



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Luglio 2026

3 | 2026



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 3 / 2026
Luglio

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 (coordinatori), Niccolò Cattadori, Elena Collina, Antonio Coran, Claudio Luccioletti, Kevin Pallara, Lilia Patrignani, Stefano Pica

Daniela Falcone, Fabrizio Martello, Silvia Mussolin (aspetti editoriali), Giuseppe Casubolo, Roberto Marano (grafici)

Riquadri: Luisa Carpinelli, Antonio Maria Conti, Paolo Farroni, Andrea Foschi, Salvatore Lo Bello

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.2026.3>

Aggiornato con i dati disponibili al 16 luglio 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	23
2.2 Le imprese	26
2.3 Le famiglie	28
2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti	29
2.5 Il mercato del lavoro	32
2.6 La dinamica dei prezzi	34
2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento	37
2.8 La finanza pubblica	38

INDICE DEI RIQUADRI

Il blocco dello Stretto di Hormuz e la trasmissione dei rincari energetici nelle principali economie avanzate	10
Il mercato del lavoro dell'area dell'euro: indicazioni dai dati sui posti vacanti e sui flussi dei lavoratori	17
Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana pubblicate in giugno	24

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'espresso 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 ripresa delle ostilità tra Stati Uniti e Iran ha riaperto le tensioni sui mercati energetici. Le quotazioni delle materie prime energetiche sono nuovamente salite in luglio, dopo che l'annuncio di un memorandum d'intesa lo scorso 14 giugno aveva contribuito ad attenuare le pressioni al rialzo sui mercati. I prezzi di petrolio e gas naturale si sono ridotti dai massimi raggiunti tra marzo e aprile, ma rimangono più alti rispetto alle settimane antecedenti l'avvio del conflitto. Dalla metà di aprile i corsi azionari hanno recuperato le perdite delle settimane precedenti, trainati soprattutto dai comparti connessi con l'intelligenza artificiale (IA), mentre i rendimenti sovrani sono aumentati, in previsione di un orientamento più restrittivo della politica monetaria. Il dollaro si è rafforzato nei confronti delle principali valute.

La crescita mondiale prosegue, ma rimane esposta a significativi fattori di rischio. Negli Stati Uniti l'attività economica resta sostenuta dagli investimenti in tecnologie legate all'IA e dai consumi privati, nonostante le maggiori pressioni sui costi degli input e il deterioramento del clima di fiducia delle famiglie. In Cina le esportazioni continuano a trainare la crescita, mentre la domanda interna si conferma debole. Il commercio mondiale è aumentato nel primo trimestre a ritmi superiori alle attese, spinto dalla domanda di beni connessi con l'IA; rallenterebbe nella seconda metà dell'anno, risentendo delle tensioni nelle catene di fornitura generate dal conflitto in Medio Oriente. Sulle prospettive di crescita globale e sugli scambi internazionali continua a pesare l'incertezza relativa a contenuti, tempi e modalità di attuazione di un'intesa tra Stati Uniti e Iran.

L'incremento dei prezzi energetici sta esercitando pressioni al rialzo sull'inflazione nelle principali economie. La Federal Reserve e la Bank of England hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento, mentre la Banca del Giappone li ha alzati. Permangono i rischi di correzioni sui mercati finanziari, derivanti da una sottovalutazione delle conseguenze del rincaro dell'energia, da condizioni finanziarie più restrittive e da attese eccessivamente ottimistiche sulle prospettive di redditività del settore tecnologico.

La crisi mediorientale ha peggiorato le prospettive per la crescita e l'inflazione nell'area dell'euro. Nei primi tre mesi dell'anno il PIL dell'area è salito, al ritmo moderato dei trimestri precedenti (0,3 per cento), al netto delle straordinarie oscillazioni dell'attività in Irlanda. Le ostilità nel Golfo Persico hanno avuto nei mesi primaverili un impatto negativo sul prodotto, che secondo le nostre stime è aumentato in misura modesta. Si sarebbe nettamente attenuato il contributo alla crescita del settore dei servizi, mentre quello dell'attività manifatturiera sarebbe positivo. Lo scorso giugno gli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto al ribasso le proiezioni di crescita del PIL dell'area, allo 0,8 per cento nel 2026, all'1,2 nel 2027 e all'1,5 nel 2028, continuando tuttavia a considerare anche scenari alternativi. Le stime sono state riviste al rialzo per l'inflazione al consumo, che salirebbe al 3,0 per cento nel 2026, per poi scendere al 2,3 nel 2027 e riportarsi all'obiettivo del 2,0 per cento nel 2028.

La BCE ha aumentato i tassi ufficiali. Nella riunione di giugno il Consiglio direttivo della BCE ha alzato i tassi ufficiali di 25 punti base, in risposta alle pressioni inflazionistiche legate alla crisi mediorientale. Tra febbraio e maggio il costo dei nuovi prestiti alle imprese e quello dei nuovi mutui sono lievemente aumentati. La dinamica dei finanziamenti alle aziende si è rafforzata, trainata da quelli a breve e media scadenza. L'espansione dei prestiti alle famiglie resta stabile.

L'economia italiana è cresciuta nel primo trimestre, ma avrebbe rallentato nel secondo. Nei mesi invernali il PIL ha continuato a espandersi a un ritmo moderato (0,3 per cento), sono aumentate le

esportazioni di beni e servizi, gli investimenti sono ancora saliti e i consumi hanno accelerato. Nei mesi primaverili, segnati dal conflitto in Medio Oriente, l'accumulazione di capitale si sarebbe attenuata e i consumi delle famiglie avrebbero decelerato. Secondo le nostre previsioni pubblicate in giugno, nello scenario di base, la crescita del prodotto rimarrà contenuta: correggendo per il numero di giornate lavorative, il PIL salirebbe dello 0,5 per cento nel 2026, dello 0,4 nel 2027 e dello 0,9 nel 2028. Considerando il migliore andamento nel primo trimestre rispetto a quanto inizialmente atteso, la crescita del PIL aumenterebbe quest'anno allo 0,6 per cento. Su tali stime incidono il rincaro dell'energia e l'elevata incertezza geopolitica.

Sulla base delle nostre stime, nel bimestre aprile-maggio le esportazioni di beni in volume si sono mantenute pressoché costanti nonostante la flessione delle vendite in Medio Oriente. Il marcato rialzo dei prezzi dei beni energetici comporterà un ampliamento del disavanzo energetico dell'Italia.

Le condizioni del mercato del lavoro restano nel complesso positive. L'occupazione è aumentata sia nel primo trimestre dell'anno sia nel bimestre aprile-maggio. Il tasso di disoccupazione è ancora sceso, raggiungendo un nuovo minimo storico, mentre la partecipazione è rimasta pressoché stabile. La crescita delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta moderata.

L'incremento dei prezzi energetici ha rafforzato le pressioni inflazionistiche. Nel secondo trimestre l'inflazione si è portata al 3 per cento. L'impatto sulle bollette di elettricità e gas dei rincari determinati dalla crisi mediorientale è stato contenuto. Per contrastare le pressioni sui prezzi dei prodotti energetici, il Governo è intervenuto più volte riducendo temporaneamente le accise sui carburanti.

Le aspettative di inflazione a breve termine di famiglie e imprese sono aumentate, pur restando inferiori ai livelli osservati a marzo del 2022 in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Nelle nostre proiezioni di giugno l'inflazione al consumo salirebbe al 3,1 per cento nella media dell'anno in corso, riflettendo principalmente il rialzo dei prezzi dell'energia; tornerebbe al 2 per cento nel prossimo biennio.

Il credito alle imprese continua a espandersi. Tra febbraio e maggio il credito alle imprese ha accelerato, mentre la dinamica positiva dei prestiti alle famiglie si è confermata stabile; i tassi di interesse sono cresciuti sui nuovi finanziamenti alle aziende e, in misura minore, sui nuovi mutui. Nel primo trimestre i criteri di offerta di credito si sono mantenuti pressoché invariati. Sono aumentate le emissioni nette di obbligazioni da parte delle società non finanziarie, in un contesto caratterizzato da rendimenti elevati.

Le stime di finanza pubblica del Governo confermano la tendenza alla riduzione del disavanzo nei prossimi anni. Sulla base delle stime contenute nel Documento di finanza pubblica 2026 dello scorso aprile, nel quadriennio 2026-29 l'indebitamento netto segnerà un calo. I tassi di crescita della spesa netta saranno in linea con quanto concordato in sede europea, con l'eccezione del 2027. Il rapporto tra il debito e il PIL crescerà nel 2026, per poi ridursi negli anni successivi. La Commissione europea ha giudicato nel complesso adeguato lo stato di avanzamento del percorso di rientro del disavanzo dell'Italia nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi.

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

La ripresa delle ostilità tra Stati Uniti e Iran ha riaperto le tensioni sui mercati energetici. Il rincaro di petrolio e gas naturale ha determinato pressioni al rialzo sull'inflazione nelle principali economie. L'elevata incertezza sui tempi di ripristino dei flussi attraverso lo Stretto di Hormuz grava sul commercio globale e sulla crescita. I rendimenti dei titoli sovrani sono aumentati, mentre i corsi azionari continuano a beneficiare dei buoni risultati dei produttori di infrastrutture per l'intelligenza artificiale.

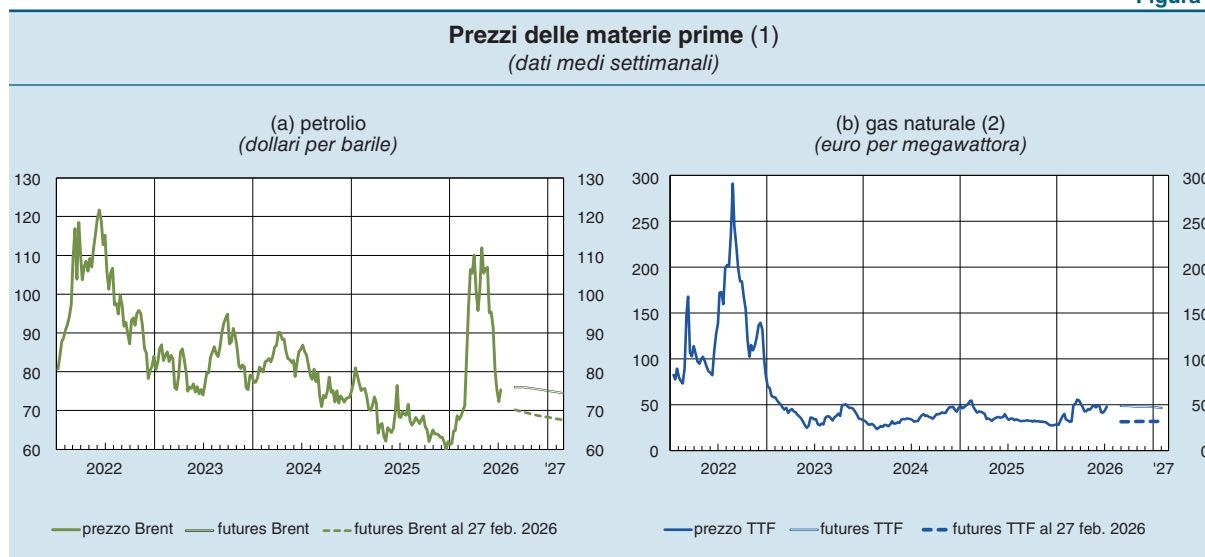
La situazione in Medio Oriente rimane caratterizzata da elevata incertezza. Il riavvio del conflitto tra Stati Uniti e Iran ha spinto nuovamente al rialzo le quotazioni di petrolio e gas naturale, dopo che l'annuncio alla metà di giugno scorso di un memorandum d'intesa aveva contribuito ad attenuare le tensioni sui mercati. In prospettiva, le quotazioni delle materie prime energetiche e gli andamenti dei mercati finanziari risentiranno dei tempi di normalizzazione dei flussi commerciali e del ripristino delle infrastrutture energetiche nell'area del Golfo Persico.

I prezzi del petrolio sono risaliti dopo la ripresa delle ostilità. Nella seconda settimana di luglio le quotazioni del greggio si collocavano intorno a 75 dollari al barile, in forte calo rispetto ai massimi di aprile, ma su livelli ancora superiori a quelli precedenti l'avvio del conflitto (fig. 1.a). Nella terza settimana sono ulteriormente salite, riassorbendo buona parte del calo seguito al memorandum d'intesa. Da marzo la riduzione delle forniture di petrolio dal Golfo è stata compensata dalla contrazione della domanda, dall'aumento delle esportazioni dagli Stati Uniti e dal ricorso alle scorte. Secondo le stime dell'Agenzia internazionale per l'energia (*International Energy Agency*, IEA), queste ultime si sono ridotte a ritmi eccezionalmente alti (3,8 milioni di barili al giorno in media dall'inizio della guerra)¹. Il riavvio dei transiti attraverso lo Stretto di Hormuz dopo la firma del memorandum ha allentato le tensioni sul mercato petrolifero; la ripresa delle ostilità mantiene tuttavia forte l'incertezza sul ritorno dei flussi commerciali ai livelli osservati prima dell'inizio del conflitto. Le quotazioni dei prodotti raffinati rimangono su valori significativamente superiori a quelli precedenti lo scoppio delle ostilità, riflettendo i livelli di stoccaggio strutturalmente inferiori rispetto al greggio, i danni che hanno interessato le raffinerie del Golfo e l'aumento dei costi di trasporto, assicurazione e approvvigionamento per le raffinerie nel resto del mondo, soprattutto in Asia.

Le quotazioni del gas si mantengono elevate. Il prezzo di riferimento europeo del gas naturale continua a essere nettamente superiore rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (fig. 1.b), sostenuto dalla necessità di ricostituire le scorte, attualmente su valori storicamente bassi. Le prospettive sull'offerta dal Medio Oriente continuano a essere condizionate dai danni subiti da alcune infrastrutture nell'area, come nella zona industriale di Ras Laffan, in Qatar. I rincari del gas si sono trasmessi ai prezzi di altri prodotti derivati dagli idrocarburi; in particolare, i più alti prezzi dei fertilizzanti potrebbero avere ricadute sulla sicurezza alimentare dei paesi a basso reddito, nell'Africa subsahariana e in alcune economie asiatiche.

¹ IEA, *Oil Market Report*, giugno 2026.

Figura 1



Fonte: LSEG.

(1) Per i prezzi a pronti, medie settimanali fino al 10 luglio 2026; per i prezzi dei futures, le quotazioni sono aggiornate al 10 luglio 2026, per la curva relativa all'ultimo dato disponibile. La linea tratteggiata si riferisce alle quotazioni al 27 febbraio 2026, giorno precedente l'avvio del conflitto in Medio Oriente. — (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato Title Transfer Facility (TTF) nei Paesi Bassi.

Dopo un avvio d'anno sostenuto, la crescita del commercio internazionale sarebbe diminuita nel secondo trimestre. Nei primi tre mesi del 2026 l'interscambio mondiale è aumentato a ritmi superiori alle attese, sospinto dalla domanda di beni connessi con l'intelligenza artificiale (IA). I dati di aprile e maggio mostrano però lievi segnali di rallentamento, a seguito della riduzione dei flussi commerciali con le economie del Golfo Persico e dell'incremento dei costi di trasporto e assicurazione legati al conflitto. Da aprile si sono acuite le tensioni nelle catene di fornitura globali, che si aggiungono a quelle già emerse nel comparto dell'elettronica dalla fine dello scorso anno per la forte domanda di componenti per l'IA. Sull'andamento degli scambi internazionali pesa anche l'incertezza riguardo l'evoluzione della politica tariffaria degli Stati Uniti, ancora in fase di ridefinizione dopo la sentenza della Corte Suprema del febbraio 2026 (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi dopo la decisione della Corte Suprema*, in *Bollettino economico*, 2, 2026).

L'attività economica negli Stati Uniti continua a espandersi a ritmo elevato. Nel primo trimestre il PIL statunitense è stato trainato dagli investimenti legati all'IA, dai consumi e dal recupero della spesa pubblica dopo la sospensione temporanea delle attività amministrative federali (*government shutdown*) tra ottobre e novembre del 2025 (tav. 1). I dati parziali per il secondo trimestre confermano questa tendenza. I consumi privati sono aumentati anche nel bimestre aprile-maggio, nonostante la fiducia delle famiglie si mantenga su livelli storicamente bassi. Il numero di occupati cresce ancora, mentre il tasso di disoccupazione è rimasto stabile. Gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) delle imprese manifatturiere hanno continuato a segnalare un'espansione dell'attività anche a giugno (fig. 2.a), favoriti dalle componenti relative alla produzione e ai nuovi ordini. Tuttavia si sono notevolmente intensificate le pressioni sui prezzi dei beni intermedi, soprattutto nella manifattura (fig. 2.b), risaliti ai valori più alti dal 2022 per effetto del rialzo dei corsi energetici.

In Cina la crescita è ancora trainata dalle esportazioni, mentre la domanda interna resta debole. Nel secondo trimestre il PIL cinese è aumentato meno delle attese, al 4,3 per cento. Nello stesso periodo è proseguito a ritmi elevati l'incremento delle vendite di prodotti cinesi all'estero, principalmente quelle di beni connessi con l'IA, in forte espansione soprattutto verso gli altri paesi asiatici.

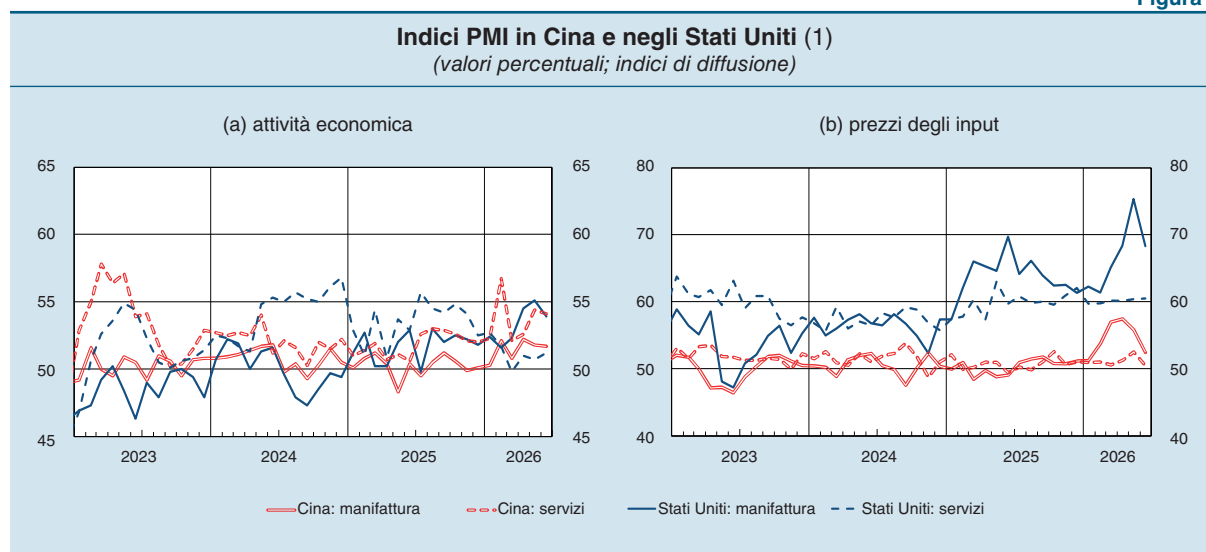
Tavola 1

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

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, FMI, *World Economic Outlook Update. Global Economy in Crosscurrents of War and Technology*, luglio 2026.

