



Ministero
dell'Economia
e delle Finanze



Documento Programmatico di finanza pubblica

2026

Documento Programmatico di finanza pubblica

Presentato dal Presidente del Consiglio dei ministri

Giorgia Meloni

e dal Ministro dell'economia e delle finanze

Giancarlo Giorgetti

Deliberato dal Consiglio dei ministri il 2 ottobre 2026

INDICE

QUADRO DI SINTESI.....	1
I. IL QUADRO MACROECONOMICO.....	7
I.1 Il quadro macroeconomico internazionale	7
I.1.1 Tendenze recenti del contesto globale	7
I.1.2 Condizioni finanziarie globali	11
I.1.3 Tendenze recenti e congiuntura nelle principali economie	13
I.1.4 Previsioni e rischi.....	15
I.2 Tendenze recenti dell'economia italiana e aggiornamento delle previsioni tendenziali.....	17
I.2.1 Le componenti del PIL dal lato della domanda	17
I.2.2 Le dinamiche dei settori produttivi.....	20
I.2.3 Le dinamiche del mercato del lavoro	22
I.2.4 Prezzi, salari e margini	28
I.2.5 Condizioni del credito e settore bancario	29
I.3 Previsioni macroeconomiche.....	31
I.3.1 Quadro congiunturale – il punto sul 2026	31
I.3.2 Previsioni macroeconomiche tendenziali 2027–2029	33
I.3.3 Il quadro macroeconomico programmatico.....	46
II. IL QUADRO DI FINANZA PUBBLICA.....	49
II.1 La finanza pubblica italiana dalla pubblicazione del DFP	49
II.1.1 Tendenze recenti e aggiornamento delle previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente.....	49
II.1.2 Crescita della spesa netta: tendenze e valutazione circa il rispetto del percorso di spesa netta raccomandato dal Consiglio.....	59
II.1.3 Sentiero di spesa netta e quadro di finanza pubblica programmatici	64
II.2 Coerenza del quadro di finanza pubblica con la Procedura per disavanzi eccessivi.....	81
III. LE AZIONI DI RIFORMA E INVESTIMENTO.....	83
III.1 I progressi nell'agenda di riforma: uno sguardo d'insieme	83
III.2 I progressi nell'attuazione delle riforme e degli investimenti	88
III.2.1 Misure nelle sei aree di intervento prioritarie definite nel PSBMT	88
III.2.2 Misure nelle altre aree di intervento	111
III.3 Le raccomandazioni del Consiglio dell'Unione europea	133
III.4 Impatto delle riforme e degli investimenti	138
APPENDICE	143

INDICE DELLE TAVOLE

Tavola di sintesi	4
Tavola I.1.1: Il Commercio estero mondiale per settore nel 2025 e nei primi cinque mesi del 2026	10
Tavola I.1.2: Previsioni di crescita per le principali economie	16
Tavola I.3.1: Ipotesi di base	33
Tavola I.3.2: Quadro macroeconomico tendenziale	41
Tavola I.3.3: Quadro macroeconomico programmatico	47
Tavola II.1.1a Conto della PA a legislazione vigente	54
Tavola II.1.1b Conto della PA a legislazione vigente	55
Tavola II.1.1c Conto della PA a legislazione vigente.....	55
Tavola II.1.2: Sovvenzioni del dispositivo per la ripresa e la resilienza.....	56
Tavola II.1.3 Prestiti del dispositivo per la ripresa e la resilienza.....	56
Tavola II.1.4: Crescita della spesa netta nello scenario tendenziale	63
Tavola II.1.5: Indicatore di spesa netta	64
Tavola II.1.6: Quadro programmatico di finanza pubblica	68
Tavola II.1.7: Debito delle amministrazioni pubbliche per sottosettore.....	72
Tavola II.1.8: Saldi di cassa.....	72
Tavola II.1.9 Scenari di sensitività di breve periodo.....	74
Tavola II.1.10: La finanza pubblica corretta per il ciclo.....	77
Tavola III.2.1: Obiettivi del PNRR conseguiti e impegni del PSBMT in materia di giustizia.....	89
Tavola III.2.2: Obiettivi del PNRR rendicontati e impegni del PSBMT in materia di tassazione.....	91
Tavola III. 2.3: Obiettivi del PNRR conseguiti e impegni del PSBMT in materia di ambiente imprenditoriale	96
Tavola III.2.4: Obiettivi del PNRR conseguiti e impegni del PSBMT in materia di pubblica amministrazione	102
Tavola III.2.5: Confronto tra obiettivi del PNRR conseguiti e impegni del PSBMT, in materia di servizi per la prima infanzia e supporto alle famiglie	104
Tavola III.2.6: Piani di analisi e valutazione della spesa 2026.....	110
Tavola III.3.1 Raccomandazioni specifiche per il Paese	137
Tavola III.4.1: Impatti sul PIL reale degli investimenti e delle riforme.....	141

