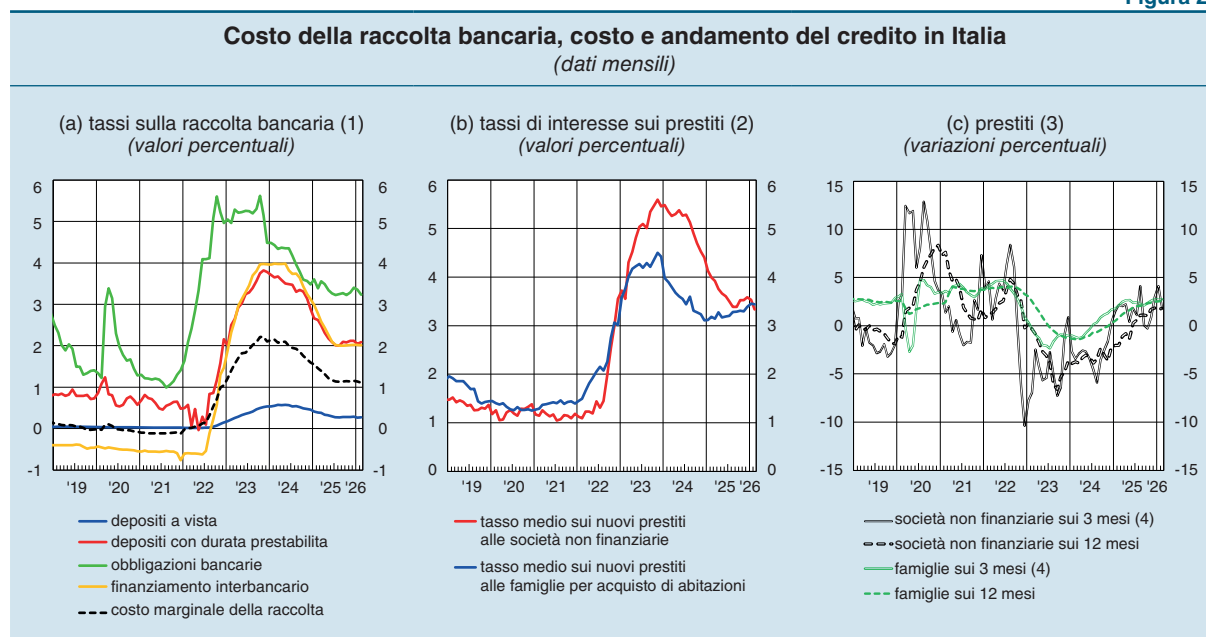
2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nei mesi invernali la raccolta bancaria si è indebolita e il suo costo è rimasto invariato. I tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese sono diminuiti; quelli sui finanziamenti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono invece lievemente saliti. I criteri di offerta delle banche si sono mantenuti costanti sia per i prestiti alle imprese sia per i mutui alle famiglie; la domanda di credito è nel complesso aumentata. Il rendimento delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie è cresciuto. Il conflitto in Medio Oriente ha contribuito a determinare un incremento dei tassi di mercato che, se dovesse persistere, potrebbe rendere più restrittive le condizioni di finanziamento. Il protrarsi della guerra potrebbe inoltre acuire la percezione del rischio, rendendo le banche più caute nella concessione del credito.

La raccolta bancaria si è indebolita e il suo costo è rimasto invariato

Tra novembre e febbraio il ritmo di crescita sui dodici mesi della provvista bancaria è diminuito (al 3,8 per cento, dal 4,7); la maggiore dinamica dei depositi dei residenti è stata più che compensata dal rallentamento di quelli dei non residenti⁷. Il costo marginale della raccolta bancaria si è confermato invariato (all'1,1 per cento; fig. 26.a), riflettendo la sostanziale stabilità di tutte le componenti. Dalla fine di febbraio alla prima metà di aprile il costo medio delle obbligazioni bancarie – che rappresentano una quota contenuta della raccolta complessiva degli intermediari creditizi – è salito in misura analoga ai rendimenti di mercato a media e a lunga scadenza.