(1) Dati trimestrali. Per 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 a FMI, *World Economic Outlook. Global Economy in the Shadow of War*, aprile 2026. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Figura 2



Fonte: Standard & Poor's Global Ratings.

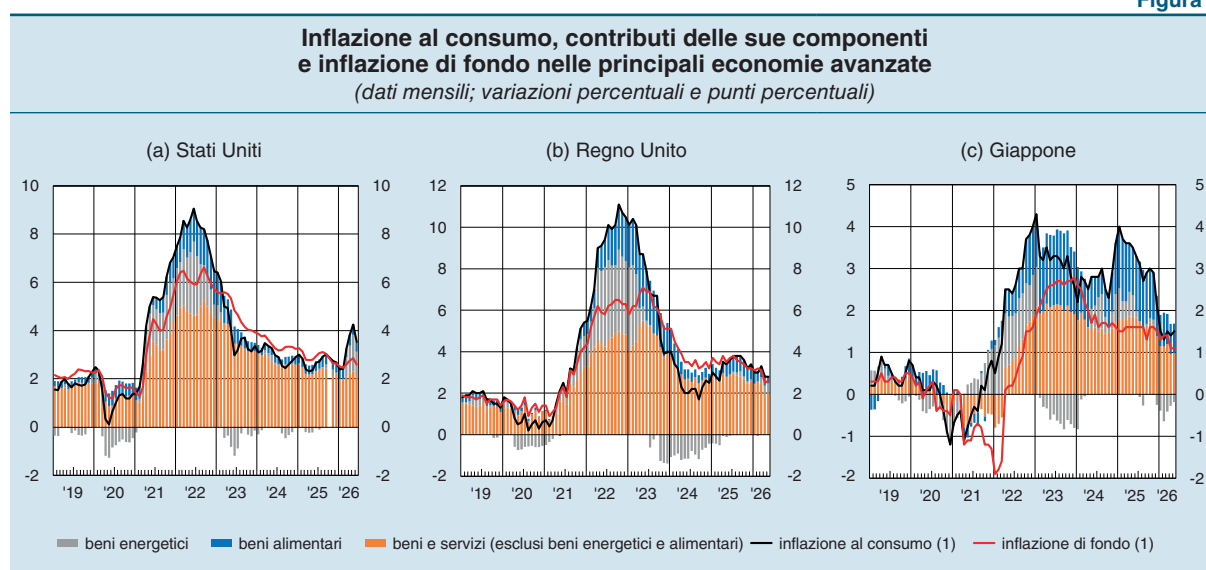
(1) Indici di diffusione relativi all'attività economica e ai prezzi degli input nei settori della manifattura e dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Per quanto riguarda l'attività economica, un valore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

Prosegue inoltre l'aumento delle esportazioni di prodotti legati alla transizione energetica, verso tutte le principali aree di destinazione ad eccezione degli Stati Uniti. Le vendite al dettaglio hanno rallentato marcatamente nel secondo trimestre: sulla fragilità dei consumi privati pesano il venire meno degli incentivi governativi all'acquisto di beni durevoli e la persistente debolezza del mercato immobiliare.

Nelle principali economie l'aumento dei prezzi energetici sta esercitando pressioni al rialzo sull'inflazione. La dinamica inflazionistica tra i vari paesi è caratterizzata da differenze che riflettono

non soltanto il diverso grado di dipendenza energetica dall'estero, ma anche la struttura dei mercati e le misure fiscali di supporto (cfr. il riquadro: *Il blocco dello Stretto di Hormuz e la trasmissione dei rincari energetici nelle principali economie avanzate*). A giugno l'inflazione al consumo negli Stati Uniti è stata pari al 3,5 per cento su base annua, dopo aver raggiunto un picco del 4,2 in maggio (fig. 3.a), sospinta dal rincaro dei beni energetici; la componente di fondo è aumentata solo leggermente, al 2,6 per cento. A maggio l'inflazione è scesa nel Regno Unito rispetto a marzo, mentre si è mantenuta stabile in Giappone (figg. 3.b e 3.c); l'effetto sull'inflazione del rincaro dell'energia è stato compensato nel primo paese da una riduzione temporanea della componente di fondo, mentre nel secondo è stato attutito dalle misure di contenimento dei prezzi. In Cina i rialzi dei corsi energetici hanno riportato in territorio positivo i prezzi alla produzione nel secondo trimestre, interrompendo la fase deflazionistica in atto dalla fine del 2022; l'inflazione al consumo è rimasta tuttavia moderata.

Figura 3



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

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

IL BLOCCO DELLO STRETTO DI HORMUZ E LA TRASMISSIONE DEI RINCARI ENERGETICI NELLE PRINCIPALI ECONOMIE AVANZATE

Il conflitto in Medio Oriente e le restrizioni al traffico nello Stretto di Hormuz hanno determinato un brusco rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche. Il rincaro del greggio si è trasmesso rapidamente su scala globale, riflettendo l'elevata integrazione del mercato petrolifero; l'aumento dei corsi del gas naturale ha invece avuto effetti differenziati tra le principali aree economiche, data la natura più segmentata del mercato. Dallo scoppio del conflitto sino ai massimi raggiunti alla fine di aprile il prezzo del Brent è salito di circa il 60 per cento, per poi ridursi in seguito all'ottimismo riguardo ai negoziati tra Stati Uniti e Iran, culminati nell'annuncio del memorandum d'intesa (14 giugno). Gli effetti sono stati ancora più pronunciati sui mercati del gas naturale europei e asiatici, con picchi di incremento superiori al 90 per cento; il prezzo statunitense Henry Hub è rimasto invece sostanzialmente stabile.

L'esposizione diretta all'interruzione del traffico attraverso lo Stretto di Hormuz è molto eterogenea tra le principali economie avanzate. Gli Stati Uniti sono i meno vulnerabili, per

effetto dell'elevata produzione domestica di petrolio e di gas. Il Regno Unito ha un'esposizione intermedia, soprattutto per il gas e i prodotti petroliferi importati. Il Giappone dipende quasi interamente dalle importazioni di greggio e gas naturale liquefatto (GNL): a fronte di una pronunciata diversificazione geografica nell'approvvigionamento di GNL, le importazioni di greggio provengono per oltre il 90 per cento dai paesi del Golfo Persico. Per l'area dell'euro l'esposizione è limitata per il petrolio e il GNL (rispettivamente circa 10 e 5 per cento), mentre è più rilevante per i prodotti petroliferi raffinati (30 per cento).

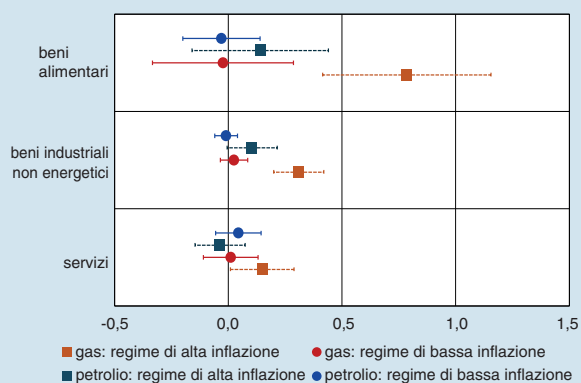
Queste differenze spiegano solo in parte la diversa risposta dell'inflazione ai rincari delle materie prime energetiche nelle principali economie avanzate, che, oltre al grado di esposizione diretta, riflette l'interazione tra mix energetico, struttura dei mercati e misure fiscali di supporto.

Nostre valutazioni indicano che la forte esposizione del Giappone alle importazioni di petrolio dallo Stretto di Hormuz è stata compensata dalle ampie scorte strategiche, dall'elevata capacità di raffinazione domestica e dall'imposizione di un tetto al prezzo dei carburanti; la trasmissione ai prezzi interni di gas ed elettricità è stata parzialmente mitigata da contratti di approvvigionamento di GNL di lungo periodo e da meccanismi tariffari con ritardi di indicizzazione. Nel Regno Unito lo shock alle quotazioni del petrolio si è trasferito rapidamente alla componente energetica dei prezzi al consumo; la trasmissione dello shock al prezzo del gas naturale è stata invece temporaneamente frenata dal calendario di revisione delle tariffe di gas ed elettricità. Negli Stati Uniti l'autonomia energetica limita il rischio di scarsità fisica, ma non ha impedito il passaggio del rincaro del petrolio ai prezzi interni, per via dell'assenza di meccanismi di contenimento dei prezzi e del maggiore peso dei carburanti nei panieri dell'indice dei prezzi al consumo (circa il 3 per cento). Nell'area dell'euro l'aumento dell'inflazione energetica è stato trainato principalmente dai carburanti, sui quali l'effetto dello shock è stato pressoché immediato, sebbene in parte attenuato dai provvedimenti fiscali adottati nei diversi paesi; la trasmissione ai prezzi del gas e dell'elettricità è stata più lenta di quella ai prezzi delle benzine e ha finora contribuito in misura minore alla crescita complessiva dei prezzi al consumo dell'energia.

L'evidenza storica per i principali paesi avanzati suggerisce che l'impatto sull'inflazione dipende in maniera determinante dalla natura degli shock. Per l'area dell'euro (figura A), analisi su dati granulari dei prezzi al consumo tra il 1996 e il 2024¹ mostrano che gli shock petroliferi si trasmettono rapidamente, ma in modo più transitorio, soprattutto attraverso i carburanti, mentre quelli all'offerta di gas hanno effetti più gradualmente, persistenti e diffusi, anche per il ruolo del gas nella formazione dei prezzi dell'elettricità e nei costi degli input produttivi. Inoltre, gli shock energetici hanno

Figura A

Effetti indiretti di shock energetici su aggregati speciali dell'IPCA nell'area dell'euro (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE ed Eurostat.

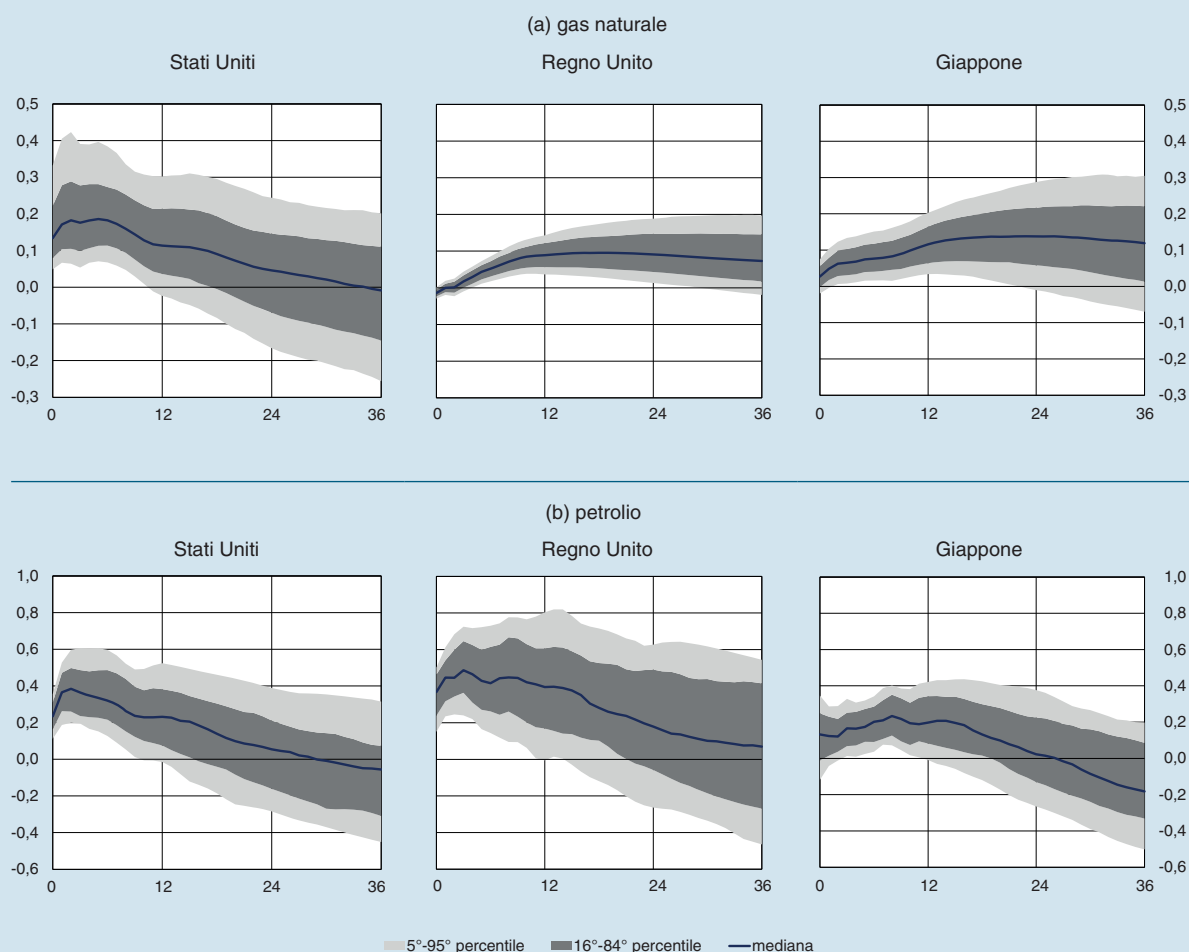
(1) Risposta dopo 18 mesi degli aggregati speciali dell'IPCA nell'area dell'euro, a seguito di shock all'offerta di petrolio e gas, in regimi di bassa e alta inflazione. Gli shock sono normalizzati per avere un impatto immediato dell'1 per cento sull'inflazione energetica. Le linee laterali indicano un intervallo di confidenza del 68 per cento. Stime effettuate sul periodo 1996-2024.

¹ F. Corsello e A. Foschi, *The different effects of oil and gas supply shocks on euro-area inflation*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1024, 2026; S. Neri, *Energy prices, inflation and the ECB's monetary policy during the 2021-22 energy crisis*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1481, 2025, di prossima pubblicazione anche in "European Economic Review".

impatti più ampi quando i prezzi dell'energia e l'inflazione sono già elevati, in particolare nel caso di gas ed elettricità².

Figura B

Propagazione di uno shock energetico ai prezzi al consumo negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bureau of Labor Statistics e Standard & Poor's Global Ratings per gli Stati Uniti; Office for National Statistics per il Regno Unito; Statistics Bureau of Japan per il Giappone; LSEG.

(1) Funzioni di risposta all'impulso dei prezzi al consumo a seguito di uno shock del 10 per cento al prezzo del gas naturale (pannello a) e al prezzo del petrolio (pannello b). L'asse orizzontale riporta i mesi. Per la propagazione di uno shock al prezzo del gas le stime sono relative al periodo gennaio 1997-gennaio 2026 (per gli Stati Uniti e il Regno Unito) e a quello maggio 2015-febbraio 2026 (per il Giappone). Per la propagazione di uno shock al prezzo del petrolio le stime sono relative al periodo gennaio 1975-dicembre 2025 (per tutti i paesi).

² Analisi su dati italiani indicano una relazione non lineare tra prezzi all'ingrosso e prezzi al consumo: quando il prezzo del gas europeo supera 50 euro per megawattora la trasmissione alle bollette del gas diventa circa quattro volte più rapida rispetto ai periodi di prezzi bassi, mentre il passaggio ai prezzi dell'elettricità diviene statisticamente significativo solo nel regime di prezzi elevati (cfr. J. Tozzo, *Gas and electricity prices pass-through: possible scenarios for Italian inflation*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione). Questi risultati suggeriscono che, in presenza di tensioni persistenti sui mercati energetici, gli effetti indiretti sulle componenti non energetiche dell'inflazione possono risultare più rilevanti, in particolare per alimentari e beni industriali.

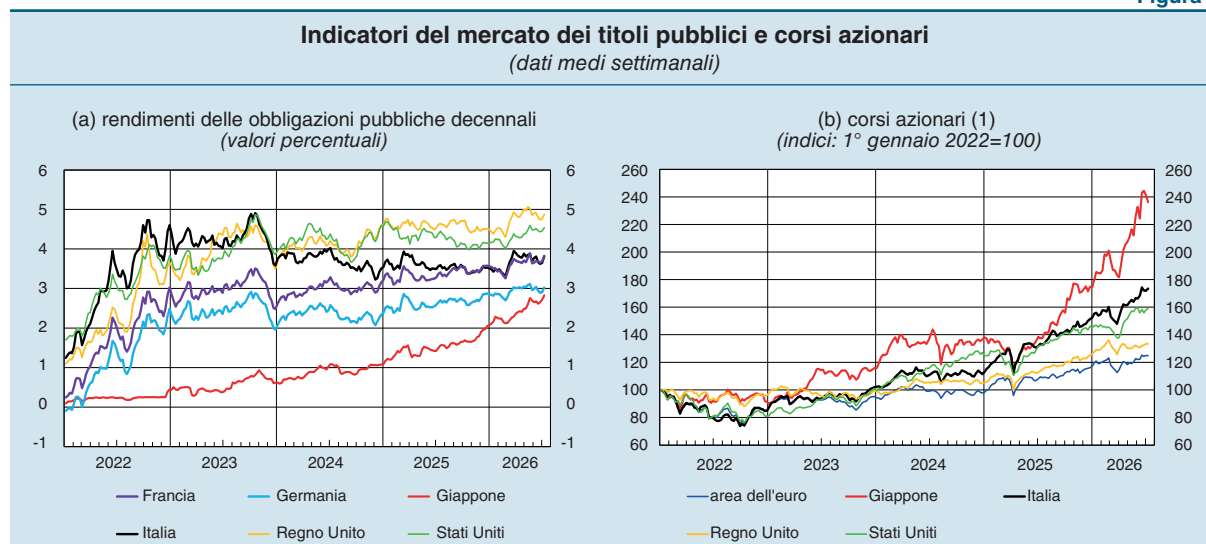
Stime econometriche indicano che negli ultimi decenni anche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone gli shock all'offerta delle due materie prime si sono trasmessi all'inflazione con modalità differenti (figura B). In tutte e tre le economie la trasmissione degli shock petroliferi è concentrata in larga misura nel primo anno. A parità di variazione delle quotazioni di petrolio, la risposta dei prezzi al consumo è inoltre maggiore negli Stati Uniti e nel Regno Unito rispetto al Giappone. Gli impatti degli shock all'offerta di gas risultano invece più eterogenei tra paesi: nel Regno Unito e in Giappone la trasmissione si protrae per diversi anni e determina un effetto sul livello dei prezzi nel complesso più ampio che negli Stati Uniti, dove la tempistica è invece simile a quella degli shock petroliferi.