INDICE DELLE FIGURE

Figura I.1.1: Indice di incertezza sul commercio mondiale (WTUI) e indice di stress delle catene globali del valore (GSCPI)	9
Figura I.2.1: Investimenti in % del PIL	18
Figura I.2.2: PIL e contributi alla crescita	19
Figura I.2.3: Prodotto interno lordo e valore aggiunto settoriale	21
Figura I.2.4: Dinamica semestrale della produzione per settori di attività economica ...	21
Figura I.2.5: Indicatori mensili del mercato del lavoro	22
Figura I.2.6: Tassi di inattività per coorte	23
Figura I.2.7: Labour market slack	23
Figura I.2.8: Prezzi al consumo	29
Figura I.2.9: Prezzi al consumo e retribuzioni	29
Figura II.1.1: Contributi alla crescita dell'indicatore di spesa netta	60
Figura II.1.2: Indebitamento netto, saldo primario e debito della PA	71
Figura II.1.3: Determinanti del rapporto debito/PIL	71
Figura II.1.4 Dinamica del rapporto debito/PIL negli scenari di sensitività	75

INDICE DEI FOCUS

Il mercato del lavoro in Italia tra <i>record</i> occupazionali e riserve di lavoro inesprese....	24
Le esogene internazionali e gli impatti sul PIL per il 2026 e gli anni seguenti	33
Composizione settoriale e dinamiche strutturali: scenari per l'economia italiana	35
L'aggiornamento delle stime per il 2026 - 2027 e il confronto con gli altri previsori	42
Un'analisi di rischio (o di sensibilità) sulle variabili esogene	43
Confronto con le previsioni di finanza pubblica della Commissione europea	57
Attivazione della clausola di salvaguardia nazionale per l'aumento della capacità di difesa e della sicurezza energetica	65
Aiuto pubblico allo sviluppo (APS)	73
Fattori sottostanti l'aggiornamento delle stime di crescita potenziale di medio periodo	78
Dal PNRR al PSBMT: gli effetti rilevabili e in prospettiva	83

QUADRO DI SINTESI

IL QUADRO MACROECONOMICO

L'economia mondiale si è mostrata resiliente nella prima metà del 2026, nonostante l'elevata incertezza generata dalle tensioni geopolitiche, dal rialzo dei prezzi energetici e da politiche commerciali progressivamente più restrittive. La crescita è stata sostenuta dalla domanda interna nelle principali economie avanzate, dagli investimenti nell'intelligenza artificiale e dall'anticipazione degli acquisti di beni e prodotti energetici esposti a possibili restrizioni dell'offerta. Il conflitto tra Stati Uniti e Iran rimane il principale fattore di rischio, avendo compromesso la regolarità dei transiti di merci attraverso lo stretto di Hormuz e nelle aree limitrofe.

I principali previsori internazionali concordano su un lieve rallentamento della crescita mondiale nel 2026 rispetto all'anno precedente (OCSE al 2,9 per cento e FMI al 3,0 per cento, rispettivamente dal 3,4 e 3,5 per cento), ma in rafforzamento nel 2027. I rischi restano orientati al ribasso: un aggravamento dei conflitti ancora in corso potrebbe tradursi in nuovi ostacoli alle catene di approvvigionamento e alle rotte commerciali, alimentando la volatilità dei prezzi delle materie prime. Al tempo stesso, la capacità delle imprese di diversificare fornitori e mercati di sbocco, i progressi tecnologici e il progressivo adattamento dei mercati energetici ai nuovi equilibri internazionali hanno sin qui contribuito a mitigare tali rischi.

In questo contesto, nella prima metà dell'anno l'economia italiana ha confermato il percorso di crescita avviato all'inizio del 2023, mostrando una tenuta superiore alle attese nonostante l'incertezza internazionale e la risalita dell'inflazione. Hanno contribuito a tale andamento la tenuta della domanda interna, sostenuta dalla fase favorevole del mercato del lavoro (proseguita nel secondo trimestre con il numero di occupati al massimo storico di 24,4 milioni), e il recupero del credito bancario, in particolare nella componente dei prestiti alle imprese.

Le più recenti revisioni dei Conti nazionali migliorano il quadro retrospettivo dell'economia italiana. In base all'aggiornamento dei Conti economici nazionali nel periodo 2010-2025 pubblicato dall'Istat il 22 settembre, la crescita del PIL reale è stata rivista al rialzo sia nel 2024 (all'1,1 per cento, +0,3 punti percentuali rispetto alla stima di marzo), sia nel 2025 (0,6 per cento, +0,1 punti percentuali), riflettendo una dinamica più favorevole dei consumi delle famiglie, degli investimenti e delle esportazioni. Le nuove stime indicano che la crescita effettivamente conseguita è risultata in linea, e in alcuni casi superiore, a quella prefigurata nei documenti programmatici degli anni passati, confermando il carattere prudentiale delle previsioni ufficiali.

La crescita acquisita per il 2026 si attesta già allo 0,8 per cento in termini corretti per i giorni lavorati, superando di due decimi la previsione contenuta nel

Documento di finanza pubblica dello scorso aprile. Le evidenze congiunturali più recenti sono nel complesso positive, sia pure in un quadro connotato da elevata incertezza.

Rispetto allo scenario di aprile, il quadro macroeconomico tendenziale tiene conto, infatti, del rialzo dei prezzi energetici e di condizioni finanziarie divenute gradualmente meno favorevoli, a fronte di un'evoluzione dei mercati esteri rilevanti per l'Italia migliore rispetto allo scenario sottostante la previsione ufficiale di aprile. Pertanto, per l'anno in corso si prospetta una crescita del PIL dell'1,0 per cento (rivista al rialzo rispetto allo 0,6 della previsione ufficiale di aprile), sostenuta dal contributo della domanda interna al netto delle scorte, laddove quello della domanda estera netta risulta negativo. Il tasso di disoccupazione è previsto in riduzione, portandosi in media al 5,7 per cento (dal 6,1 per cento del 2025). L'inflazione, misurata dal deflatore dei consumi, è attesa in aumento al 3,0 per cento. Per quanto riguarda il prossimo triennio, la crescita del PIL è prevista pari allo 0,6 per cento nel 2027 e allo 0,8 nel biennio finale di previsione, mentre l'inflazione decelera al 2,3 nel 2027, 1,6 nel 2028 e 1,8 per cento nel 2029.