Figura 26



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg e ICE Bank of America Merrill Lynch.

(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterrrebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento. – (2) Valori medi. I tassi sui prestiti si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (3) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le variazioni percentuali sui 3 mesi sono in ragione d'anno. – (4) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo.

⁷ Il rallentamento dei depositi dei non residenti è riconducibile soprattutto al calo osservato presso un singolo intermediario appartenente a un gruppo internazionale; tale andamento potrebbe riflettere il riassorbimento di operazioni intragruppo di segno opposto effettuate nel corso del 2025 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2025).

Il costo medio dei prestiti alle imprese è diminuito, mentre quello dei mutui è cresciuto

dei rendimenti di mercato osservata dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente potrebbe tradursi, se perdurasse, in pressioni al rialzo sui costi della raccolta bancaria e dei finanziamenti a imprese e famiglie.

La dinamica del credito è lievemente aumentata per le imprese e si è ulteriormente rafforzata per le famiglie

Tra novembre e febbraio il tasso medio applicato ai nuovi prestiti alle imprese è sceso (al 3,3 per cento, dal 3,5; fig. 26.b), rispecchiando la riduzione del costo dei nuovi finanziamenti di importo superiore al milione di euro⁸; il tasso applicato ai prestiti fino a un milione di euro si è mantenuto stabile. Il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie, prevalentemente a tasso fisso, è invece salito (al 3,4 per cento, dal 3,3), in linea con l'aumento dell'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni. La crescita dei rendimenti di mercato osservata dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente potrebbe tradursi, se perdurasse, in pressioni al rialzo sui costi della raccolta bancaria e dei finanziamenti a imprese e famiglie.

In febbraio i prestiti alle società non finanziarie sono aumentati a un ritmo solo di poco superiore a quello di novembre (fig. 26.c). La dinamica si è attenuata per i prestiti fino a un anno, si è confermata sostanzialmente stabile per quelli tra 1 e 5 anni ed è risultata meno negativa per le scadenze superiori ai 5 anni.

La contrazione dei prestiti alle imprese di minore dimensione si è intensificata (-7,2 per cento, da -6,4 in novembre), mentre è proseguita l'espansione dei finanziamenti alle aziende più grandi (2,4 per cento, da 2,3). Il credito ha mostrato una crescita moderata nei servizi, contenuta nelle costruzioni e debole nella manifattura.

Tra novembre e febbraio la dinamica del credito alle famiglie⁹ si è lievemente irrobustita (2,6 per cento, da 2,4), nonostante la sostanziale stabilità della componente dei mutui e del credito al consumo¹⁰.

Nel quarto trimestre del 2025 non sono cambiati i criteri di offerta di credito alle imprese

Nell'ultima indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*, BLS)¹¹, condotta prima del conflitto in Medio Oriente, gli intermediari italiani hanno segnalato di avere lasciato invariati i criteri di offerta nel quarto trimestre dello scorso anno e di avere leggermente allentato i termini e le condizioni generali applicati ai finanziamenti alle imprese. Secondo le valutazioni delle banche, il grado di esposizione alle tensioni commerciali ha avuto nel 2025 un impatto contenuto sulle politiche di offerta dei prestiti alle aziende. Nel quarto trimestre la domanda di credito da parte delle imprese è aumentata solo lievemente. Sulla base delle informazioni più recenti, desunte dalle indagini condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia tra l'inizio di febbraio e quello di marzo, le condizioni di accesso al credito bancario sono lievemente peggiorate nel primo trimestre del 2026.

Per quanto riguarda le famiglie, nel quarto trimestre dell'anno scorso i criteri di offerta sono rimasti invariati per i prestiti destinati all'acquisto di abitazioni, mentre sono stati lievemente irrigiditi per il credito al consumo. La domanda di finanziamenti è salita in entrambi i comparti.