I mercati hanno rivisto al rialzo le attese sui tassi per le principali banche centrali. A giugno la Federal Reserve ha mantenuto i tassi invariati nell'intervallo 3,50-3,75 per cento per la quarta riunione consecutiva, rimuovendo dal proprio comunicato il richiamo a un possibile allentamento della politica monetaria e segnalando una maggiore attenzione ai rischi al rialzo per l'inflazione. Le proiezioni indicano un aumento di 25 punti base entro la fine dell'anno, in linea con le aspettative di mercato. Anche la Bank of England ha lasciato i tassi invariati a giugno, al 3,75 per cento, mentre la Banca del Giappone li ha alzati di 25 punti base, all'1,0 per cento; le attese di mercato suggeriscono per entrambe un rialzo entro la fine di quest'anno. La Banca centrale cinese continua a mantenere un orientamento accomodante.

I rendimenti sovrani e i corsi azionari sono saliti e il dollaro si è apprezzato. I tassi di interesse a lungo termine sui titoli di Stato sono cresciuti nelle principali economie avanzate (fig. 4.a), riflettendo l'evoluzione delle tensioni in Medio Oriente e le attese di un orientamento di politica monetaria più restrittivo. Nel caso del Giappone pesano anche le prospettive di una politica di bilancio più espansiva.

I corsi azionari negli Stati Uniti e in Giappone si sono portati su livelli significativamente superiori a quelli precedenti l'avvio delle ostilità, mentre sono rimasti inferiori nel Regno Unito (fig. 4.b). Le differenze tra paesi sono riconducibili in larga misura alla diversa esposizione al settore tecnologico, che è stato sostenuto dai solidi risultati dei comparti connessi con lo sviluppo dell'IA, in particolare

Figura 4



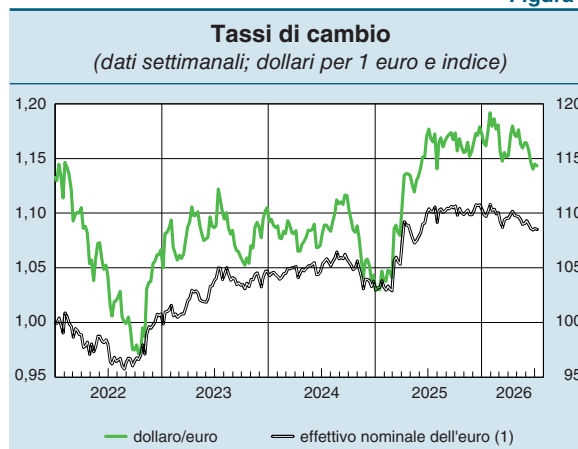
Fonte: LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 luglio 2026.

(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.

con la produzione di componenti e infrastrutture per i *data centers*. La concentrazione dei rialzi in pochi settori e le valutazioni storicamente elevate suggeriscono tuttavia cautela, in un contesto in cui una parte degli investitori potrebbe avere valutato solo parzialmente i rischi legati a tassi di interesse più alti, all'incertezza geopolitica e alla sostenibilità delle prospettive di redditività².

Dopo il deprezzamento di aprile seguito all'annuncio della tregua tra Stati Uniti e Iran il dollaro si è rafforzato nei confronti dell'euro (fig. 5), riflettendo le attese di un orientamento più restrittivo della Federal Reserve, la minore esposizione degli Stati Uniti allo shock energetico e il ruolo del dollaro come valuta di riserva. L'euro si è indebolito in termini effettivi nominali.

Figura 5



Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 10 luglio 2026.
(1) Indice: 1^a settimana gen. 2022=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nei primi tre mesi dell'anno il PIL dell'area dell'euro è diminuito; al netto dell'eccezionale contrazione dell'attività in Irlanda è tuttavia cresciuto dello 0,3 per cento. Secondo le nostre stime, in primavera il prodotto ha segnato un'espansione modesta, in un contesto caratterizzato dall'incertezza legata al conflitto in Medio Oriente. L'aumento dell'inflazione dall'inizio delle ostilità è stato sospinto dalle componenti energetiche. Nella riunione di giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha alzato i tassi ufficiali di 25 punti base, in risposta alle pressioni inflazionistiche generate dal conflitto.

Nei primi tre mesi del 2026 il PIL dell'area dell'euro, al netto della forte flessione in Irlanda, è cresciuto a un ritmo simile a quello dei trimestri precedenti. Escludendo il dato irlandese, il prodotto è aumentato dello 0,3 per cento (tav. 2)³, sospinto dall'espansione delle esportazioni (che sono invece diminuite se si include l'Irlanda); le importazioni hanno ristagnato, nonostante il buon andamento della componente dei servizi. I consumi delle famiglie hanno rallentato, risentendo principalmente del calo della spesa per beni non durevoli. Gli investimenti si sono ridotti, anche per effetto di condizioni meteorologiche rigide durante l'inverno, che hanno frenato l'attività nel settore delle costruzioni, in particolare nel segmento dell'ingegneria civile in Germania e in Francia. Si sono invece ampliati gli investimenti in beni strumentali.

Nello stesso periodo, al netto dell'Irlanda, il valore aggiunto nell'industria è cresciuto (risulta invece decisamente diminuito se si include l'Irlanda; fig. 6), in special modo nei settori più connessi con la difesa e in quelli dei prodotti petroliferi raffinati, favoriti dalle difficoltà di approvvigionamento causate dalla crisi in Medio Oriente. L'attività si è indebolita nelle costruzioni, mentre è aumentata nei servizi, soprattutto in quelli di consulenza professionale e scientifica, di informazione e comunicazione e in quelli legati al turismo.

² *Il sistema economico e finanziario tra incertezza e innovazione*, intervento del Governatore della Banca d'Italia F. Panetta all'Assemblea degli Associati dell'Associazione bancaria italiana, Roma, 15 luglio 2026.

³ In Irlanda la misura dell'attività economica è caratterizzata da brusche oscillazioni dovute anche alle pratiche di ottimizzazione del carico fiscale delle imprese multinazionali che vi hanno sede. Nel primo trimestre il principale contributo alla caduta del PIL (-12,1 per cento) è provenuto dal netto calo delle esportazioni di beni attribuibili a queste imprese, in particolare nel comparto farmaceutico.

Tra le principali economie dell'area, il PIL ha continuato a salire in misura marcata in Spagna, trainato dalla domanda interna. L'espansione è proseguita anche in Germania, sostenuta dai consumi pubblici, e in Italia (cfr. il paragrafo 2.1). In Francia il PIL è lievemente diminuito, per effetto della flessione della domanda estera netta (tav. 2).

Le ostilità nel Golfo Persico hanno avuto un impatto significativo sul PIL dell'area. In base alle nostre valutazioni, nel secondo trimestre l'attività economica dell'area, escludendo la volatilità dei dati irlandesi, è aumentata in misura modesta. Si sarebbe decisamente attenuato il contributo dei servizi alla crescita, come segnalato dal forte peggioramento delle aspettative delle imprese del settore (fig. 6). A incidere in misura prevalente sul rallentamento del terziario sarebbero stati i servizi rivolti alle famiglie – le cui decisioni di spesa sono improntate a maggiore cautela – mentre quelli alle imprese avrebbero continuato a espandersi, in particolare nei settori dell'informazione e comunicazione e della consulenza tecnica e professionale. L'attività manifatturiera avrebbe continuato a fornire un contributo positivo, in linea con le indicazioni del PMI relativo alla produzione corrente. L'attività sarebbe stata in parte sostenuta da anticipi nella produzione, in previsione di ulteriori rialzi dei costi delle materie prime e di rallentamenti nelle catene globali di fornitura. Queste dinamiche riguarderebbero soprattutto i comparti caratterizzati da una domanda sostenuta, come quelli legati alla transizione digitale ed energetica e all'incremento della spesa militare, nonché i settori maggiormente integrati nelle catene del valore globali, quali la farmaceutica.

I consumi delle famiglie avrebbero ulteriormente rallentato. Sulla loro dinamica avrebbero inciso il significativo peggioramento dei giudizi sulla situazione economica generale, le preoccupazioni sull'evoluzione del mercato del lavoro, il rincaro dei beni energetici e il suo impatto negativo sul reddito disponibile reale.

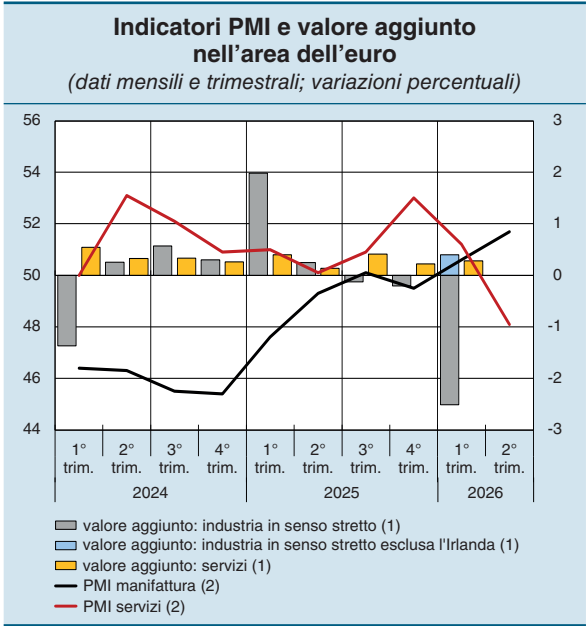
L'accumulazione di capitale avrebbe fornito un contributo lievemente positivo all'andamento del prodotto. Gli investimenti in macchinari e attrezzature sarebbero aumentati nel secondo trimestre, in linea con il miglioramento della fiducia delle imprese produttrici di beni di investimento osservato all'inizio dell'anno, prima del conflitto in Medio Oriente. Anche gli investimenti in costruzioni avrebbero mostrato un'espansione, beneficiando della ripresa dell'attività edilizia, dello stimolo fiscale

Tavola 2

PIL e inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali)				
PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2025	2025 4° trim. (1)	2026 1° trim. (1)	2026 giugno (2)
Francia	0,8	0,2	-0,1	2,0
Germania	0,2	0,2	0,3	2,4
Italia	0,5	0,3	0,3	3,0
Spagna	2,8	0,8	0,6	3,6
Area dell'euro al netto dell'Irlanda	1,0	0,4	0,3	
Area dell'euro	1,4	0,2	-0,2	(2,8)

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).

Figura 6



Fonte: Eurostat e Standard & Poor's Global Ratings.
(1) Dati trimestrali 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.

da parte del governo tedesco per il rinnovamento delle infrastrutture, nonché dell'avanzamento in diversi paesi dei progetti finanziati dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza.

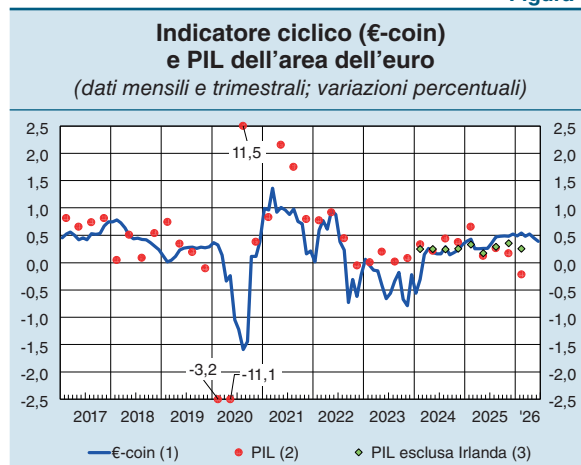
L'andamento delle esportazioni si sarebbe mantenuto debole. Nel complesso le inchieste della Commissione europea e i PMI indicano nel secondo trimestre una dinamica debole della domanda estera; permane tuttavia una tendenza positiva nei settori dell'elettronica e delle apparecchiature elettriche e in quelli legati alla difesa.

La crescita di fondo dell'area dell'euro si è attenuata, come segnalato dalla lieve diminuzione dell'indicatore €-coin nei mesi più recenti (fig. 7)⁴. L'impulso nel complesso positivo proveniente dall'industria è stato controbilanciato dal rapido peggioramento della fiducia delle famiglie e delle imprese dei servizi.

Sono state riviste lievemente al ribasso le previsioni di crescita dell'area. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate in giugno⁵ prefigurano un aumento del PIL dello 0,8 per cento nel 2026, dell'1,2 nel 2027 e dell'1,5 nel 2028. Rispetto a marzo, le stime sono state riviste al ribasso di 1 decimo di punto percentuale sia per il 2026 sia per il 2027, riflettendo l'impatto più marcato della crisi in Medio Oriente sui prezzi delle materie prime, sui redditi reali e sulla fiducia dei consumatori.

L'inflazione è aumentata. Nei mesi primaverili la variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo si è portata al 3,0 per cento, trainata soprattutto dalla componente energetica. La crescita dei prezzi della componente di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, è marginalmente aumentata, sospinta dall'incremento dell'inflazione dei beni industriali non energetici. Tra le componenti più volatili, l'inflazione dei beni energetici è salita, sostenuta principalmente del rincaro dei carburanti, mentre quella dei beni alimentari è diminuita. In giugno il calo dei corsi petroliferi ha ridotto l'inflazione energetica e quella complessiva rispetto ai massimi raggiunti nel mese precedente (fig. 8).

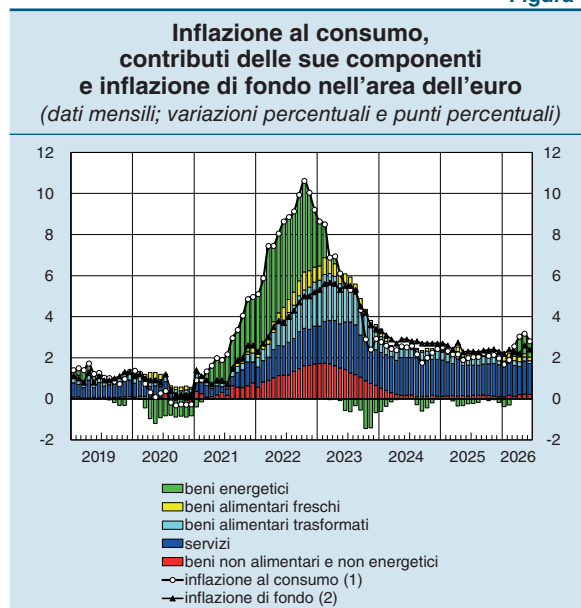
Figura 7



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. 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) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. L'indicatore €-coin incorpora le informazioni disponibili fino al 29 maggio 2026, non include pertanto la forte revisione al ribasso della variazione del PIL nel 1° trimestre del 2026, da 0,1 a -0,2 per cento, che riflette l'eccezionale contrazione dell'attività economica in Irlanda. — (3) È riportata la variazione del PIL dell'area al netto dell'Irlanda, a causa della estrema volatilità dei dati di questo paese, in larga parte non connessa con il ciclo economico europeo.

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.

⁴ La dinamica dell'indicatore €-coin negli ultimi mesi è coerente con quella del PIL dell'area dell'euro al netto delle forti oscillazioni dell'economia irlandese.

⁵ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema](#), giugno 2026.

In maggio i prezzi all'importazione hanno mostrato un'ulteriore crescita tendenziale, diffusa a tutte le principali componenti. L'inflazione alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno, al netto dell'energia, è salita al 2,8 per cento su base annua. In giugno l'indice PMI ha segnalato una decelerazione dei prezzi degli input sia nel comparto manifatturiero sia soprattutto nei servizi, dove si è collocato su livelli inferiori a quelli osservati in aprile.

Le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro hanno rallentato. Nel primo trimestre la dinamica salariale si è attenuata in modo più marcato in Germania e in misura più ridotta in Spagna e Francia, mentre è rimasta stabile su valori moderati in Italia. Sulla base delle indicazioni del *wage tracker* della Banca centrale europea⁶, l'incremento dei salari si stabilizzerebbe nel corso dell'anno intorno al 2,6 per cento. Questa debole dinamica retributiva risente anche del raffreddamento della domanda di lavoro, misurata dal numero di posti vacanti, in calo a fronte di un tasso di disoccupazione stabile su valori bassi (cfr. il riquadro: *Il mercato del lavoro dell'area dell'euro: indicazioni dai dati sui posti vacanti e sui flussi dei lavoratori*). Nei primi tre mesi del 2026 il numero di occupati nell'area è lievemente aumentato; gli indicatori più recenti suggeriscono che avrebbe continuato a espandersi a un ritmo modesto anche nel bimestre aprile-maggio.

IL MERCATO DEL LAVORO DELL'AREA DELL'EURO: INDICAZIONI DAI DATI SUI POSTI VACANTI E SUI FLUSSI DEI LAVORATORI

Nei primi quattro mesi del 2026 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è mantenuto su valori storicamente bassi, intorno al 6 per cento. Tuttavia tale andamento è stato accompagnato da un calo della domanda di lavoro, misurata dal tasso di posti vacanti¹, che si è collocato su livelli molto modesti rispetto all'ultimo quinquennio (figura A, pannello a). Per effetto di tale riduzione, il grado di tensione tra domanda e offerta di lavoro – misurato come rapporto tra il numero di posti vacanti e quello di lavoratori in cerca di impiego – è diminuito, proseguendo la tendenza negativa in corso dal secondo semestre del 2022 (figura A, pannello b). In base ai dati più recenti del portale *Indeed Hiring Lab* sui posti vacanti pubblicati online, la domanda di lavoro si sarebbe ulteriormente ridotta nel secondo trimestre di quest'anno. La diversa dinamica del tasso di posti vacanti segnala un calo della domanda di lavoro che non è possibile cogliere analizzando unicamente il tasso di disoccupazione. Quest'ultimo infatti da un lato incorpora anche le fluttuazioni legate all'offerta di lavoro, dall'altro non distingue se gli aumenti dell'occupazione derivino da maggiore creazione o da minore distruzione dei posti di lavoro.

Nostre analisi dei flussi tra le condizioni di occupato, disoccupato e inattivo (indicati rispettivamente con O, D e I) consentono di scomporre l'evoluzione del tasso di disoccupazione. Utilizzando i dati dell'Eurostat sulle probabilità di transizione tra le tre condizioni², i flussi trimestrali vengono suddivisi in tre categorie: (a) tassi di entrata nell'occupazione (da D a O e da I a O), che tipicamente forniscono il contributo principale alla dinamica della disoccupazione; (b) tassi di uscita dall'occupazione (da O a D e da O a I); (c) flussi di scoraggiamento (da D a I) e attivazione alla ricerca del lavoro (da I a D).