La previsione è stata validata dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio con nota del 29 settembre 2026.

Nello scenario programmatico, il tasso di crescita del PIL reale nel 2027 sale allo 0,8 per cento (due decimi di punto in più rispetto al quadro macroeconomico tendenziale), nel 2028 allo 0,9 per cento (un decimo di punto in più) e resta invariato nel 2029.

IL QUADRO DI FINANZA PUBBLICA

I dati rilasciati dall'Istat il 22 settembre hanno confermato il rapporto *deficit*/PIL al 3,1 per cento, mentre hanno rivisto più favorevolmente quello debito/PIL al 136,7 per cento, grazie all'impatto della revisione del PIL nominale. Per quanto riguarda il *deficit*, la differenza rispetto alla previsione di un anno fa è spiegata dall'emersione in gran parte inattesa di nuovi crediti edilizi legittimati dalla legislazione previgente sul Superbonus. Ad ogni buon conto, il *surplus* primario nel 2025 si è ulteriormente rafforzato, raggiungendo un livello pari allo 0,8 per cento del PIL, dallo 0,5 per cento del 2024.

L'aggiornamento del quadro di finanza pubblica a legislazione vigente sconta l'impatto della maggiore persistenza dello *shock* rispetto alle attese primaverili; in ogni caso, esse confermano sia il ritorno del *deficit* sotto la soglia del 3 per cento del PIL entro quest'anno, sia la sua ulteriore riduzione negli anni successivi, fino al raggiungimento del 2,2 per cento nel 2029.

Il rapporto debito/PIL, dopo l'aumento dei primi due anni dovuto all'apporto determinante dell'aggiustamento *stock*-flussi legato all'impatto di cassa dei crediti edilizi maturati nel periodo 2020-2024, tornerà in un sentiero di decisa discesa a partire dal 2028, guidato dal miglioramento nel saldo primario, fino a raggiungere un livello pari al 136,3 per cento nel 2029.

L'andamento della spesa netta a legislazione vigente può ritenersi conforme alle raccomandazioni del Consiglio europeo. La crescita dell'indicatore, infatti, è prevista restare al di sotto del limite di crescita raccomandato per quest'anno, il

2028 e il 2029. Per il 2027 emerge un lieve sfioramento che, tuttavia, sarebbe interamente assorbito dall'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale. Infatti, la previsione di spesa in difesa a legislazione vigente mostra un significativo aumento nel 2027 rispetto al 2024 (anno base per la quantificazione della flessibilità), che, scorporato dall'indicatore, riporterebbe il tasso di crescita della spesa netta entro il limite raccomandato.

Il quadro di finanza pubblica programmatico sconta innanzi tutto l'attivazione della clausola di salvaguardia per finanziare incrementi di spesa in difesa e misure addizionali in energia pari allo 0,3 per cento di PIL, per ciascuna delle due finalità, sia nel 2027 sia nel 2028. Ciò comporta che la crescita della spesa netta programmatica nel 2027 si collocherà sopra il limite massimo raccomandato dal Consiglio dell'1,9 per cento. Tale scostamento non avrebbe, tuttavia, conseguenze per il giudizio sulla *compliance*: infatti, escludendo gli incrementi di spesa finanziati con la clausola di salvaguardia nazionale, gli obiettivi di crescita della spesa netta risulterebbero pari all'1,9 per cento nel 2027, 1,7 per cento nel 2028 e 1,5 per cento nel 2029, e sarebbero pertanto allineati ai limiti di crescita raccomandati.

Sebbene l'incremento programmato della spesa eserciti inevitabilmente un impatto sui saldi di finanza pubblica, esso risulta limitato dall'utilizzo contenuto della flessibilità, che consentirebbe di limitare l'impatto sulla sostenibilità del debito nel medio-lungo periodo. Inoltre, la concentrazione delle risorse su interventi volti ad accrescere la sicurezza e la resilienza energetica del sistema Paese dovrebbe favorire un ritorno economico tale da attenuarne nel tempo l'onere per la finanza pubblica.

Nello scenario programmatico il rapporto *deficit*/PIL si conferma su un sentiero decrescente; escludendo l'impatto derivante dall'attivazione della clausola di salvaguardia nazionale, il rapporto si manterrebbe stabilmente al di sotto della soglia del 3 per cento lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Una disanima più approfondita sulla manovra di finanza pubblica per il prossimo triennio sarà contenuta nel Documento programmatico di bilancio (DPB) 2027, che sarà inviato alla Commissione europea entro il 15 ottobre p.v.

A completamento della manovra di bilancio 2027-2029, il Governo conferma quali collegati i disegni di legge già indicati nel Documento di finanza pubblica 2026.