Gli sviluppi della guerra in Medio Oriente potrebbero indurre le banche a una maggiore cautela nelle politiche di offerta di credito, soprattutto verso i settori a più alta intensità energetica, maggiormente esposti alle conseguenze del conflitto.

⁸ La riduzione del costo dei nuovi prestiti alle imprese è riconducibile ai finanziamenti di importo superiore al milione di euro. In tale segmento il calo, pur essendo relativamente diffuso tra le banche, è stato in larga parte influenzato dalle operazioni di due banche di media dimensione.

⁹ La definizione di famiglie cui si fa riferimento è quella armonizzata dell'Eurosistema, che include le famiglie consumatrici, le imprese individuali e le società prive di personalità giuridica.

¹⁰ Sulla crescita dell'aggregato ha inciso la categoria residuale "altri prestiti", la cui contrazione si è attenuata nel periodo in esame.

¹¹ Per ulteriori informazioni sull'indagine e sui risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Indagine sul credito bancario (BLS)*.

È continuata la crescita delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie

In marzo si è rafforzata la crescita delle obbligazioni nette emesse dalle imprese (al 6,8 per cento su base annua, dal 5,3 in novembre). Tra l'inizio di gennaio e la fine di marzo i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono aumentati (al 4,2 per cento, dal 3,6).

2.8 LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2025 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 3,1 per cento del PIL, mentre l'incidenza del debito sul prodotto è salita al 137,1 per cento. A marzo e aprile il Governo ha introdotto alcuni provvedimenti temporanei in risposta all'aumento dei prezzi dei prodotti energetici.

Tavola 7

Spese ed entrate delle Amministrazioni pubbliche				
VOCI	Miliardi di euro		Variazioni percentuali	
	2024	2025	2024	2025
SPESE				
Redditi da lavoro	197,5	203,8	5,0	3,2
Consumi intermedi	128,3	133,0	6,7	3,6
Prestazioni sociali in denaro	445,6	459,2	5,0	3,0
Interessi passivi	85,5	87,1	9,9	1,9
Altre spese correnti	135,0	138,3	-5,7	2,4
Spese correnti	992,0	1.021,4	4,0	3,0
in % del PIL	45,0	45,2		
Spese correnti al netto degli interessi	906,5	934,3	3,5	3,1
in % del PIL	41,2	41,4		
Investimenti (1)	79,1	86,7	17,1	9,6
Altre spese in c/capitale	38,7	47,2	-69,7	21,9
Spese in c/capitale	117,8	133,9	-39,8	13,6
Totale spese al netto degli interessi	1.024,3	1.068,2	-4,4	4,3
in % del PIL	46,5	47,3		
TOTALE SPESE	1.109,8	1.155,3	-3,4	4,1
in % del PIL	50,4	51,1		
ENTRATE				
Imposte dirette	343,6	346,0	6,8	0,7
Imposte indirette	309,6	317,5	6,2	2,5
Contributi sociali	278,1	305,9	3,7	10,0
Altre entrate correnti	96,9	100,8	7,0	4,0
Entrate correnti	1.028,2	1.070,2	5,8	4,1
in % del PIL	46,7	47,4		
Entrate in c/capitale	7,8	15,8	-67,7	101,2
di cui: imposte	1,8	3,1	12,3	71,5
TOTALE ENTRATE	1.036,0	1.085,9	4,0	4,8
in % del PIL	47,0	48,1		
di cui: pressione fiscale	42,4	43,1		
INDEBITAMENTO NETTO	-73,8	-69,4		
in % del PIL	-3,4	-3,1		
Saldo primario	11,7	17,8		
in % del PIL	0,5	0,8		

Fonte: elaborazioni su dati Istat (cfr. Istat, *IV trimestre 2025. Conto trimestrale delle AP reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Statistiche flash, 3 aprile 2026).