¹ Il tasso di posti vacanti è definito come il rapporto, espresso in percentuale, tra il numero di posti vacanti e la somma del numero di posti occupati e posti vacanti.

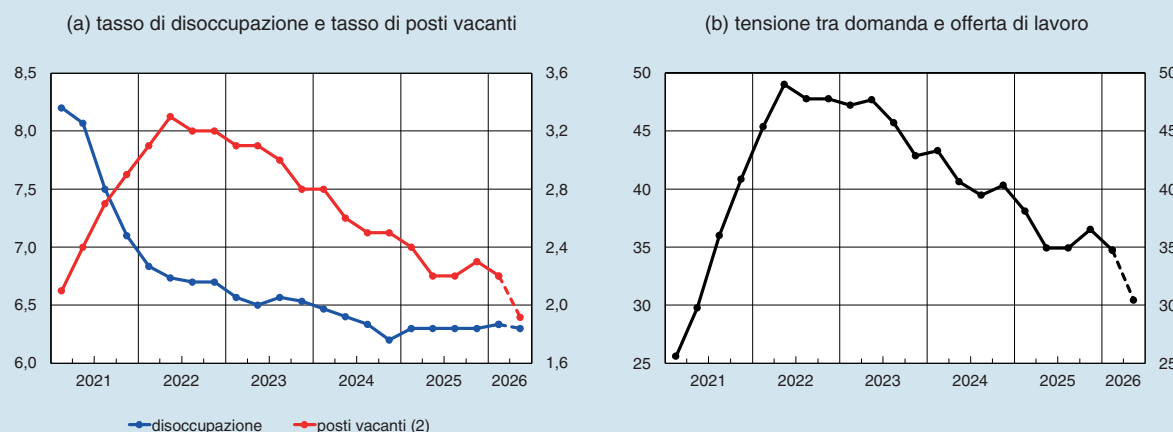
² Le probabilità di transizione fra le tre condizioni sono calcolate sulla base delle informazioni contenute nella componente longitudinale della *Rilevazione sulle forze di lavoro* di fonte Eurostat.

⁶ 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 retributiva*, in *Bollettino economico*, 1, 2026.

Figura A

Disoccupazione, posti vacanti e tensione del mercato del lavoro (1)

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

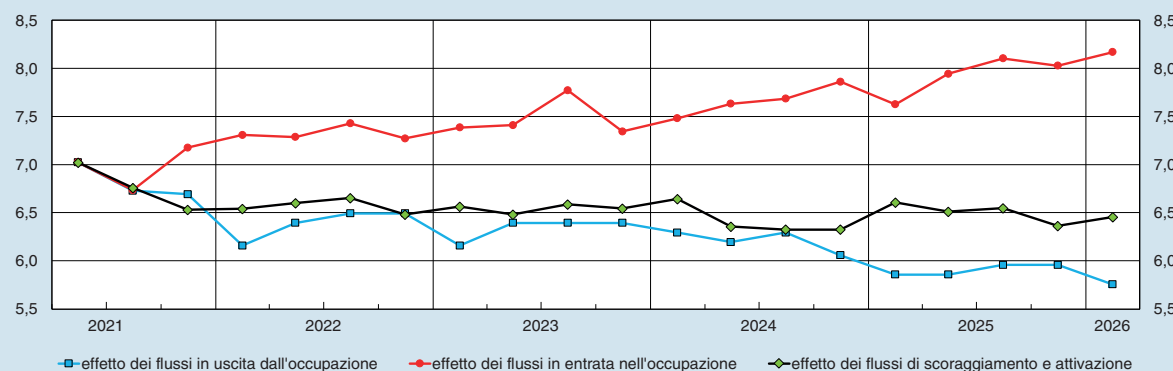
(1) Per il 2° trimestre del 2026 il tasso di disoccupazione e il tasso di posti vacanti corrispondono alla media del bimestre aprile-maggio; per quest'ultimo si utilizzano i dati tratti dal portale *Indeed Hiring Lab*. La tensione del mercato del lavoro nel 2° trimestre del 2026 è calcolata sulla base dei valori provvisori del tasso di disoccupazione e dei posti vacanti. – (2) Scala di destra.

La figura B isola il contributo delle rispettive categorie all'andamento del tasso di disoccupazione nel periodo compreso tra il picco raggiunto nel secondo trimestre del 2021 e l'ultimo dato disponibile (primo trimestre del 2026). Ciascuna linea mostra l'evoluzione controfattuale del tasso di disoccupazione dovuta ai flussi di ciascuna categoria, mantenendo gli altri flussi costanti al primo valore osservato (ad esempio, la linea rossa indica l'andamento del tasso di disoccupazione se fossero variati soltanto i tassi di entrata nell'occupazione).

Figura B

Evoluzione controfattuale del tasso di disoccupazione basata sulla dinamica dei flussi (1)

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Eurostat.

(1) La linea blu corrisponde all'evoluzione controfattuale del tasso di disoccupazione in uno scenario in cui solo i flussi da O a I e da O a D fossero variati nel tempo; la linea rossa corrisponde all'evoluzione controfattuale del tasso di disoccupazione in uno scenario in cui solo i flussi da D a O e da I a O fossero variati nel tempo; la linea verde corrisponde all'evoluzione controfattuale del tasso di disoccupazione in uno scenario in cui solo i flussi da D a I e da I a D fossero variati nel tempo. In ciascuno scenario gli altri tassi di transizione rimangono stabili rispetto al valore osservato nel 2° trimestre del 2021 (primo punto della serie temporale). L'esercizio scompone la dinamica del tasso di disoccupazione di equilibrio, ossia il valore al quale il tasso di disoccupazione tenderebbe in ciascun momento in assenza di variazioni nei tassi di transizione.

I fattori che hanno contribuito a ridurre la disoccupazione sono stati le minori uscite dall'occupazione, e quindi la maggiore stabilità dei posti di lavoro (attribuibile in buona parte all'invecchiamento della popolazione e all'allungamento della vita lavorativa), e il più alto scoraggiamento nella ricerca del lavoro. Al contrario, la dinamica dei flussi in entrata nell'occupazione ha esercitato una pressione al rialzo sul tasso di disoccupazione. Nel complesso, la prolungata riduzione del tasso di disoccupazione osservata nell'ultimo quadriennio riflette – in una fase di rallentamento dell'occupazione – il contributo di fattori strutturali e della debolezza dell'offerta di lavoro.

Le previsioni di inflazione sono state riviste al rialzo. Secondo le proiezioni formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione si collocherà al 3,0 per cento nel 2026 e al 2,3 nel 2027, riportandosi al 2,0 per cento nel 2028⁷. Rispetto all'esercizio previsivo di marzo, le stime sono state riviste al rialzo complessivamente di 0,7 punti percentuali nel biennio 2026-27, principalmente a seguito dell'incremento delle quotazioni delle materie prime energetiche e dei più marcati effetti indiretti sull'inflazione non energetica.

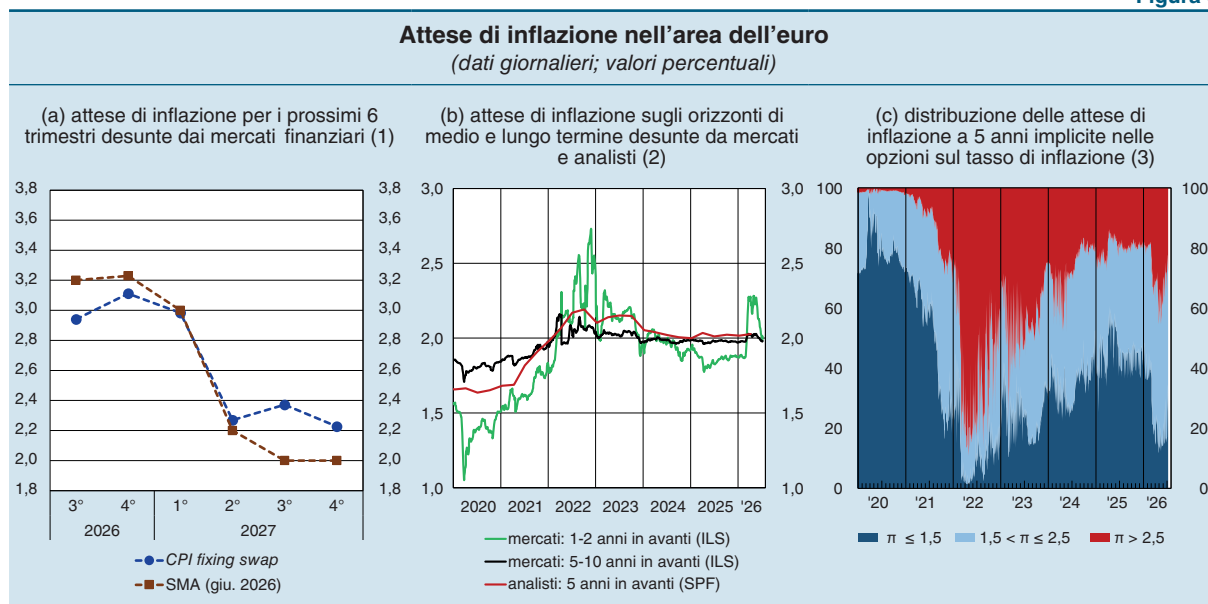
Le famiglie e le imprese si attendono un livello di inflazione più elevato nel breve periodo. Nella media del secondo trimestre le indagini condotte dalla Commissione europea e gli indicatori PMI segnalano un aumento sia delle aspettative delle imprese circa la crescita dei prezzi di vendita, soprattutto nei comparti più esposti ai rincari dei costi energetici, sia dell'inflazione attesa dai consumatori; questa tendenza, sulla quale incide il conflitto in Medio Oriente, si è tuttavia attenuata nel corso del trimestre. Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in maggio la mediana delle aspettative di inflazione al consumo delle famiglie nell'area dell'euro si è ridotta al 3,5 per cento sull'orizzonte a dodici mesi (da 4,0 nel mese precedente); quelle sugli orizzonti più lontani si collocano su valori inferiori.

Le attese di inflazione a breve termine sono aumentate, mentre quelle a medio e a lungo termine restano ancorate all'obiettivo. Dalla seconda metà di giugno i contratti di *CPI fixing swap*⁸ incorporano un'inflazione attesa del 3,1 per cento alla fine del 2026 e compresa tra il 2,2 e il 2,4 dal secondo trimestre del 2027. Secondo gli operatori intervistati dalla BCE alla fine di maggio nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA), l'inflazione si collocherebbe oltre il 3 per cento nel terzo trimestre del 2026, per poi ridursi gradualmente e tornare in linea con l'obiettivo del 2 per cento nello stesso periodo del 2027 (fig. 9.a). Dall'inizio di maggio le aspettative di inflazione implicite nei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sull'orizzonte tra uno e due anni in avanti hanno oscillato tra il 2,0 e il 2,2 per cento (fig. 9.b). La distribuzione delle attese di inflazione desunte dai prezzi delle opzioni assegna una probabilità superiore al 15 per cento che la variazione dei prezzi al consumo risulti in media inferiore all'1,5 per cento nei prossimi cinque anni, mentre la probabilità che superi il 2,5 è all'incirca del 30 per cento (fig. 9.c).

⁷ Oltre allo scenario di base, la BCE ha pubblicato tre diversi scenari – uno più favorevole, uno avverso e uno severo – che prefigurano, a scopo illustrativo, profili alternativi per i prezzi delle materie prime energetiche e per la loro trasmissione all'inflazione e all'attività economica dell'area dell'euro.

⁸ I *CPI fixing swaps* sono contratti derivati collegati alla pubblicazione dei dati mensili sull'inflazione sui dodici 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.

Figura 9



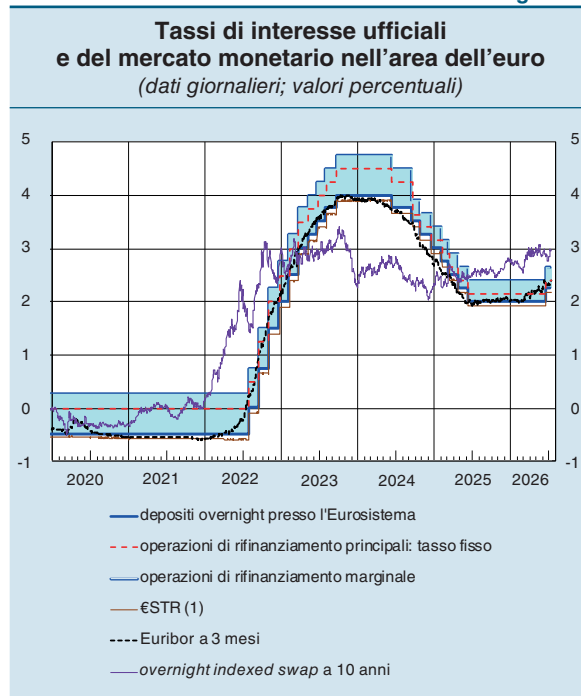
Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato si riferisce al 10 luglio 2026, se non diversamente specificato.

(1) Tassi di inflazione annuali attesi per i prossimi 6 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) e mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 25 e il 27 maggio 2026. – (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 depurati dalle componenti di rischio (cfr. F. Lilla e G. Zinna, *Survey-based daily estimates of inflation expectations and risk premia in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 991, 2025) 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 al 2° trimestre 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 al netto dei tabacchi.

La BCE ha aumentato i tassi ufficiali. Nella riunione di giugno il Consiglio direttivo della BCE ha innalzato i tassi ufficiali di 25 punti base (fig. 10), sottolineando che le tensioni in Medio Oriente stanno generando diffuse pressioni inflazionistiche e che la decisione è giustificata tenendo conto sia di diversi scenari sull'evoluzione del conflitto, sia delle prospettive di medio termine dell'area dell'euro. I mercati si attendono un ulteriore rialzo di 25 punti base tra settembre e dicembre.

I rendimenti dei titoli pubblici si sono mantenuti pressoché invariati. I titoli di Stato decennali dei principali paesi dell'area dell'euro presentano rendimenti simili a quelli di aprile, con l'eccezione della Francia, dove sono aumentati (cfr. fig. 4.a). I differenziali di rendimento tra i titoli sovrani dei principali paesi e il Bund tedesco sono rimasti pressoché invariati, fatta eccezione per la Francia, dove lo spread si è ampliato (fig. 11.a). Le condizioni di liquidità nei mercati dei titoli pubblici sono nel complesso migliorate (fig. 11.b).

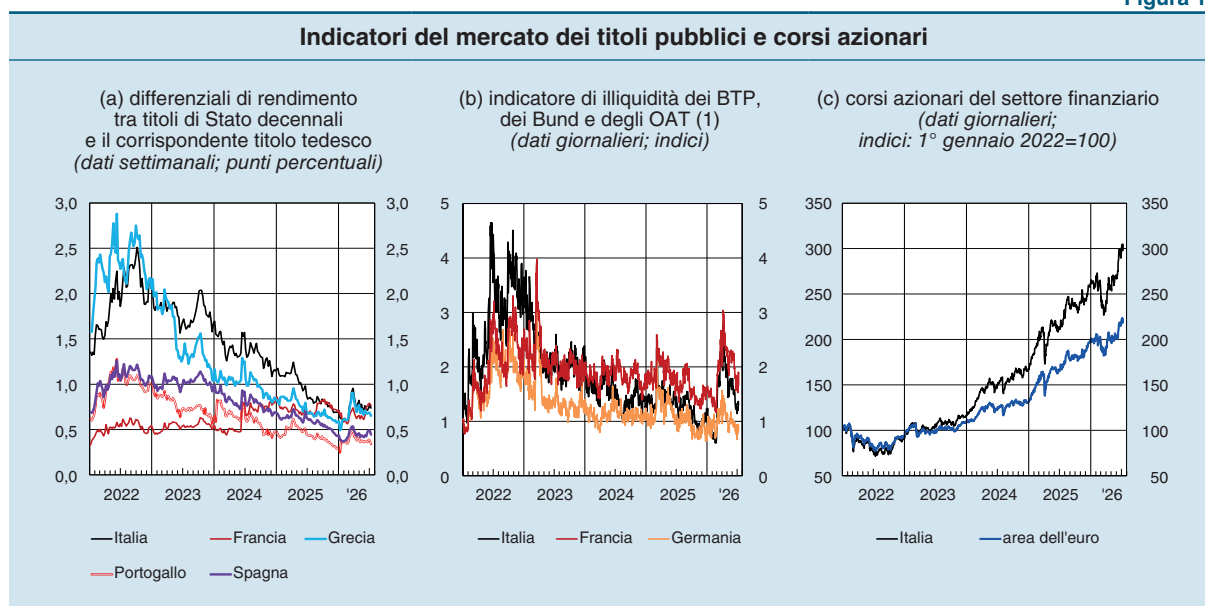
Figura 10



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

Figura 11



Fonte: LSEG, elaborazioni su dati Bloomberg e Tradeweb. L'ultimo dato si riferisce al 10 luglio 2026, se non diversamente specificato.

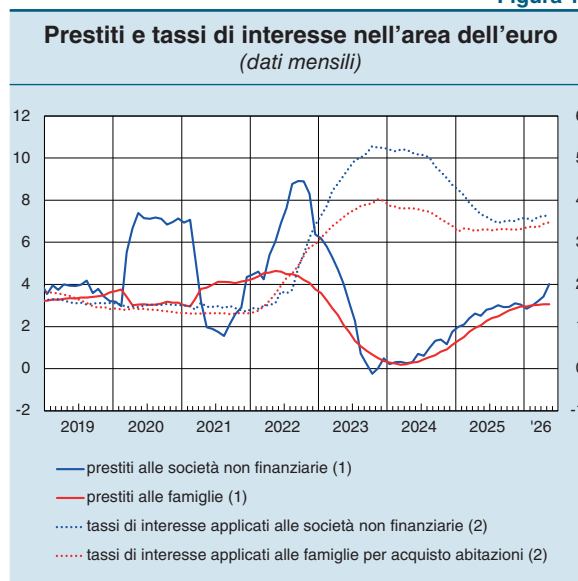
(1) *Obligations assimilables du Trésor* (OAT). Per la metodologia di calcolo dell'indice, cfr. R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 663, 2021.