TAVOLA DI SINTESI

		2025	2026	2027	2028	2029
DPFP 2026 - QUADRO PROGRAMMATICO						
MACROECONOMIA	PIL reale (Var %)	0,6	1,0	0,8	0,9	0,8
	PIL nominale (Var %)	2,5	2,7	3,2	3,0	2,6
	Tasso di disoccupazione (%)	6,1	5,7	5,6	5,6	5,5
	Saldo bilancia dei pagamenti (% Pil)	1,1	1,0	1,0	1,1	1,2
FINANZA PUBBLICA	Indebitamento netto (% Pil)	-3,1	-2,9	-3,4	-3,2	-2,3
	Saldo primario (% Pil)	0,8	1,2	0,9	1,4	2,4
	Debito lordo (% Pil)	136,7	138,1	138,5	137,9	136,6
	Tasso di crescita annuo Spesa Netta (Var %)	1,5	1,6	3,3	1,7	0,2
	Tasso di crescita annuo Spesa Netta (Var %) al netto NEC	1,5	1,6	1,9	1,7	1,5
DPFP 2026 - QUADRO TENDENZIALE						
MACROECONOMIA	PIL reale (Var %)	0,6	1,0	0,6	0,8	0,8
	PIL nominale (Var %)	2,5	2,7	2,9	2,7	2,6
	Tasso di disoccupazione (%)	6,1	5,7	5,6	5,6	5,5
	Saldo bilancia dei pagamenti (% Pil)	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4
FINANZA PUBBLICA	Indebitamento netto (% Pil)	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7	-2,2
	Saldo primario (% Pil)	0,8	1,2	1,4	1,9	2,5
	Debito lordo (% Pil)	136,7	138,1	138,4	137,7	136,3
	Tasso di crescita annuo Spesa Netta (Var %)	1,5	1,6	2,1	1,3	1,1
DFP 2026 - QUADRO TENDENZIALE						
MACROECONOMIA	PIL reale (Var %)	0,5	0,6	0,6	0,8	0,8
	PIL nominale (Var %)	2,5	2,4	2,6	2,5	2,7
	Tasso di disoccupazione (%)	6,1	5,5	5,4	5,2	5,1
	Saldo bilancia dei pagamenti (% Pil)	1,1	0,5	0,8	0,9	1,0
FINANZA PUBBLICA	Indebitamento netto (% Pil)	-3,1	-2,9	-2,8	-2,5	-2,1
	Saldo primario (% Pil)	0,8	1,2	1,5	1,8	2,4
	Debito lordo (% Pil)	137,1	138,6	138,5	137,9	136,3
	Tasso di crescita annuo Spesa Netta (Var %)	1,9	1,6	2,2	1,7	1,5
RACCOMANDAZIONE DEL CONSIGLIO						
Tasso di crescita annuo Spesa Netta (Var %)		1,3	1,6	1,9	1,7	1,5

PROGRESSI NELL'ATTUAZIONE DI RIFORME E INVESTIMENTI

Negli ultimi mesi l'azione di riforma si è concentrata sul completamento del PNRR e sull'attuazione del Piano strutturale di bilancio di medio termine, che ne raccoglie e rafforza l'eredità. Nella fase finale del Piano sono stati raggiunti, e in diversi casi superati, gli obiettivi previsti, con un impatto significativo sul rafforzamento della capacità amministrativa e sul miglioramento del contesto economico e sociale del Paese. Particolare attenzione è stata dedicata alle sei aree di *policy* prioritarie individuate dal Piano strutturale di bilancio di medio termine.

In materia di ambiente imprenditoriale, sono proseguite le misure per facilitare l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali attraverso l'attuazione della cd. legge Capitali, sono stati assegnati fondi per la ricerca e lo sviluppo di tecnologie strategiche, sono state prorogate le misure di sostegno volte ad attenuare gli effetti dell'aumento dei prezzi dei carburanti e sono stati rafforzati gli interventi per la destagionalizzazione e la transizione ecologica e digitale del comparto turistico.

Sul fronte fiscale, si è completato il processo di riforma avviato nel 2023, che ha perseguito gli obiettivi di semplificazione del sistema tributario, riduzione degli oneri amministrativi per cittadini e imprese, rafforzamento dell'adempimento fiscale e incremento dell'efficienza dell'amministrazione finanziaria. A tali interventi si affianca il proseguimento delle attività di mappatura degli immobili non registrati in catasto.

Per quanto riguarda il sistema giudiziario, i risultati ottenuti evidenziano una significativa riduzione dei tempi dei procedimenti civili e penali, con *performance* superiori agli obiettivi prefissati. Nell'ambito della Pubblica Amministrazione, le iniziative più recenti hanno puntato a rafforzare il merito e la valorizzazione delle competenze nei processi di reclutamento e sviluppo professionale, anche attraverso il potenziamento degli strumenti per la programmazione strategica del fabbisogno di personale e delle competenze necessarie all'attuazione delle politiche pubbliche.

Particolare rilievo assumono anche le misure a sostegno della natalità e delle famiglie, con oltre 153 mila nuovi posti nella fascia 0-6 anni, a cui si aggiungono interventi per favorire la conciliazione fra vita lavorativa e responsabilità di cura, attraverso incentivi alle imprese che adottano pratiche a sostegno della natalità e il rafforzamento dei servizi socioeducativi offerti dai territori.

Prosegue, inoltre, il percorso di miglioramento della programmazione e del governo della spesa pubblica, nonché l'attività di razionalizzazione delle partecipazioni pubbliche, che ha già portato alla dismissione o riorganizzazione di centinaia di partecipazioni societarie.