(1) In questa voce sono contabilizzati con segno negativo i proventi relativi alle vendite di immobili.

Nel 2025 l'indebitamento netto in rapporto al prodotto è diminuito

Nel 2025 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL si è ulteriormente ridotto al 3,1 per cento, dal 3,4 dell'anno precedente (tav. 7). Il miglioramento riflette l'aumento, di 0,3 punti percentuali, dell'avanzo primario (allo 0,8 per cento del PIL), mentre l'incidenza della spesa per interessi è rimasta stabile al 3,9 per cento.

La riduzione dell'indebitamento netto è stata leggermente inferiore a quanto prefigurato nel Documento programmatico di finanza pubblica 2025 (DPFP 2025), per effetto di un avanzo primario più contenuto (0,8 contro 0,9 per cento del PIL), attribuibile in prevalenza a spese in conto capitale diverse dagli investimenti maggiori delle attese.

Le entrate sono aumentate più delle spese primarie

Il miglioramento del saldo primario rispetto al 2024 è riconducibile principalmente all'aumento delle entrate (per un punto percentuale, al 48,1 per cento del PIL), sostenuto in particolare dalla crescita dei contributi sociali¹². Dal lato delle uscite, l'incidenza delle spese in conto capitale sul prodotto è

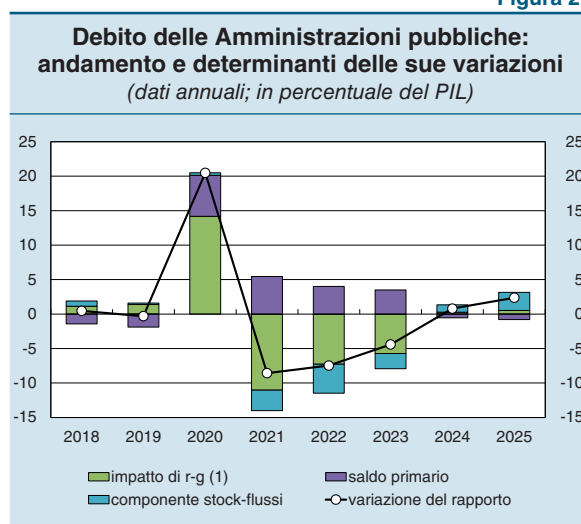
salita di 0,6 punti percentuali, al 5,9 per cento; la spesa per investimenti ha raggiunto il 3,8 per cento del PIL, il valore più alto dall'avvio dell'area dell'euro. Il rapporto tra spese primarie correnti e prodotto è cresciuto di 0,2 punti percentuali.

Il rapporto tra il debito e il prodotto è aumentato

Il rapporto tra il debito e il PIL è salito di 2,4 punti percentuali, al 137,1 per cento alla fine del 2025

(tav. 8). Vi ha contribuito la componente stock-flussi¹³, in particolare gli effetti di cassa dei crediti di imposta per ristrutturazioni edilizie maturati in anni precedenti e il sensibile aumento delle disponibilità liquide del Tesoro. All'espansione del rapporto tra il debito e il prodotto ha inoltre concorso, in misura minore, il differenziale tra il tasso di crescita del PIL nominale (2,5 per cento) e l'onere medio del debito stesso (2,9 per cento). Tali fattori sono stati solo in parte compensati dall'avanzo primario (fig. 27). L'incremento del rapporto è stato superiore a quanto prospettato nel DPFP 2025 dello scorso ottobre (1,3 punti percentuali), principalmente per effetto di una componente stock-flussi più sfavorevole.

Figura 27



Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per il PIL, Istat; per il debito, Banca d'Italia.
(1) Contributo dato dalla differenza tra onere medio del debito (r) e tasso di crescita del PIL a prezzi correnti (g).