Le quotazioni azionarie sono salite. Dall'inizio di aprile l'indice azionario dell'area dell'euro è cresciuto, riportandosi sui livelli precedenti l'avvio del conflitto (cfr. fig. 4.b). L'aumento ha riflesso i risultati superiori alle aspettative nei comparti finanziario ed energetico nel primo trimestre dell'anno, nonché la revisione al rialzo degli utili attesi. Anche nell'area, come negli Stati Uniti, i corsi azionari delle imprese tecnologiche hanno avuto un netto incremento, sebbene nell'indice europeo pesino meno che nell'indice statunitense. Il mercato azionario italiano ha mostrato un andamento migliore rispetto a quello dell'area, sostenuto dal buon andamento dei titoli del settore finanziario (fig. 11.c).

Il costo medio del credito alle famiglie e alle imprese è lievemente aumentato. Tra febbraio e maggio sia il tasso di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sia quello sui nuovi mutui alle famiglie sono saliti di circa 10 punti base (fig. 12), nonostante il maggiore rialzo dei tassi di interesse di mercato a breve e a lungo termine osservato nel periodo.

La dinamica dei prestiti alle imprese si è rafforzata. In maggio la crescita del credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro si è intensificata (al 4,0 per cento su base annua), sospinta principalmente

Figura 12



Fonte: BCE.

(1) Variazioni percentuali sui 12 mesi calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. — (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.

dai finanziamenti a breve e media scadenza. I prestiti hanno accelerato in Francia, Spagna e Italia (cfr. il paragrafo 2.7), mentre in Germania hanno continuato a mostrare una dinamica debole.

Le condizioni di offerta del credito alle imprese sono peggiorate ancora. Nell'ambito dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank lending Survey*, BLS)⁹ relativa al primo trimestre dell'anno, gli intermediari hanno riportato un nuovo inasprimento dei criteri di offerta applicati ai nuovi prestiti bancari alle imprese. Ciò sarebbe riconducibile ai maggiori rischi percepiti sulle prospettive economiche e alla minore tolleranza al rischio.

Nei primi tre mesi dell'anno la domanda di credito da parte delle imprese è rimasta debole ed è di poco scesa rispetto al trimestre precedente, soprattutto per la minore necessità di finanziare gli investimenti fissi. Alcune banche hanno tuttavia indicato che i recenti sviluppi sui mercati energetici avrebbero favorito, nel secondo trimestre, un incremento della domanda di prestiti per esigenze di liquidità.

Il credito alle famiglie continua a espandersi a un ritmo moderato. In maggio la crescita dei prestiti alle famiglie si è mantenuta su valori simili a quelli di febbraio in tutti i principali paesi dell'area. La dinamica dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni continua a riflettere una domanda nel complesso ancora robusta: secondo le banche partecipanti alla BLS, nel primo trimestre dell'anno le richieste di mutui sarebbero rimaste invariate per la prima volta dopo sette trimestri consecutivi di aumenti. Le banche hanno lievemente irrigidito i criteri di concessione dei mutui, soprattutto per effetto di un rischio percepito più elevato, solo in parte compensato dalla maggiore competizione tra gli intermediari.

⁹ Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *April 2026 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 28 aprile 2026.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 LA FASE CICLICA

Nei primi tre mesi del 2026 il PIL dell'Italia ha continuato a espandersi, sostenuto sia dalla domanda estera sia da quella interna. Sulla base delle nostre valutazioni, nel secondo trimestre l'attività economica ha rallentato, risentendo del minore slancio dei consumi e degli investimenti, frenati dall'incertezza sull'evoluzione del quadro internazionale e dal rincaro dei beni energetici.

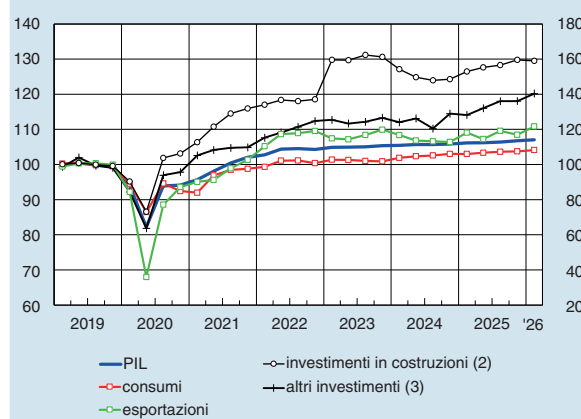
Nei primi mesi dell'anno in Italia il prodotto è cresciuto. L'attività economica nel primo trimestre è aumentata dello 0,3 per cento, come nel periodo precedente; vi ha contribuito principalmente il marcato incremento delle esportazioni di beni e servizi (fig. 13 e tav. 3), per effetto di fattori temporanei quali i Giochi olimpici invernali e la vendita di beni connessi con la cantieristica navale, mentre sono diminuite le importazioni. Gli investimenti hanno continuato a espandersi, sospinti sia dalle costruzioni non residenziali sia dalla componente dei mezzi di trasporto; quest'ultima ha beneficiato di incentivi per l'acquisto di veicoli commerciali a basse emissioni. I consumi delle famiglie hanno accelerato, in particolare con riferimento ai beni durevoli, anch'essi destinatari delle misure di incentivo al rinnovo del parco circolante. La crescita dei consumi ha riflesso una dinamica positiva del reddito disponibile, determinando una sostanziale stabilità del tasso di risparmio.

Il valore aggiunto è aumentato nei servizi. Seppure con andamenti eterogenei tra i diversi comparti, nei servizi è cresciuto in maniera significativa il valore aggiunto: l'espansione è stata pronunciata nei settori di supporto logistico alle imprese e in quelli legati al turismo; si è invece osservato un calo nei comparti finanziario e assicurativo (cfr. il paragrafo 2.2). L'attività ha rallentato nella manifattura, nonostante la dinamica ancora robusta dei settori esposti all'ammodernamento tecnologico, alla riconversione energetica e all'incremento della spesa per la difesa. L'attività si è invece ridotta nelle costruzioni.

Nei mesi primaverili l'attività economica avrebbe decelerato. L'accumulazione di capitale si sarebbe attenuata nel secondo trimestre. L'impulso positivo derivante dalla transizione digitale ed energetica e dai progetti finanziati dal *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR) sarebbe stato in parte compensato dall'aumento dell'incertezza e dal rialzo dei prezzi dei beni energetici e degli input produttivi, legati alle tensioni in Medio Oriente (cfr. il paragrafo 2.6). I consumi delle famiglie avrebbero rallentato, risentendo

Figura 13

PIL e principali componenti della domanda (1)
(dati trimestrali; indici: 2019=100)



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.

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

VOCI	2025	2025			2026
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
PIL	0,5	0,0	0,2	0,3	0,3
Importazioni di beni e servizi	3,6	0,2	2,0	1,3	-0,7
Domanda nazionale (2)	1,3	0,6	0,1	1,1	-0,7
Consumi nazionali	0,9	0,3	0,3	0,1	0,4
spesa delle famiglie (3)	1,1	0,3	0,3	0,1	0,5
spesa delle Amministrazioni pubbliche	0,6	0,4	0,1	0,2	0,0
Investimenti fissi lordi	3,5	1,6	1,3	1,0	0,7
costruzioni	3,3	1,5	0,8	1,9	-0,4
beni strumentali (4)	3,6	1,7	1,7	0,0	1,8
Variazioni delle scorte (5)	-0,2	0,0	-0,4	0,7	-1,1
Esportazioni di beni e servizi	1,2	-1,7	2,2	-1,0	2,2
Esportazioni nette (6)	-0,7	-0,6	0,1	-0,7	0,9

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.

del peggioramento della fiducia, delle prospettive sul quadro economico internazionale e dei rincari energetici (cfr. il paragrafo 2.3). L'apporto della domanda estera netta alla crescita sarebbe pressoché nullo, in linea con le informazioni qualitative sugli ordinativi esteri (cfr. il paragrafo 2.4).

Secondo le nostre proiezioni macroeconomiche dell'inizio di giugno, il PIL aumenterebbe, nello scenario di base, dello 0,5 per cento quest'anno, dello 0,4 nel prossimo e dello 0,9 nel 2028 (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana pubblicate in giugno*).

LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ECONOMIA ITALIANA PUBBLICATE IN GIUGNO

Lo scorso 12 giugno sono state pubblicate le proiezioni per l'economia italiana relative al periodo 2026-28, elaborate dalla Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema¹. Alla luce dell'elevata incertezza che caratterizza il quadro previsivo, le proiezioni di base sono state accompagnate da scenari alternativi che esplorano le ricadute sull'economia italiana di diverse ipotesi sugli andamenti dei prezzi delle materie prime.

Nella proiezione macroeconomica di base i prezzi dei beni energetici salgono in misura marcata nel 2026, per poi scendere gradualmente nel corso del 2027, in linea con le quotazioni dei contratti futures. Il commercio mondiale, frenato nell'anno in corso dall'accresciuta incertezza e dal rincaro delle materie prime, si rafforza progressivamente nel prossimo biennio. I costi di finanziamento per famiglie e imprese aumentano lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Sulla base di tali ipotesi si stima che il PIL dell'Italia cresca dello 0,5 per cento nel 2026, dello 0,4 nel 2027 e dello 0,9 nel 2028 (tavola). Queste stime non incorporano la revisione dei conti trimestrali diffusa dall'Istat lo scorso 29 maggio. Considerando tale revisione e a parità di altre condizioni, la crescita quest'anno sarebbe dello 0,6 per cento. La domanda interna risentirebbe dei maggiori prezzi

¹ Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 12 giugno 2026. Le proiezioni sono state elaborate sulla base delle informazioni disponibili fino al 21 maggio per la formulazione delle ipotesi tecniche e al 27 maggio per i dati congiunturali.

dell'energia, del deterioramento del clima di fiducia e dell'incremento dei costi di finanziamento; riprenderebbe vigore solo nel 2028, con l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche. L'aumento delle esportazioni sarebbe contenuto nel 2026, a causa del rallentamento della domanda mondiale e dell'apprezzamento dell'euro, e si rafforzerebbe nel prossimo biennio. L'occupazione continuerebbe a espandersi, a un ritmo moderato. Il tasso di disoccupazione rimarrebbe pressoché stabile lungo l'orizzonte previsivo, su livelli prossimi ai minimi storici. L'inflazione al consumo salirebbe al 3,1 per cento quest'anno, riflettendo principalmente il forte rincaro dei beni energetici, e tornerebbe al 2 per cento nel prossimo biennio. Al netto dei beni energetici e alimentari, la crescita dei prezzi al consumo si collocherebbe su valori prossimi al 2 per cento lungo l'intero orizzonte previsivo.

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 (giugno)	0,5	0,4	0,9	3,1	2,0	1,9
OCSE (giugno)	0,5	0,6	–	3,0	2,2	–
Commissione europea (maggio)	0,5	0,6	–	3,2	1,8	–
FMI (luglio/aprile)	0,5	0,5	–	2,6	2,4	–
UPB (aprile)	0,5	0,6	0,6	3,0	2,3	1,9
MEF quadro tendenziale (aprile)	0,6	0,6	0,8	2,9	2,0	1,5
per memoria: Banca d'Italia (aprile)	0,5	0,5	0,8	2,6	1,8	1,9

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 12 giugno 2026 e *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 3 aprile 2026; OCSE, *OECD Economic Outlook. Under Pressure*, giugno 2026; Commissione europea, *European Economic Forecast. Spring 2026*, maggio 2026; FMI, *World Economic Outlook Update. Global Economy in Crosscurrents of War and Technology*, luglio 2026, per la crescita e *World Economic Outlook. Global Economy in the Shadow of War*, aprile 2026, per l'inflazione; Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), *Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito delle audizioni preliminari all'esame del Documento di finanza pubblica 2026*, aprile 2026; Ministero dell'economia e delle finanze (MEF), *Documento di finanza pubblica 2026*, aprile 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 per cento nel 2026, dello 0,4 nel 2027 e dello 0,7 nel 2028. Le nostre stime di crescita non includono l'impatto della revisione dei conti nazionali trimestrali pubblicati dall'Istat lo scorso 29 maggio. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni dell'UPB sono riferite al deflatore dei consumi.

Rispetto alle proiezioni pubblicate lo scorso aprile, le stime di crescita sono state riviste marginalmente al ribasso nel 2027 e al rialzo nel 2028. Le previsioni di inflazione sono state riviste al rialzo di 0,5 punti percentuali nel 2026 e di 0,2 nel 2027, prevalentemente a causa di prezzi delle materie prime più elevati. Le proiezioni di crescita sono nel complesso analoghe a quelle dei principali previsori nel 2026 e generalmente inferiori nel 2027; quelle di inflazione sono superiori alle stime della maggioranza degli analisti per il 2026.

L'incertezza che circonda queste stime è elevata. Sviluppi più favorevoli potrebbero derivare da una più rapida discesa delle quotazioni delle materie prime rispetto a quanto incorporato nelle proiezioni di base a seguito del recente memorandum d'intesa fra Stati Uniti e Iran, da ricadute positive delle maggiori spese per la difesa in ambito europeo e dalla possibilità di un'accelerazione degli investimenti per effetto del processo di transizione digitale ed energetica. Al contrario, la prosecuzione delle tensioni tra Stati Uniti e Iran e ritardi nel ripristino dei flussi (in particolare di quelli energetici) attraverso lo Stretto di Hormuz potrebbero aumentare le pressioni inflazionistiche, indebolendo ulteriormente gli scambi internazionali e il clima di fiducia, con impatti negativi particolarmente pronunciati sulla crescita, soprattutto in presenza di tensioni sui mercati finanziari. Possibili conseguenze di sviluppi alternativi della crisi mediorientale e dei suoi effetti sull'andamento dei prezzi delle materie prime sono valutate nei diversi scenari pubblicati in

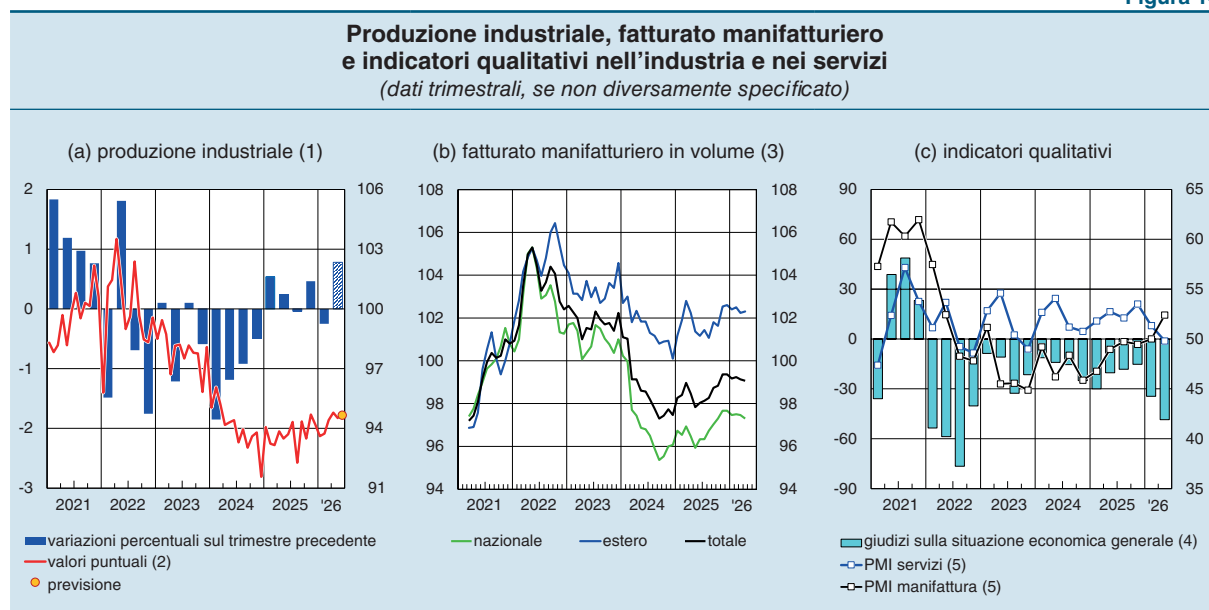
giugno (cfr. il riquadro: *Scenari alternativi sulle conseguenze del conflitto in Medio Oriente*, in Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 12 giugno 2026).

2.2 LE IMPRESE

Nel secondo trimestre l'attività avrebbe ripreso a espandersi nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni, soprattutto nel comparto non residenziale. Il valore aggiunto avrebbe invece rallentato nei servizi, risentendo della maggiore cautela dei consumatori. Gli investimenti avrebbero fornito un contributo modesto alla crescita, frenati dall'incertezza connessa con gli effetti delle tensioni in Medio Oriente.

Nel primo trimestre il valore aggiunto e la produzione industriale hanno rallentato. Il calo ha riguardato i beni di consumo, in particolare quelli durevoli, e in misura minore alcuni comparti che avevano mostrato una crescita particolarmente sostenuta nella seconda metà del 2025, tra cui quello farmaceutico. La debolezza della domanda continua a gravare sull'industria tessile e dell'abbigliamento. La produzione ha invece continuato a espandersi nei settori maggiormente legati alla transizione digitale e alla difesa, nonché nel comparto dei macchinari e delle attrezzature, seppure a ritmi inferiori rispetto alla seconda metà dell'anno precedente (fig. 14.a). Il fatturato in volume è sceso lievemente, risentendo soprattutto della componente interna (fig. 14.b).

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 giugno 2026, l'ultima barra indica quella per il 2° trimestre 2026. — (2) Dati mensili. Indice: 2021=100. Scala di destra. — (3) Dati mensili, volumi, 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 luglio 2026). — (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

L'attività nei servizi è tornata a crescere. Nel primo trimestre il valore aggiunto del settore terziario è aumentato, anche se con andamenti eterogenei tra i comparti. L'attività si è nuovamente contratta nei servizi finanziari e assicurativi, mentre ha continuato a espandersi in quelli di informazione e comunicazione, sostenuta dal processo di trasformazione tecnologica in corso. Sono cresciute per il

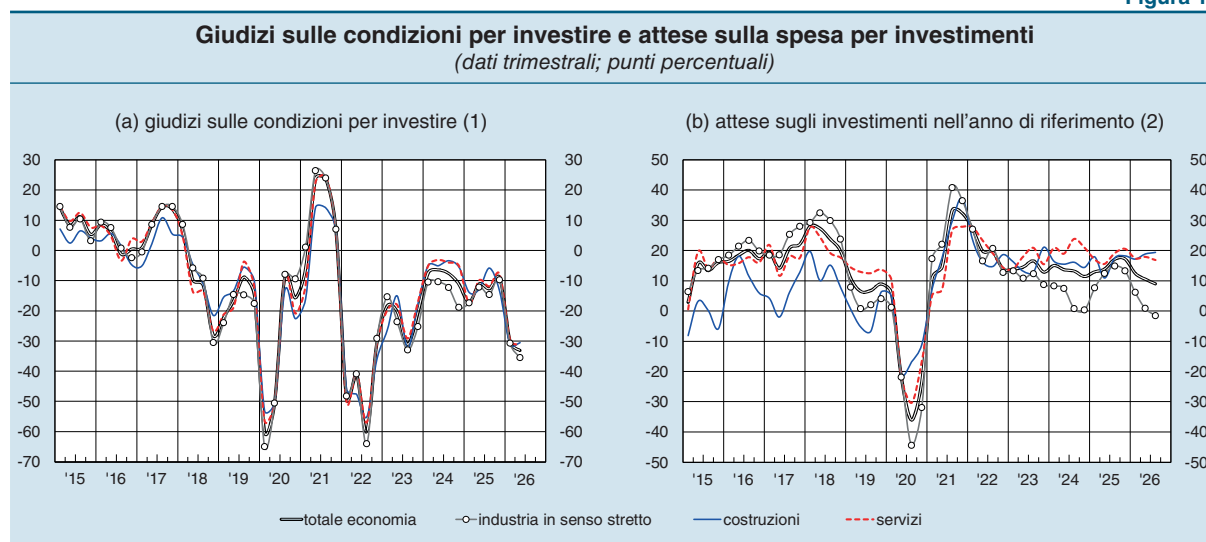
quinto trimestre consecutivo le attività di supporto logistico alle imprese e quelle legate al turismo; queste ultime hanno beneficiato anche dei Giochi olimpici invernali.