Infine, accanto alle attività necessarie al completamento del PNRR, sono stati avviati o rafforzati interventi in ulteriori ambiti strategici. Tra questi figurano: i) la riforma del reclutamento universitario e le misure per l'internazionalizzazione e l'accesso all'istruzione superiore; ii) il miglioramento della contrattazione collettiva e degli incentivi all'occupazione dei gruppi sottorappresentati; iii) il Piano Casa Italia; iv) il rafforzamento del Servizio sanitario nazionale attraverso investimenti e strumenti di monitoraggio più avanzati; v) le iniziative volte a sostenere la transizione verde, la sicurezza energetica e la capacità di difesa del Paese.

I. IL QUADRO MACROECONOMICO

I.1 IL QUADRO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

I.1.1 Tendenze recenti del contesto globale

Nella prima parte del 2026 l'economia mondiale si è mostrata resiliente, pur in un contesto di elevata incertezza legata alle tensioni geopolitiche e commerciali e di forte aumento dei prezzi delle materie prime e dell'energia. Nel primo semestre, la crescita del PIL dei Paesi del G20 è rimasta stabile, in continuità con l'andamento mostrato alla fine del 2025¹, sostenuta dalla domanda interna delle principali economie avanzate, dagli investimenti nell'intelligenza artificiale (IA), dall'anticipazione degli acquisti di beni e prodotti energetici esposti a possibili restrizioni dell'offerta e da condizioni ancora favorevoli del mercato del lavoro. In agosto il PMI² composito globale (salito a 53,5 punti) ha segnalato il proseguimento dell'espansione dell'attività economica, sostenuta soprattutto dai servizi.

Il conflitto in Medio Oriente e i mercati energetici

Il principale fattore di incertezza resta il conflitto tra Stati Uniti e Iran, che ha compromesso la regolarità dei transiti di merci ed energia attraverso lo stretto di Hormuz e le aree limitrofe. Le tensioni, particolarmente acute tra aprile e maggio, si erano attenuate a seguito dell'accordo raggiunto a metà giugno tra Stati Uniti e Iran. In agosto si è registrata una, sia pur limitata, recrudescenza del conflitto tra i due Paesi, alla quale hanno fatto seguito azioni di blocco alla navigazione nell'area. Nel mese di settembre si sono, inoltre, intensificate le azioni militari nello Yemen, in prossimità dello stretto di Bab el-Mandeb, altro snodo critico del commercio marittimo, con il coinvolgimento dell'Arabia Saudita. Tutto ciò ha così alimentato nuove pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime energetiche.

Il rincaro ha riguardato soprattutto il gas. Nel terzo trimestre³, la quotazione media al TTF olandese, principale riferimento per il mercato europeo, è stata di 63 euro per MWh, il 48 per cento in più rispetto alla media del primo semestre. Il prezzo medio del *Brent* si è attestato a 91 dollari al barile, con un aumento del 3,5

¹ Cfr. OECD, 'G20 GDP growth', *Statistics News Release*, 14 Settembre 2026, disponibile online al sito: <https://www.oecd.org/en/data/insights/statistical-releases/2026/09/g20-gdp-growth-second-quarter-2026.html>. Nel secondo trimestre del 2026 il PIL dei Paesi del G20 è aumentato dello 0,7 per cento t/t, dallo 0,8 per cento del primo trimestre.

² Il PMI (*Purchasing Managers' Index*) è un indicatore di *sentiment* basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti delle imprese. Il PMI manifatturiero globale di settembre ha continuato a segnalare un'espansione dell'attività, raggiungendo 53,0 punti, il livello più alto dal febbraio 2022.

³ Le informazioni sono aggiornate al 25 settembre.

per cento⁴. Le curve a termine incorporano un graduale riassorbimento delle tensioni; tuttavia i prezzi dei *futures* convergono nel tempo su livelli superiori a quelli attesi prima del conflitto. Per il petrolio, il divario emerso a settembre tra il *Dated Brent*⁵ e i contratti a termine segnala un premio per la disponibilità immediata del greggio; per il gas, le quotazioni più elevate interessano anche le scadenze autunnali e invernali. Le curve a termine incorporano, quindi, le tensioni già emerse sui mercati energetici; restano invece incerte la durata e l'intensità della trasmissione ai costi di produzione e ai prezzi al consumo. I primi effetti sono già visibili nella ripresa dell'inflazione complessiva, a fronte di una componente di fondo più stabile⁶.

Gli effetti macroeconomici delle tensioni energetiche dipendono non soltanto dall'entità dei rincari, ma anche dalla loro persistenza e dalla capacità di adattamento dei sistemi economici. Ne deriva una significativa incertezza circa gli effetti sulla crescita, sull'inflazione e sull'orientamento delle politiche economiche.

Politiche commerciali e scambi internazionali

Sul fronte commerciale, all'inizio del 2026 gli Stati Uniti hanno sostituito i dazi reciproci, introdotti il 2 aprile 2025 (cd. *Liberation day*) e invalidati dalla Corte Suprema, con dazi del 10 o del 12,5 per cento sulle importazioni provenienti da 60 Paesi, mantenendo i dazi settoriali⁷.