In termini nominali il debito è salito di 128,9 miliardi di euro rispetto al 2024 (tav. 8). L'aumento riflette in particolare il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (pari a 109,5 miliardi) e il già citato incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (per 14,7 miliardi). La quota del debito detenuta dalla

¹² Nel 2025 l'incidenza dei contributi sociali sul prodotto è cresciuta di 0,9 punti percentuali, una dinamica influenzata anche dalle modifiche allo sgravio del cuneo fiscale introdotte dalla legge di bilancio per lo scorso anno (quando il precedente esonero sui contributi dovuti dai lavoratori dipendenti è stato sostituito da un bonus e da una detrazione a valere sull'Irpef). La riforma impatta anche sul gettito Irpef e sulle prestazioni sociali in denaro.

¹³ La componente stock-flussi spiega la differenza tra la variazione del debito in termini nominali e l'indebitamento netto in un determinato periodo. Su di essa incidono molti fattori, per lo più riconducibili alle variazioni delle attività finanziarie (tra cui quelle dovute alla gestione della liquidità del Tesoro) e alle discrepanze temporali nella contabilizzazione di alcune operazioni, per competenza nel conto economico delle Amministrazioni pubbliche e per cassa nel debito.

Variazione del debito delle Amministrazioni pubbliche e sue componenti
(miliardi di euro)

VOCI	2022	2023	2024	2025
Variazione del debito = (a)+(b)+(c)+(d)	77,7	105,5	97,0	128,9
(a) Fabbisogno complessivo	46,9	89,4	105,4	109,5
di cui: sostegno ai paesi UEM	-0,8	-1,1	-1,5	-1,3
(b) Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro	-4,0	6,5	-12,3	14,7
(c) Scarti di emissione (1)	34,6	9,6	3,9	4,7
(d) Controvalore in euro di passività in valuta	0,2	0,0	0,0	-0,1
Debito	2.764,5	2.870,0	2.967,0	3.095,9
in % del PIL	138,4	133,9	134,7	137,1

(1) È incluso l'effetto della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione.

Banca d'Italia ha continuato a scendere (18,5 per cento alla fine dell'anno). La vita media residua del debito è rimasta invariata a 7,9 anni.

Il Governo ha adottato interventi in materia di energia

A febbraio il DL 21/2026 (decreto “bollette”) ha introdotto diverse misure volte a contenere i prezzi dell'elettricità e del gas naturale. Tra i principali interventi figurano: (a) per le centrali a gas naturale, il rimborso degli oneri di trasporto del combustibile e, previa approvazione della Commissione europea, dei costi legati ai permessi di emissione rilasciati dal sistema di scambio di quote di emissione di inquinanti e di gas a effetto serra (*EU Emission Trading System*, ETS); (b) la riduzione e la rimodulazione di alcune componenti degli oneri di sistema dell'elettricità; (c) la diminuzione temporanea di determinate voci degli oneri di sistema del gas naturale, a favore delle imprese che consumano maggiormente questo combustibile. Secondo le valutazioni ufficiali, il decreto non ha effetti sull'indebitamento netto.

In risposta alle tensioni sui prezzi dei prodotti energetici in seguito al conflitto in Medio Oriente, il DL 33/2026 di marzo, oltre a disporre una riduzione temporanea delle accise applicate su benzina e diesel (cfr. il paragrafo 2.6), ha introdotto un credito di imposta a parziale compensazione delle maggiori spese sostenute o da sostenere nei mesi di marzo, aprile e maggio dalle imprese operanti nel settore dell'autotrasporto e della pesca. Le misure espansive, stimate in 527 milioni per l'anno in corso, trovano copertura nella riduzione di alcuni stanziamenti per i ministeri.

Il DL 42/2026 di aprile ha prorogato tra l'altro il taglio delle accise fino al 1° maggio; le minori entrate sono interamente coperte (attingendo a fondi ministeriali e ai proventi dell'ETS).