Nelle costruzioni l'attività si è invece ridotta. Nel settore edilizio il valore aggiunto è sceso, principalmente a causa del comparto residenziale. Gli investimenti in abitazioni sono infatti scesi, dopo il marcato incremento nell'ultima parte del 2025 realizzato in previsione della scadenza degli incentivi per le ristrutturazioni, successivamente prorogati sino alla fine del 2026. L'accumulazione di capitale è invece tornata a espandersi nel comparto non residenziale.

Gli investimenti sono aumentati. Nei mesi invernali gli investimenti totali hanno continuato a salire, trainati dalla ripresa della componente relativa ai mezzi di trasporto, che è stata favorita dagli incentivi per l'acquisto di veicoli commerciali a basse emissioni. È proseguita la crescita degli investimenti in beni immateriali, che si mantiene positiva da oltre due anni; sono invece diminuiti quelli in costruzioni.

Nei mesi primaverili l'attività manifatturiera avrebbe ripreso a espandersi. Nel bimestre aprile-maggio la produzione industriale è tornata a crescere. Nel secondo trimestre l'indice PMI del settore manifatturiero è salito, sostenuto anche dal buon andamento dei nuovi ordinativi (fig. 14.c). Informazioni analoghe provengono dagli indicatori di fiducia rilevati dalle inchieste dell'Istat. Il rafforzamento della domanda nella manifattura sarebbe tuttavia in parte riconducibile all'accumulo precauzionale di scorte lungo le filiere produttive. Il protrarsi delle tensioni in Medio Oriente ha accentuato le difficoltà di approvvigionamento e le pressioni sui costi, inducendo le imprese ad anticipare gli acquisti di beni intermedi. Le tensioni sulle catene globali di fornitura comportano ulteriori rischi per le prospettive del settore. Dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, condotta dalla Banca d'Italia in giugno, emerge un minore pessimismo rispetto alla rilevazione precedente circa l'andamento della domanda corrente (fig. 15). Le aspettative sulla dinamica delle vendite restano favorevoli, malgrado un indebolimento per le aziende più esposte al mercato estero.

Figura 15



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 14 luglio 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.

L'attività nei servizi avrebbe rallentato. I servizi avrebbero segnato una decelerazione in particolare nei comparti maggiormente legati ai consumi delle famiglie. La fiducia delle aziende del settore è

in diminuzione, come mostrato sia dagli indicatori PMI, scesi al di sotto della soglia compatibile con l'espansione, sia dalle indagini qualitative dell'Istat. Il peggioramento delle valutazioni è più marcato tra le imprese dei servizi rivolti alle famiglie, quali quelli turistici, mentre nei servizi alle imprese – soprattutto nei comparti dell'informazione e comunicazione e della consulenza tecnica e professionale – prevalgono giudizi meno sfavorevoli. Le aziende dei servizi intervistate nelle inchieste della Banca d'Italia hanno segnalato un lieve recupero della domanda rispetto ai tre mesi precedenti; tuttavia le aspettative sull'incremento delle vendite restano caute.

Il settore delle costruzioni riprenderebbe a crescere. L'espansione dell'attività nel comparto edilizio nel secondo trimestre sarebbe trainata in particolare dal segmento legato ai lavori di ingegneria civile, che ha continuato a beneficiare dei progetti finanziati dal PNRR. Le aziende intervistate nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* hanno indicato un miglioramento della domanda per i propri prodotti rispetto alla precedente rilevazione e un giudizio meno negativo riguardo alle attese sulle proprie condizioni operative.

L'accumulazione di capitale sarebbe in lieve rialzo. Gli investimenti hanno beneficiato del contributo ancora positivo dei fattori strutturali legati alla transizione digitale ed energetica, seppure questo sia stato in parte controbilanciato dall'aumento dei costi energetici e dalla debolezza della domanda delle famiglie derivante dalle tensioni in Medio Oriente. Le indagini della Banca d'Italia presso le imprese segnalano un'espansione della spesa per investimenti fissi nel complesso del 2026, nonostante le condizioni per investire non siano ancora considerate favorevoli.

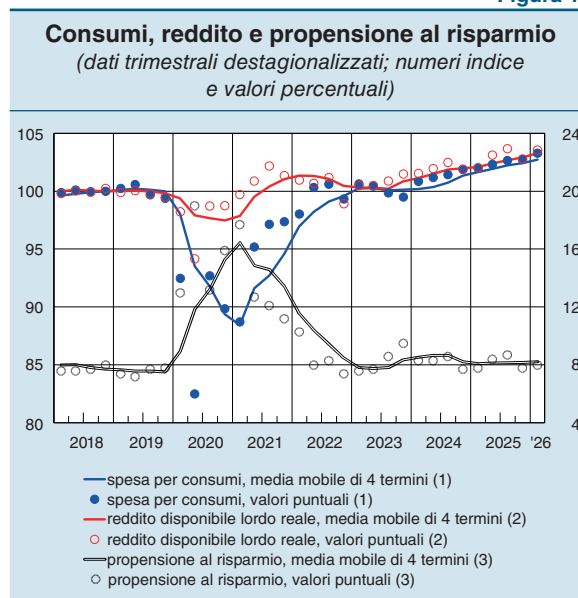
2.3 LE FAMIGLIE

Nel primo trimestre dell'anno i consumi delle famiglie sono cresciuti e la propensione al risparmio è rimasta stabile. Nei mesi primaverili i consumi avrebbero nettamente rallentato, risentendo del peggioramento delle valutazioni delle famiglie sull'evoluzione del quadro economico internazionale e della maggiore prudenza nelle decisioni di spesa a fronte del marcato rialzo dei prezzi energetici.

I consumi delle famiglie sono cresciuti nel primo trimestre. La dinamica dei consumi nei mesi invernali è stata sostenuta in particolare dalla componente dei beni durevoli, anche per effetto degli incentivi all'acquisto di autovetture elettriche. Sono aumentati inoltre i consumi di beni non durevoli e di servizi. È tornato a salire anche il reddito disponibile, sospinto dal contributo positivo dei redditi da lavoro, determinando una sostanziale stabilità del tasso di risparmio (fig. 16).

In primavera i consumi avrebbero nettamente rallentato. In base a nostre stime, nonostante alcuni segnali favorevoli provenienti dalle vendite al dettaglio e dai dati sui flussi di pagamento, nel secondo trimestre le decisioni di spesa sono state improntate alla cautela, risentendo dei rincari energetici e dei loro effetti sul reddito

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.

disponibile delle famiglie. Indicazioni coerenti con queste stime provengono dalle indagini congiunturali dell'Istat. Nello stesso periodo l'indice del clima di fiducia è ulteriormente diminuito (fig. 17), collocandosi al di sotto della media storica, soprattutto nelle componenti relative alle attese sulla situazione finanziaria personale e sul quadro macroeconomico generale. Anche l'indice relativo alle intenzioni di acquisto di beni durevoli è sceso, in linea con il rallentamento delle immatricolazioni di autovetture.

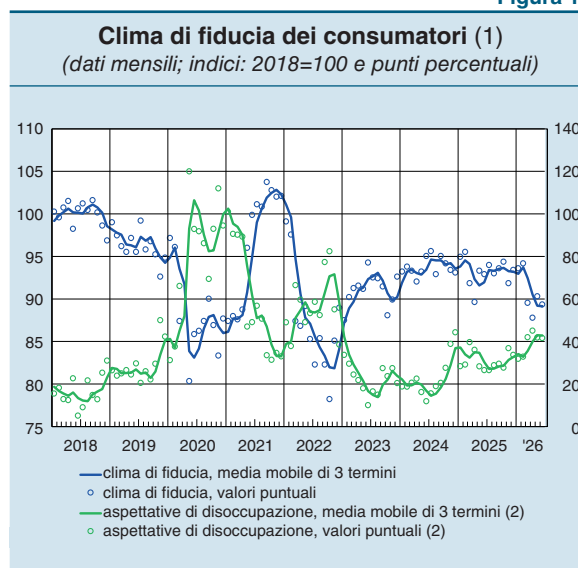
La crescita del reddito disponibile reale si sarebbe attenuata nei mesi primaverili. La sua dinamica avrebbe riflesso un aumento del reddito da lavoro più contenuto di quello dei prezzi e avrebbe contribuito a frenare i consumi delle famiglie.

L'andamento del mercato immobiliare è rimasto positivo, ma emergono segnali di moderazione. Nel primo trimestre i prezzi delle abitazioni hanno accelerato, sospinti dalla dinamica delle quotazioni dei nuovi immobili. Nello stesso periodo il volume delle compravendite è aumentato, confermandosi su livelli elevati (fig. 18). Secondo il *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto dalla Banca d'Italia tra aprile e maggio, nei mesi invernali si sono intensificate le segnalazioni di rialzi dei prezzi di vendita in tutte le aree del Paese; la domanda di abitazioni si è indebolita rispetto agli ultimi tre mesi del 2025, pur continuando a beneficiare di condizioni di accesso al credito distese. Evidenze di un'attenuazione della domanda, che resta tuttavia ancora sostenuta, provengono anche dalle elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it. Gli agenti immobiliari intervistati nel sondaggio indicano che i canoni di locazione hanno continuato a salire, sebbene a ritmi nettamente inferiori a quelli osservati nei trimestri precedenti.

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

Nei primi tre mesi dell'anno in corso le esportazioni sono tornate a crescere ed è aumentato l'avanzo di conto corrente. La posizione creditoria sull'estero si è collocata su valori prossimi a quelli della fine

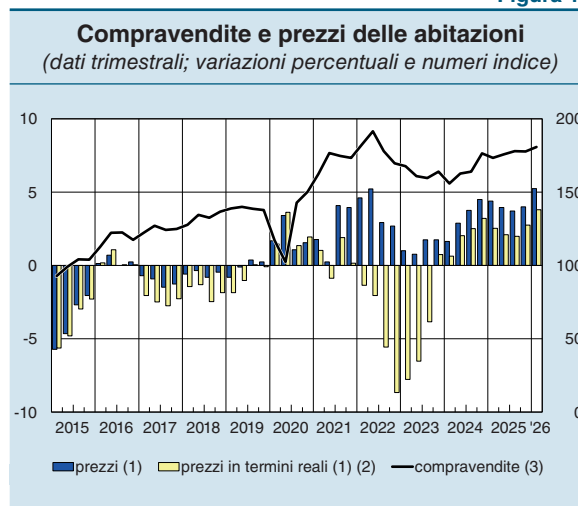
Figura 17



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 del 2020 è costruita sulla base delle sole 2 osservazioni disponibili. — (2) Saldo ponderato fra le modalità "in forte" o "in lieve" aumento e "in forte" o "in lieve" diminuzione. Un aumento del saldo segnala un peggioramento delle attese sul tasso di disoccupazione. Scala di destra.

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.

del 2025. Nel bimestre aprile-maggio le esportazioni di beni in volume sono rimaste pressoché stabili rispetto alla media del trimestre precedente, nonostante la flessione delle vendite in Medio Oriente. Il forte rialzo dei prezzi dell'energia comporterà un ampliamento del disavanzo energetico dell'Italia.

Nel primo trimestre le esportazioni sono tornate a salire, mentre si sono ridotte le importazioni.

Dopo la flessione degli ultimi mesi dello scorso anno, le esportazioni in volume sono aumentate nei primi tre mesi del 2026 (tav. 4), in misura analoga sia per i beni sia per i servizi. Sono cresciute le vendite di beni destinate ai mercati esterni all'area dell'euro, soprattutto verso gli Stati Uniti, grazie in particolare alla componente volatile della cantieristica navale; le vendite nei paesi dell'area sono invece rimaste invariate. A livello settoriale, il contributo principale è provenuto, oltre che dalla cantieristica, dai metalli preziosi e dalla farmaceutica. Le importazioni complessive sono scese, per effetto del marcato calo degli acquisti di servizi, mentre quelle di beni si sono mantenute stazionarie.

Nei mesi primaverili le esportazioni di beni sarebbero rimaste stabili. In base a nostre stime sui dati di commercio estero, nel bimestre aprile-maggio le vendite di beni in volume, al netto della stagionalità, si sarebbero confermate pressoché invariate rispetto alla media del trimestre precedente. I giudizi delle imprese manifatturiere sugli ordini esteri e il corrispondente indice PMI sono rimasti sostanzialmente stabili nella media del secondo trimestre (fig. 19). Nello stesso periodo il PMI relativo ai tempi di consegna è sceso ai livelli più bassi dalla fine del 2022, riflettendo le tensioni nelle catene di approvvigionamento generate dal conflitto in Medio Oriente. Le ostilità hanno penalizzato gli scambi commerciali del nostro paese con tale area, che nel 2025 assorbiva circa il 4 per cento delle esportazioni italiane

Tavola 4

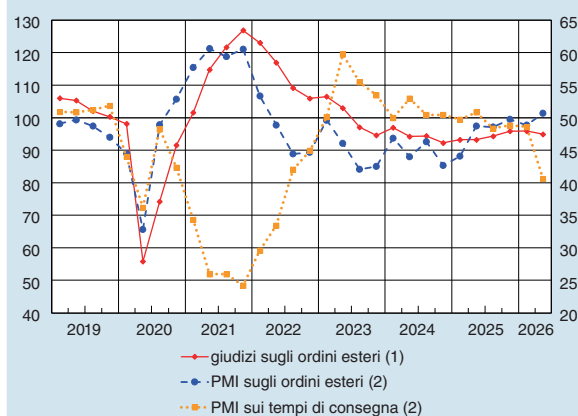
Esportazioni e importazioni in volume (1) (variazioni percentuali sul periodo precedente)					
VOCI	2025	2025			2026
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Esportazioni	1,2	-1,7	2,2	-1,0	2,2
Beni	0,7	-2,1	3,0	-1,5	2,2
in paesi dell'area dell'euro	1,6	0,3	2,7	-2,3	0,1
in paesi esterni all'area (2)	..	-3,8	3,3	-0,8	3,8
Servizi	3,6	-0,2	-1,0	0,9	2,2
Importazioni	3,6	0,2	2,0	1,3	-0,7
Beni	3,2	-0,4	1,6	1,8	..
da paesi dell'area dell'euro	6,2	0,2	3,2	1,9	-1,2
da paesi esterni all'area (2)	-0,1	-1,0	-0,1	1,7	1,5
Servizi	5,2	2,0	3,3	-0,4	-3,4

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 19

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



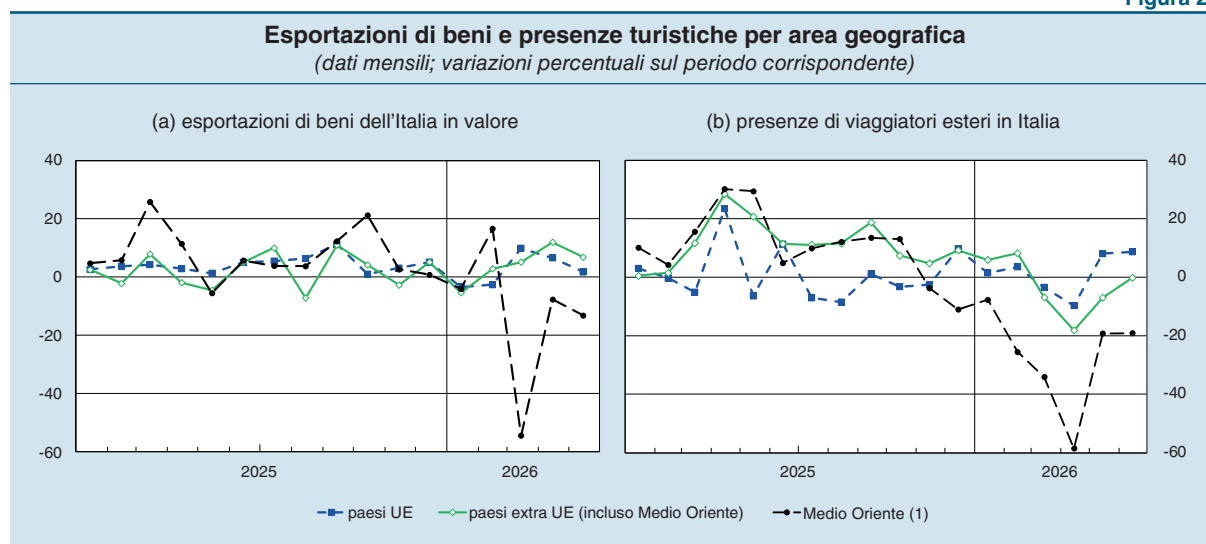
Fonte: Istat e Standard & Poor's Global Ratings.

(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. Il risultato ottenuto 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". Per il PMI sugli ordini esteri, valori superiori (inferiori) a 50 indicano un aumento (una diminuzione) dei nuovi ordini esteri; per il PMI sui tempi di consegna, valori superiori (inferiori) a 50 indicano tempi di consegna più rapidi (più lenti). Media trimestrale. Scala di destra.

di beni¹. Le vendite hanno subito una brusca flessione in marzo (fig. 20.a), ma il calo è stato assai meno marcato in aprile e maggio, grazie anche alla graduale riapertura dello spazio aereo della regione.

Il turismo internazionale verso l'Italia ha risentito solo temporaneamente del conflitto. Secondo elaborazioni sui dati di telefonia mobile, le presenze di viaggiatori provenienti dal Medio Oriente – cui è riconducibile il 2,5 per cento della spesa dei turisti stranieri nel nostro paese – sono fortemente diminuite in marzo e aprile rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 20.b). Il conflitto si è tradotto anche in una temporanea flessione delle presenze di viaggiatori provenienti da altri paesi esterni all'Unione europea, che hanno tuttavia mostrato una decisa ripresa già a maggio e giugno, riportandosi su livelli prossimi a quelli di un anno prima. Il numero di viaggiatori provenienti dalla UE non è invece variato in modo significativo a seguito del conflitto.