L'incertezza sulle politiche commerciali, misurata dall'indice *World Trade Uncertainty Index* (WTUI)⁸, è rimasta elevata, pur al di sotto del picco registrato nel secondo trimestre del 2025. Le pressioni sulle catene globali del valore, rilevate dall'indice *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI)⁹, si sono intensificate tra

⁴ Bloomberg, 'Generic 1st Crude Oil, Brent' (ICE) e 'Generic 1st TTF Natural Gas Base Load Monthly Future' (EDX).

⁵ L'indice si riferisce ai quantitativi fisici di greggio caricati su una petroliera entro i successivi 10-30 giorni. Il prezzo è calcolato considerando un paniere di qualità di greggio del Mare del Nord e del Bacino Atlantico.

⁶ Cfr. IMF, 'Global Inflation Eased Slightly in June 2026 After a Gradual Acceleration Earlier in the Year', 26 Agosto 2026, disponibile online al sito: <https://data.imf.org/en/news/imf%20data%20brief%20august%2026>. L'inflazione complessiva globale è salita dal 4,3 per cento a/a di marzo al 4,9 per cento di maggio, per poi scendere al 4,7 per cento in giugno.

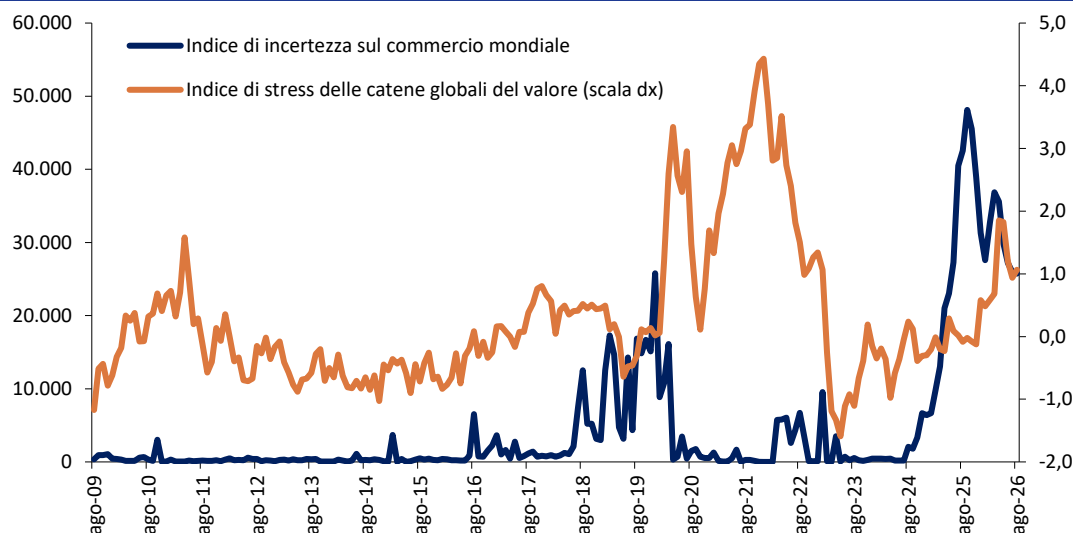
⁷ Cfr. la sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti del 20 febbraio 2026, disponibile online al sito: https://www.supremecourt.gov/opinions/25pdf/24-1287_4gcj.pdf, e il provvedimento dell'agenzia *United States Trade Representative*, <https://www.federalregister.gov/documents/2026/07/28/2026-15181/notice-of-actions-in-section-301-investigations-of-acts-policies-and-practices-of-various-economies>. Restano in vigore, in particolare, aliquote fino al 50 per cento sui prodotti in acciaio, alluminio e rame, Cfr. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2026/04/strengthening-actions-taken-to-adjust-imports-of-aluminum-steel-and-copper-into-the-united-states/>.

⁸ Il *World Trade Uncertainty Index* (WTUI) misura l'incertezza relativa al commercio internazionale ed è costruito contando, nei rapporti nazionali dell'*Economist Intelligence Unit*, le occorrenze del termine 'incertezza' e delle sue varianti in prossimità di parole riconducibili al commercio. L'indice, disponibile per 143 Paesi, è normalizzato rispetto al numero complessivo di parole di ciascun rapporto. Fonte: <https://worlduncertaintyindex.com/data>; per la metodologia, H. Ahir, N. Bloom e D. Furceri, 'The World Uncertainty Index', *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n. 7, 2022, pp. 1315-1340.

⁹ Il *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) della *Federal Reserve Bank* di New York misura le pressioni sulle catene globali di approvvigionamento e combina indicatori dei costi di trasporto marittimo e aereo con le componenti delle indagini PMI relative ai tempi di consegna, agli ordini inevasi e alle scorte in sette grandi economie. È espresso in deviazioni standard dalla media storica. Fonte: *Federal Reserve Bank of New York*,

aprile e maggio, nella fase più acuta delle tensioni in Medio Oriente. Sono rimaste però lontane dai massimi di fine 2021, dovuti alle strozzature dell'offerta nella riapertura post-pandemica (Figura I.1.1).

FIGURA I.1.1: INDICE DI INCERTEZZA SUL COMMERCIO MONDIALE (WTUI) E INDICE DI STRESS DELLE CATENE GLOBALI DEL VALORE (GSCPI)



Fonte: FMI, Federal Reserve Bank of New York.

Nel primo semestre 2026 gli scambi internazionali si sono comunque rafforzati¹⁰. Tuttavia, la crescita resta concentrata in pochi comparti (Tavola I.1.1). Secondo i dati *UN-Comtrade*, nel 2025 le esportazioni mondiali in dollari sono aumentate del 7,0 per cento rispetto al 2024; quasi il 68 per cento dell'incremento si deve a due settori: *computer, elettronica e ottica* (C26), primo per peso sull'*export* mondiale (16,8 per cento), che ne spiega il 46,0 per cento¹¹, e la *metallurgia* (C24), che ne spiega il 21,8 per cento¹². Si distingue anche la farmaceutica, cresciuta del 12,9 per cento¹³. *Autoveicoli* e *chimica*, pur tra i settori

<https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi>; per la metodologia, cfr. G. Benigno, J. di Giovanni, J. Groen e A. Noble, 'The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures', Staff Reports n. 1017, maggio 2022, disponibile online alla pagina: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1017.pdf.

¹⁰ Cfr. OECD, 'International trade statistics: trends in second quarter 2026', 28 agosto 2026, disponibile online alla pagina: <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/data/insights/statistical-releases/2026/8/International-trade-statistics-Q2-2026.pdf>. Nel secondo trimestre, in dollari correnti, le esportazioni di beni dei Paesi del G20 sono aumentate del 5,9 per cento t/t, un ritmo sostanzialmente stabile, e le importazioni del 6,7 per cento (dal 5,2 per cento). Per i servizi, le stime preliminari indicano un aumento del 3,4 per cento delle esportazioni (dal 2,0 per cento) e del 2,5 per cento delle importazioni (dal 1,5 per cento).

¹¹ L'aumento riflette soprattutto gli investimenti in IA e infrastrutture digitali, che hanno sostenuto gli scambi di semiconduttori avanzati, memorie, server e componenti elettronici lungo le catene del valore asiatiche, con gli Stati Uniti come principale polo di domanda.

¹² Il dato va letto con cautela: riflette soprattutto il rialzo eccezionale dei corsi dei metalli preziosi e non ferrosi, a fronte di prezzi siderurgici in calo, e movimentazioni straordinarie di lingotti legate alle attese di dazi statunitensi sull'oro, di natura finanziaria e non ricorrente.

¹³ L'aumento prosegue una tendenza pluriennale, sostenuta dalla crescita della domanda sanitaria, dalla specializzazione internazionale della produzione e dallo spostamento verso medicinali biologici e innovativi ad alto

di maggior peso, sono rimasti pressoché stazionari, mentre i *prodotti estrattivi e petroliferi* hanno fornito contributi negativi alla crescita degli scambi globali. Nei primi cinque mesi del 2026 la concentrazione si è accentuata e le esportazioni dei principali Paesi esportatori¹⁴ sono aumentate del 15,0 per cento rispetto allo stesso periodo del 2025. La crescita è stata trainata soprattutto dal comparto *computer, elettronica e ottica*, cui è riconducibile circa la metà dell'incremento complessivo (50,2 per cento), mentre la *metallurgia* ha contribuito per oltre un decimo della crescita (11,2 per cento).

Dopo la flessione registrata nel 2025, i *prodotti delle attività estrattive e petroliferi* sono tornati a espandersi, sostenuti dal rialzo delle quotazioni energetiche. Un contributo significativo è provenuto anche dagli *apparecchi elettrici e per uso domestico*, le cui esportazioni sono aumentate del 13,2 per cento su base annua.

TAVOLA I.1.1: IL COMMERCIO ESTERO MONDIALE PER SETTORE NEL 2025 E NEI PRIMI CINQUE MESI DEL 2026

		2025			Gennaio-Maggio 2026*		
CPA	Descrizione CPA	Export (miliardi di dollari)	Variazione annua 2025-24 (per cento)	Peso sul totale (per cento)	Contributi alla crescita (per cento)	Variazione tendenziale (per cento)	Contributi alla crescita (per cento)
A	AGRICOLTURA	719,6	4,6	2,8	1,9	6,7	0,8
B	ATTIVITA' ESTRATTIVE	1.866,7	-4,9	7,3	-5,8	23,1	4,3
C10	Alimentare	1.409,0	7,8	5,5	6,1	3,1	1,0
C11	Bevande	145,1	-0,9	0,6	-0,1	4,4	0,2
C12	Tabacco	53,7	-5,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0
C13	Tessile	321,9	-0,1	1,3	0,0	1,6	0,2
C14	Abbigliamento	567,1	4,2	2,2	1,4	0,6	0,1
C15	Pelli e calzature	282,3	3,6	1,1	0,6	-4,2	-0,3
C16	Legno e prodotti in legno	156,4	3,4	0,6	0,3	0,7	0,0
C17	Carta e prodotti di carta	254,0	-0,9	1,0	-0,1	1,4	0,1
C18	Stampa e supporti registrati	0,7	3,7	0,0	0,0	4,2	0,0
C19	Coke e prodotti petroliferi	917,2	-8,7	3,6	-5,2	27,0	6,4
C20	Chimica	1.732,9	0,7	6,8	0,7	8,2	4,5
C21	Farmaceutica	1.123,7	12,9	4,4	7,7	1,1	0,4
C22	Gomma e materie plastiche	524,7	1,8	2,0	0,6	5,5	0,9
C23	Lav. minerali non metalliferi	236,5	0,4	0,9	0,1	-0,6	0,0
C24	Metallurgia	2.036,8	21,8	8,0	21,8	23,1	11,2
C25	Prodotti in metallo	594,7	4,0	2,3	1,4	6,6	1,2
C26	Computer, elettronica e ottica	4.300,5	21,9	16,8	46,0	44,8	50,2
C27	App. elettrici e per uso domestico	1.384,2	7,9	5,4	6,0	13,2	5,3
C28	Meccanica	1.915,0	4,8	7,5	5,2	5,6	3,5
C29	Autoveicoli	1.875,2	1,0	7,3	1,1	4,5	2,4
C30	Altri mezzi di trasporto	756,7	10,1	3,0	4,1	14,2	3,2
C31	Mobili	176,7	1,8	0,7	0,2	1,5	0,1
C32	Altre industrie manifatturiere	857,6	4,4	3,3	2,2	-2,1	-0,5
	TOTALE ECONOMIA	25.609,3	7,0	100,0	100,0	15,0	100,0
	Altri comparti non manifatturieri	313,9	7,2	1,2	1,3	31,4	2,4
NC	Non classificati	1.086,5	4,8	4,2	3,0	11,1	2,7