Figura 20



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Istat di commercio estero; per il pannello (b), elaborazioni su dati di telefonia mobile.

(1) L'area del Medio Oriente comprende: Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Giordania, Iran, Iraq, Israele, Kuwait, Libano, Oman, Qatar, Siria, Territori palestinesi (Cisgiordania e Striscia di Gaza), Yemen.

Il surplus di conto corrente è aumentato. Nei primi tre mesi dell'anno il surplus di conto corrente in rapporto al PIL è salito (tav. 5 e fig. 21), riflettendo la crescita delle esportazioni di beni e servizi nonché il miglioramento del saldo dei redditi primari. Alle esportazioni di servizi hanno contribuito le entrate associate ai Giochi olimpici invernali, collocatesi intorno a 0,8 miliardi di euro complessivi, riconducibili in misura analoga al turismo internazionale² e alla vendita all'estero dei relativi diritti audiovisivi.

Il conflitto mediorientale determinerà un maggiore disavanzo energetico. Secondo nostre stime, a parità di consumi e nell'ipotesi che i prezzi del petrolio e del gas naturale seguano il profilo incorporato nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche dell'Eurosistema pubblicate in giugno³, il disavanzo salirà di circa mezzo punto di PIL nel 2026, per poi ridursi gradualmente negli anni successivi.

¹ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro: *Il ruolo del Medio Oriente negli approvvigionamenti energetici e negli scambi commerciali dell'Italia*, in *Bollettino economico*, 2, 2026.

² Per maggiori dettagli, cfr. *Indagine sul turismo internazionale*, Banca d'Italia, Statistiche, 26 giugno 2026.

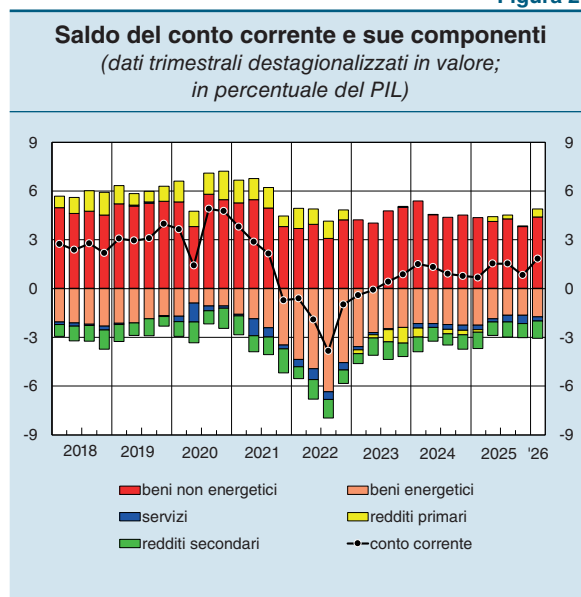
³ Nello scenario di base il prezzo medio del petrolio è pari a 97, 82 e 77 dollari al barile, rispettivamente nel 2026, 2027 e 2028; quello del gas naturale a 46, 38 e 28 euro per megawattora.

Tavola 5

Bilancia dei pagamenti (saldi in miliardi di euro)					
VOCI	2025	2025			2026
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Conto corrente	25,0	9,6	13,7	4,8	2,9
corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	25,7	8,5	8,7	4,7	10,5
per memoria: in % del PIL (1)	1,1	1,5	1,5	0,8	1,8
Conto capitale	3,9	0,4	-1,2	4,6	0,3
Conto finanziario	27,9	8,4	12,4	19,1	-14,8
Investimenti diretti	18,5	7,9	6,7	10,2	4,5
Investimenti di portafoglio	-33,3	-42,7	25,5	-14,9	0,6
Derivati	-3,0	0,1	-3,1	..	1,6
Altri investimenti (2)	43,9	41,0	-17,1	24,2	-22,8
Variazione riserve ufficiali	1,7	2,2	0,4	-0,3	1,3
Errori e omissioni	-1,1	-1,6	..	9,6	-18,0

(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.

Figura 21



Il saldo del conto finanziario è risultato negativo. Nel primo trimestre il saldo del conto finanziario è stato negativo per 14,8 miliardi di euro (tav. 5), principalmente per effetto del saldo degli “altri investimenti”, che ha riflesso l’aumento della raccolta sull’estero delle banche residenti. Gli investimenti di portafoglio hanno segnato un saldo pressoché nullo: i maggiori acquisti di attività estere da parte dei residenti – soprattutto titoli pubblici a lungo termine e quote di fondi di investimento – sono stati quasi interamente compensati dagli acquisti di titoli italiani da parte degli investitori esteri. Gli acquisti dall’estero di attività finanziarie italiane sono rimasti sostenuti nel complesso del primo trimestre – in particolare quelli di titoli pubblici – nonostante le vendite osservate in marzo in un contesto di elevata volatilità sui mercati finanziari internazionali; sono poi proseguiti in aprile.

Il saldo TARGET si è mantenuto stabile nel primo trimestre. Il saldo debitorio della Banca d’Italia alla fine di marzo era pari a 356,7 miliardi di euro; nel secondo trimestre è sceso a 335,6 miliardi.

La posizione netta sull’estero è rimasta pressoché invariata. Alla fine di marzo la posizione netta sull’estero era creditoria per 351 miliardi di euro, pari al 15,5 per cento del PIL, sostanzialmente stabile rispetto alla fine del 2025.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

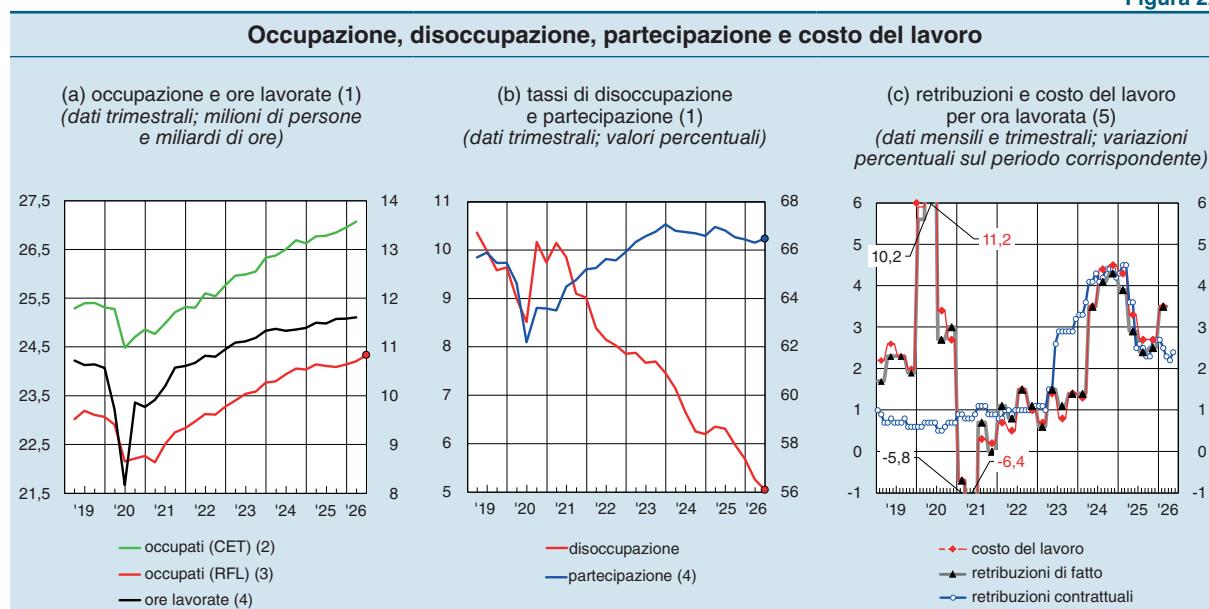
L’occupazione ha continuato a salire nel primo trimestre del 2026, sostenuta dalle costruzioni e dai servizi privati; secondo dati preliminari l’aumento sarebbe proseguito nei mesi primaverili. Il tasso di disoccupazione è ancora diminuito, raggiungendo un minimo storico, a fronte di un tasso di partecipazione pressoché invariato. La crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta contenuta. Nei prossimi mesi la dinamica retributiva si manterrebbe nel complesso moderata, anche per la quota ridotta di contratti collettivi in attesa di rinnovo.

Nel primo trimestre è proseguita la crescita dell’occupazione. Secondo i *Conti economici trimestrali* (CET), il numero di occupati ha continuato ad aumentare (fig. 22.a), soprattutto nei

servizi privati e nelle costruzioni, più debolmente nell'industria in senso stretto. Le ore totali lavorate sono cresciute, nonostante una lieve flessione delle ore lavorate per addetto, che restano comunque elevate grazie al loro incremento dal 2021. Il ricorso alla Cassa integrazione guadagni si è ridotto rispetto al trimestre corrispondente del 2025, ma si conferma su valori superiori a quelli precedenti la pandemia. È proseguito il recupero del lavoro autonomo, che è tornato a superare ampiamente i livelli pre-pandemici. Si è invece attenuato il contributo delle posizioni alle dipendenze e, secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), sono diminuite di poco quelle a tempo indeterminato.

La partecipazione al mercato del lavoro è rimasta sostanzialmente stabile. Il tasso di attività ha continuato a salire nella popolazione tra 50 e 64 anni, mentre è di nuovo calato, anche se leggermente, tra i più giovani. Sull'offerta di lavoro di questi ultimi incide la progressiva crescita della frequenza di percorsi di studio. La quota dei giovani tra 15 e 29 anni che non sono né occupati né inseriti in corsi di istruzione o formazione si è ulteriormente ridotta, scendendo a un livello storicamente contenuto, ma ancora elevato nel confronto europeo (12,9 per cento, di cui circa un terzo si dichiara in cerca di lavoro). Il tasso di disoccupazione è diminuito al 5,3 per cento (fig. 22.b).

Figura 22



Fonte: Istat, CET (per l'occupazione, le ore lavorate, le retribuzioni di fatto e il costo del lavoro); Istat, RFL (per l'occupazione, il tasso di partecipazione e quello di disoccupazione); Istat, *Retribuzioni contrattuali per tipo di contratto* (per le retribuzioni contrattuali).

(1) Dati destagionalizzati. I punti in corrispondenza del 2° trimestre 2026 indicano la media del bimestre aprile-maggio. — (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.

L'espansione dell'occupazione è proseguita nei mesi primaverili. Sulla base dei dati provvisori dell'RFL, il tasso di disoccupazione si è ulteriormente ridotto, portandosi al 5,0 per cento in maggio, il valore più basso dal 1977, anno di inizio delle serie storiche; il tasso di attività è rimasto sostanzialmente invariato. Le indagini presso le imprese prefigurano un ulteriore incremento dell'occupazione, seppure più debole, anche nei mesi estivi⁴.

⁴ Per maggiori dettagli, cfr. le indagini *Business and Consumer Surveys* della Commissione europea e *Fiducia dei consumatori e delle imprese* dell'Istat.

La crescita delle retribuzioni contrattuali si manterrebbe moderata anche nei prossimi mesi. In aprile e maggio le retribuzioni contrattuali del settore privato non agricolo sono aumentate di oltre il 2 per cento su base annua (fig. 22.c). Le retribuzioni orarie di fatto sono salite a un tasso più sostenuto, soprattutto nei servizi privati, contribuendo al loro progressivo recupero in termini reali, dopo la forte contrazione nel periodo 2021-23. L'accelerazione si è trasmessa solo in parte al costo del lavoro per unità di prodotto, anche per effetto del miglioramento della dinamica della produttività (cfr. il paragrafo 2.6). La crescita salariale resterebbe moderata anche nei prossimi mesi a causa del raffreddamento della domanda di lavoro e della bassa quota di contratti in attesa di rinnovo (cfr. il paragrafo: *La domanda di lavoro* del capitolo 7 nella *Relazione annuale* sul 2025), che riguardano circa il 12 per cento dei lavoratori del settore privato (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, e i contratti che le includono fanno solitamente riferimento all'indice dei prezzi che esclude i beni energetici importati (IPCA-NEI)⁵.

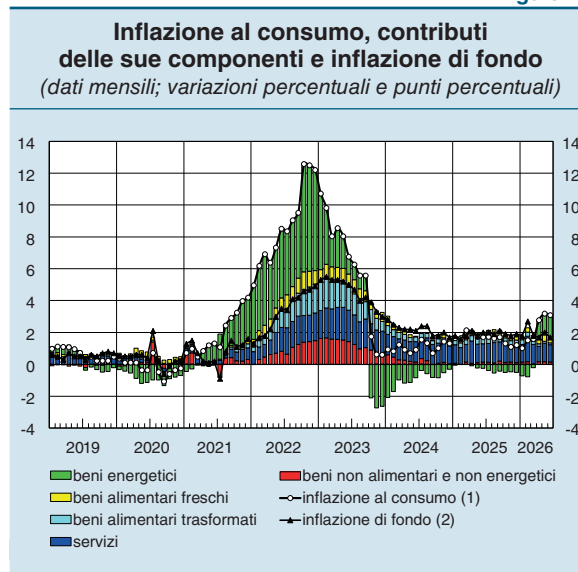
2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nel secondo trimestre dell'anno l'inflazione si è portata al 3 per cento. Il conflitto in Medio Oriente ha determinato un marcato rincaro dei carburanti che si è parzialmente riassorbito in giugno; l'impatto sulle bollette di elettricità e gas è stato contenuto. Le aspettative di inflazione a breve termine di famiglie e imprese sono aumentate, pur restando inferiori ai livelli osservati nel marzo 2022 a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

L'inflazione armonizzata al consumo è aumentata. La variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha raggiunto il 3 per cento nel secondo trimestre (fig. 23 e tav. 6). La crescita dei prezzi della componente di fondo, che esclude i beni energetici e quelli alimentari, si è ridotta per via della dinamica dei servizi; i prezzi dei beni industriali non energetici hanno invece accelerato. Tra le componenti più volatili, l'inflazione dei beni energetici è salita, principalmente per effetto dei rincari dei carburanti, mentre quella dei beni alimentari è rimasta stabile.

Nel secondo trimestre le quotazioni petrolifere hanno inciso sull'inflazione al consumo dei beni energetici. I rialzi dei prezzi delle materie prime energetiche si sono trasmessi ai listini dei carburanti sino a maggio; in giugno, con la flessione dei corsi del petrolio, le pressioni sui prezzi si sono sensibilmente attenuate. Sulla base

Figura 23



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA. – (2) Variazione sui 12 mesi dell'IPCA al netto di beni energetici e alimentari.

⁵ I contratti dei settori metalmeccanico, della produzione di energia elettrica, chimico-farmaceutico e assicurativo prevedono clausole di adeguamento all'IPCA-NEI, quello del comparto relativo a legno e arredi è invece indicizzato all'IPCA generale. Secondo le previsioni diffuse dall'Istat in giugno, l'IPCA-NEI aumenterebbe del 2,4 per cento nel 2026 e del 2,6 nel 2027 (circa mezzo punto in più in entrambi gli anni rispetto alla precedente previsione pubblicata nel giugno 2025), per poi assestarsi intorno al 2 per cento nel biennio successivo.

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
2022	8,7	8,0	51,4	3,3	8,2	42,8
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	1,5	2,7
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	5,4
apr.	2,8	2,9	9,3	1,7	2,7	8,8
mag.	3,2	2,5	12,0	2,0	3,2	9,1
giu.	3,0	1,8	12,9	1,7	3,0	

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.

(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.

dei valori medi settimanali pubblicati dal Ministero dell'Ambiente e della sicurezza energetica, dall'inizio delle ostilità i prezzi finali sono saliti in media di 21 centesimi al litro per la benzina e di 26 centesimi per il gasolio⁶. Tra aprile e giugno il Governo è intervenuto in più occasioni per prorogare le riduzioni temporanee delle accise. Il decreto ministeriale del 5 giugno ha tagliato di 5 centesimi al litro l'accisa sul gasolio e ha confermato la diminuzione di pari entità per quella sulla benzina verde; entrambe le misure sono rimaste in vigore fino al 3 luglio. L'impatto delle tensioni mediorientali sulle bollette di gas ed elettricità è stato nel complesso contenuto, pur risultando più pronunciato in Italia rispetto agli altri paesi dell'area, soprattutto per il gas. L'entità degli aumenti resta ampiamente inferiore a quella osservata nel 2022, quando l'incremento del prezzo all'ingrosso del gas era stato molto più marcato.

Le pressioni all'origine sono in crescita a causa dei prezzi dell'energia. In maggio i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono saliti su base annua del 9,1 per cento, del 2,4 al netto della componente energetica. Nel secondo trimestre gli indici PMI dei prezzi degli input sono aumentati significativamente nella manifattura, riportandosi sui livelli più elevati dal primo semestre del 2022, anche per le difficoltà di approvvigionamento delle materie prime dovute al conflitto in Medio Oriente. Il rialzo è risultato più modesto nei servizi. In entrambi i comparti l'andamento ha risentito del rincaro delle materie prime energetiche. L'indice PMI sui prezzi di vendita è invece cresciuto solo nel settore della manifattura, seppure in misura minore rispetto all'indicatore sui costi degli input, in linea con quanto accaduto nel 2022; nei servizi l'indice è rimasto sostanzialmente stabile.

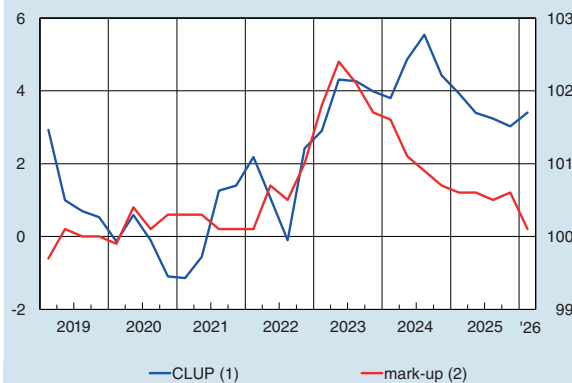
⁶ L'ultima rilevazione è del 13 luglio 2026.

Nel primo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha lievemente accelerato. Nel settore privato non agricolo nei primi tre mesi del 2026 il CLUP è salito del 3,4 per cento su base annua (fig. 24). Tale espansione riflette soprattutto l'incremento del costo del lavoro per ora lavorata (3,5 per cento), non compensato dal leggero recupero della produttività (0,1 per cento, da -0,3 del quarto trimestre del 2025). I margini di profitto si sono ridotti sia nella manifattura sia nei servizi privati, riportandosi su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia.

Il conflitto in Medio Oriente ha inciso sulle attese di inflazione di famiglie e imprese. Secondo le indagini dell'Istat, le aspettative delle famiglie sulla dinamica dei prezzi nei successivi dodici mesi hanno reagito rapidamente al conflitto, aumentando significativamente in aprile, pur senza raggiungere i livelli del 2022. Anche in giugno hanno continuato a prevalere attese di rialzi dei prezzi, sebbene siano nettamente diminuite quelle di forte crescita. 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 incremento dei propri listini nei successivi dodici mesi, al 2,4 per cento, in lieve aumento nel confronto con le rilevazioni precedenti (fig. 25).

Figura 24

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

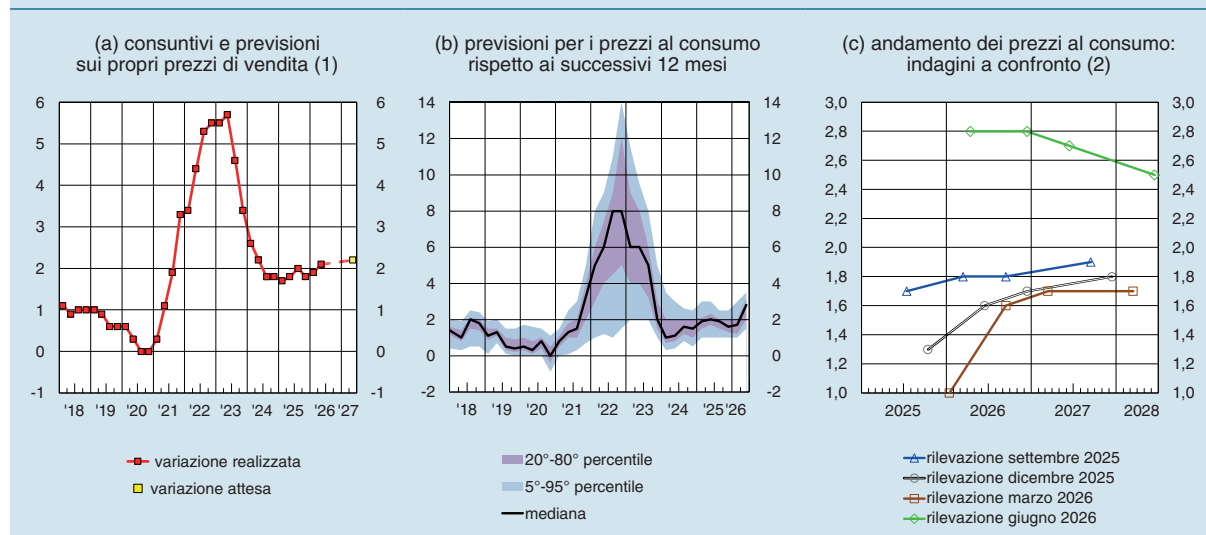


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(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.

Figura 25

Aspettative di inflazione delle imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

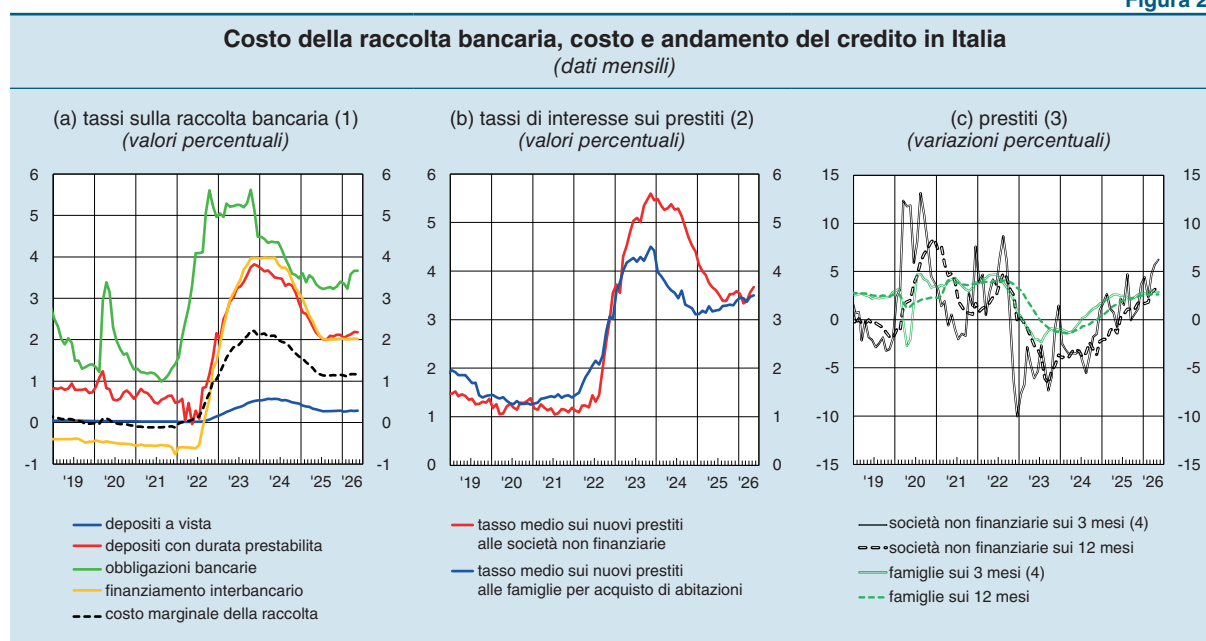
(1) Media (depurata dalle osservazioni anomale) delle risposte delle imprese ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. – (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna 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.

2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

I tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese sono cresciuti e, in misura minore, sono saliti anche quelli sui nuovi mutui. Il credito alle imprese ha accelerato, mentre la dinamica positiva dei prestiti alle famiglie si è mantenuta stabile. I criteri di offerta sui prestiti sono rimasti invariati nel primo trimestre dell'anno. Sono aumentate le emissioni nette di obbligazioni da parte delle società non finanziarie; i rendimenti medi restano elevati e su valori superiori a quelli precedenti l'avvio del conflitto in Medio Oriente.

La raccolta bancaria si è rafforzata e il suo costo è leggermente aumentato. Tra febbraio e maggio il tasso di crescita sui dodici mesi della provvista bancaria è salito (al 4,5 per cento, dal 3,8), guidato dall'analogo andamento delle passività verso non residenti, solo in parte compensato dal rallentamento dei depositi dei residenti. Il costo marginale della raccolta si è di poco ampliato (fig. 26.a), risentendo del marcato rialzo dei rendimenti obbligazionari, che rappresentano tuttavia una quota piuttosto contenuta della raccolta complessiva⁷.

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 sosterrebbe 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.

Il costo medio dei prestiti alle imprese è salito più di quello dei mutui. Tra febbraio e maggio il tasso medio applicato ai nuovi prestiti alle società non finanziarie è cresciuto più dei rendimenti di mercato a breve termine (fig. 26.b). Il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie, prevalentemente a tasso fisso, è aumentato di circa 10 punti base, a fronte di un incremento di circa 3 decimi dell'*interest rate swap* (IRS) a dieci anni.

⁷ Tra la fine di maggio e l'inizio di luglio i loro rendimenti medi si sono mantenuti sostanzialmente invariati.

Il credito alle imprese è cresciuto, quello alle famiglie è rimasto stabile. Tra febbraio e maggio la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie si è rafforzata (fig. 26.c); hanno in particolare accelerato i finanziamenti con durata originaria inferiore all'anno, in risposta anche a maggiori esigenze di liquidità emerse a seguito dei rincari energetici. Per effetto dell'andamento della domanda di credito per finalità di investimento, la dinamica dei prestiti con scadenza superiore a 5 anni si è invece confermata su valori negativi, interrompendo il modesto recupero iniziato nel 2025.

La contrazione dei prestiti alle imprese di minore dimensione si è attenuata (-5,5 per cento), mentre si è intensificata l'espansione dei finanziamenti alle aziende più grandi (4,1 per cento). La crescita del credito è aumentata per le aziende della manifattura e soprattutto dei servizi, mentre si è ridotta per quelle delle costruzioni.

La dinamica positiva del credito alle famiglie non è sostanzialmente variata, per effetto della stabilità dei prestiti per l'acquisto di abitazioni e della lieve accelerazione di quelli finalizzati al consumo.

Nel primo trimestre i criteri di offerta sui prestiti alle imprese e sui mutui si sono mantenuti immutati. Nell'ultima indagine sul credito bancario⁸ gli intermediari italiani hanno segnalato di avere lasciato invariati i propri criteri di offerta sui nuovi finanziamenti alle imprese. La domanda di credito da parte delle società non finanziarie ha subito una flessione, riconducibile soprattutto alle minori esigenze di finanziamento per investimenti fissi. Sulla base delle informazioni più recenti, desunte dalle indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia tra la metà di maggio e quella di giugno, le condizioni di accesso al credito bancario sono di poco peggiorate nel secondo trimestre del 2026.

Per quanto riguarda le famiglie, nei primi tre mesi dell'anno i criteri di offerta sono rimasti invariati nel comparto dei mutui, mentre si sono irrigiditi appena per il credito al consumo. La domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è stata stabile; quella di finanziamenti con finalità di consumo è invece leggermente aumentata, sostenuta principalmente dalla maggiore spesa per beni durevoli.

La dinamica delle obbligazioni emesse dalle imprese si è rafforzata e i rendimenti si sono ridotti di poco. In maggio il tasso di crescita delle emissioni nette obbligazionarie delle imprese è salito, rispecchiando maggiori necessità di finanziamento esterno. I rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono scesi appena (4,0 per cento all'inizio di luglio), pur collocandosi ancora su valori superiori a quelli precedenti l'avvio del conflitto in Medio Oriente.

2.8 LA FINANZA PUBBLICA

Sulla base delle stime aggiornate contenute nel Documento di finanza pubblica 2026 dello scorso aprile, nel quadriennio 2026-29 l'indebitamento netto segnerà un calo; i tassi di crescita della spesa netta saranno in linea con quanto concordato in sede europea, con l'eccezione del 2027. Il rapporto tra il debito e il PIL crescerà nel 2026, per poi ridursi negli anni successivi. Nel pacchetto di primavera del semestre europeo diffuso all'inizio di giugno, la Commissione europea ha ritenuto nel complesso adeguato lo stato di avanzamento del percorso di rientro del disavanzo dell'Italia nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi.

Il Governo prevede una graduale riduzione dell'indebitamento netto nel quadriennio 2026-29. Secondo il *Documento di finanza pubblica 2026* (DFP 2026) pubblicato lo scorso aprile, nel triennio 2026-28 l'indebitamento netto tendenziale diminuirebbe in media di 0,2 punti percentuali all'anno,

⁸ Per ulteriori informazioni sull'indagine e sui risultati relativi all'Italia, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Indagine sul credito bancario \(BLS\)](#).

fino a raggiungere il 2,5 per cento del PIL nel 2028; si ridurrebbe maggiormente nel 2029, portandosi al 2,1 per cento del prodotto. Questo andamento sarebbe guidato dal calo dell'incidenza delle spese primarie, riconducibile per gran parte alla componente in conto capitale, anche se gli investimenti pubblici rimarrebbero elevati rispetto alla media storica (con un picco del 3,9 per cento del prodotto nel 2027). Nel quadriennio 2026-29 la crescita annua della spesa netta⁹ sarebbe in linea con i limiti massimi concordati con la Commissione europea e il Consiglio della UE, fatta eccezione per il 2027, quando supererebbe di 0,3 punti percentuali il limite dell'1,9 per cento (tav. 7)¹⁰. Il quadro di finanza pubblica del DFP 2026 è definito secondo la legislazione vigente e non include le maggiori spese per la difesa che il Governo lo scorso autunno aveva manifestato l'intenzione di effettuare (in rapporto al PIL, fino a 0,5 punti percentuali nel 2028)¹¹.

Tavola 7

DFP 2026: quadro tendenziale (aprile 2026) (1) (in percentuale del PIL, se non diversamente specificato)					
VOCI	2025	2026	2027	2028	2029
Indebitamento netto	3,1	2,9	2,8	2,5	2,1
Avanzo primario	0,8	1,2	1,5	1,8	2,4
Spesa per interessi	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5
Debito (2)	137,1	138,6	138,5	137,9	136,3
Crescita spesa netta (3)	1,9	1,6	2,2	1,7	1,5
Crescita spesa netta secondo il PSBMT 2025-29 (3)	1,3	1,6	1,9	1,7	1,5

Fonte: DFP 2026 e Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29 (PSBMT 2025-29).

(1) Dati di consuntivo per il 2025 e quadro tendenziale per il quadriennio 2026-29. Il DFP 2026 non include il quadro programmatico. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro. – (3) Variazione percentuale sull'anno precedente.

Il rapporto tra il debito e il PIL crescerà nel 2026, per poi ridursi negli anni successivi. Secondo le valutazioni del Governo espresse nel DFP 2026, il debito raggiungerà il 138,6 per cento del PIL nel 2026, un valore sostanzialmente in linea con le più recenti stime della Commissione europea. Per il 2027 il Governo prevede che il rapporto tra il debito e il prodotto scenderà marginalmente, al 138,5 per cento, per poi collocarsi al 136,3 nel 2029. La stima incorpora sia l'attesa di un calo delle giacenze di liquidità del Tesoro, sia proventi da privatizzazioni per un ammontare complessivo di 0,8 punti percentuali del PIL nel triennio 2026-28. La Commissione prevede un valore pari al 139,2 per cento per il 2027.

⁹ La spesa netta è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) spesa per interessi; (b) misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziati dai fondi europei; (d) spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

¹⁰ Lo scostamento rifletterebbe anche la dinamica più sostenuta dei prezzi nel 2026, che determina effetti diretti sulla rivalutazione delle prestazioni sociali in denaro differiti nel tempo. Per approfondimenti, cfr. il capitolo 10 nella *Relazione annuale* sul 2025 e *Audizione preliminare all'esame del Documento di finanza pubblica 2026*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5^a della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5^a del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 28 aprile 2026.

¹¹ Al momento il Governo non si è avvalso della clausola di salvaguardia nazionale per la spesa in difesa che, per questa voce, prevede un'esenzione dal rispetto dei tetti di spesa fino all'1,5 per cento del prodotto. Lo scorso 3 giugno la Commissione europea ha comunicato che, all'interno di tale clausola, sarà previsto uno spazio di bilancio dedicato specificamente a misure per accelerare la transizione energetica. Questo spazio, disponibile per il periodo 2026-28, avrà un tetto annuo di 0,3 punti percentuali del prodotto e un limite complessivo pari a 0,6 punti.

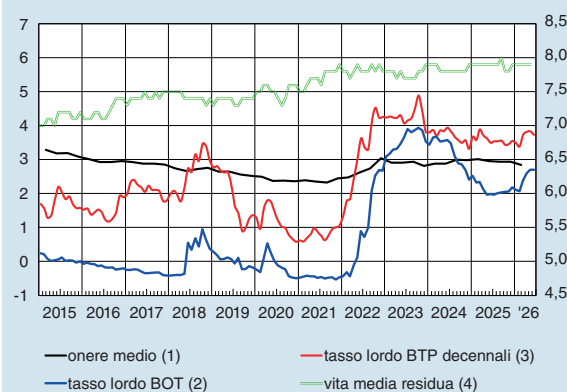
La Commissione ha ritenuto nel complesso adeguato il percorso di rientro dell'Italia dal disavanzo eccessivo. Nel pacchetto di primavera pubblicato lo scorso 3 giugno la Commissione ha valutato che in totale nel biennio 2024-25 la crescita della spesa netta sia risultata sostanzialmente coerente con i limiti stabiliti, nonostante il superamento del limite concordato nel 2025. Inoltre, in linea con il termine fissato dal Consiglio della UE, nel 2026 l'indebitamento netto dovrebbe tornare sotto il 3 per cento del prodotto. Tra le raccomandazioni specifiche rivolte all'Italia figurano: (a) il rispetto del percorso per la spesa netta e l'attuazione delle riforme e degli investimenti concordati con le istituzioni europee; (b) il rafforzamento delle spese per la difesa; (c) la compatibilità delle misure per mitigare l'incremento dei prezzi dell'energia con la sostenibilità di bilancio e con il mantenimento dei segnali di prezzo per il risparmio energetico.

Nei primi mesi del 2026 il fabbisogno e il debito sono aumentati. Nei primi cinque mesi del 2026 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 81,7 miliardi di euro, in rialzo rispetto al periodo corrispondente del 2025 (74,9 miliardi). Nei primi sei mesi dell'anno le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono cresciute dell'1,4 per cento (3,6 miliardi) nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente. Alla fine di maggio il debito delle Amministrazioni pubbliche ammontava a 3.181,1 miliardi, 85,2 in più rispetto al termine dello scorso anno. La vita media residua del debito è rimasta invariata nel confronto con il dato di dicembre 2025 (7,9 anni). La quota di debito detenuta dalla Banca d'Italia si è collocata al 17,2 per cento, in calo dalla fine del 2025. Nel primo trimestre del 2026 l'onere medio è stato del 2,8 per cento, in lieve diminuzione rispetto allo scorso anno (fig. 27).

Alla fine del 2025 l'Italia aveva speso circa 110 miliardi del PNRR. All'inizio di giugno il nostro paese ha incassato il pagamento della nona e penultima rata del PNRR, pari a 12,8 miliardi di euro. Il totale ricevuto corrisponde a 166 miliardi, equivalente a oltre un terzo dell'ammontare erogato ai paesi dell'Unione europea¹². La spesa effettuata dall'Italia entro la fine del 2025 è stata di circa 110 miliardi, di cui l'84 per cento in conto capitale (oltre il 40 per cento in investimenti pubblici, una quota significativamente superiore a quella delle altre principali economie dell'area dell'euro).

Figura 27

Onere medio, tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali e vita media residua del debito
(dati mensili e trimestrali; valori percentuali e anni)



Fonte: per la spesa per interessi, Istat; per il debito, i tassi lordi e la vita media residua, Banca d'Italia.

(1) Rapporto tra la spesa per interessi nei 4 trimestri terminanti in quello di riferimento e la consistenza del debito alla fine del corrispondente trimestre dell'anno precedente. – (2) Rendimento all'emissione calcolato come media ponderata, sulla base delle quantità assegnate, dei tassi composti di aggiudicazione alle aste di emissione regolate nel mese. – (3) Media mensile del rendimento a scadenza del titolo benchmark scambiato sul mercato telematico dei titoli di Stato. – (4) Scala di destra.

¹² Per maggiori dettagli sui fondi erogati ai paesi della UE, aggiornati al 20 maggio 2026, cfr. il capitolo 2 nella *Relazione annuale* sul 2025.