* L'analisi dei primi cinque mesi del 2026 è condotta esclusivamente sui primi 18 Paesi esportatori del Mondo.
Fonte: elaborazione MEF-DT su dati UN-Comtrade/ITC Statistics (ultimo aggiornamento: 18 settembre 2026).

valore. Nel 2025 vi ha contribuito anche l'anticipazione di parte delle esportazioni verso gli Stati Uniti, in un contesto di incertezza tariffaria.

¹⁴ In assenza di dati mensili per il totale mondiale, l'analisi riferita ai primi mesi del 2026 è condotta sui primi 18 Paesi esportatori, che rappresentano circa il 65 per cento dell'*export* mondiale del 2025.

A differenza dei settori ad alta intensità tecnologica e delle produzioni collegate alle materie prime, la domanda internazionale dei principali comparti del *made in Italy* ha evidenziato una crescita contenuta nei primi mesi del 2026. *Alimentare, bevande, tessile, abbigliamento, meccanica e mobili* hanno infatti mostrato ritmi di espansione generalmente modesti.

Gli scambi si stanno inoltre ricomponendo sul piano geografico. Gli squilibri macroeconomici tra Paesi persistono, sebbene le misure restrittive abbiano in parte ridotto quelli bilaterali degli Stati Uniti con la Cina e con altri *partner*. La Cina ha riorientato la propria sovracapacità produttiva verso l'ASEAN¹⁵, l'Europa e l'America latina, compensando la contrazione dei flussi verso gli Stati Uniti. Negli ultimi due anni gli investimenti nelle tecnologie digitali, soprattutto da parte di Stati Uniti e Cina, hanno intensificato gli scambi nell'area asiatica, divenuta da diversi anni il principale contributore alla crescita del commercio mondiale. Nella regione, la frammentazione geopolitica e il mutare dell'esposizione alla domanda globale hanno favorito la formazione di un polo produttivo integrato tra Giappone, India e Paesi dell'ASEAN. Il polo assorbe esportazioni cinesi, soprattutto di beni intermedi, diversifica l'approvvigionamento di minerali critici¹⁶ e mira a rafforzare la sicurezza geopolitica dell'area. È sostenuto dagli ingenti investimenti giapponesi¹⁷ e dall'integrazione delle piccole e medie imprese manifatturiere indiane nelle catene del valore regionali.

I.1.2 Condizioni finanziarie globali

Il protrarsi delle tensioni sui mercati energetici ha spinto al rialzo le aspettative d'inflazione a breve termine. Quelle a un anno sono salite soprattutto nell'area dell'euro (3,6 per cento), dove risultano particolarmente correlate al prezzo del petrolio, mentre sono più contenute negli Stati Uniti (2,5 per cento); le aspettative a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente stabili¹⁸. Le attese sulla politica monetaria si sono rapidamente adeguate. Nell'area dell'euro, dopo i rialzi dei tassi di *policy* di giugno e settembre, la curva dei tassi di mercato incorpora due ulteriori rialzi di 25 p.b. entro febbraio. Un percorso analogo è atteso negli Stati Uniti, dove la *Federal Reserve* ha alzato i tassi di 25 p.b. in settembre, ma con maggiore incertezza su tempi ed entità dell'inasprimento¹⁹. In Giappone i mercati si attendono nuovi rialzi dei tassi, nel quadro del graduale abbandono, da parte della Banca del Giappone, della politica monetaria ultra-espansiva degli ultimi anni. La

¹⁵ L'ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*) comprende 11 Stati: Indonesia, Malaysia, Filippine, Singapore, Thailandia, Brunei, Vietnam, Laos, Myanmar, Cambogia e Timor-Leste.

¹⁶ Cfr. OECD, *Critical Minerals Forum - Regional note: Southeast Asia and India*, Aprile 2026, disponibile online alla pagina: <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/events/2026/04/critical-minerals-forum/oecd-critical-minerals-regional-note-southeast-asia-india.pdf>.

¹⁷ Cfr. 'OECD review of investment policies in ASEAN', Settembre 2026, disponibile online alla pagina: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2026/09/oecd-review-of-investment-policies-in-asean_1c74e916/baf9c7a4-en.pdf.

¹⁸ Aspettative d'inflazione implicite nei contratti *swap* a 1 anno e 5 anni per l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Le informazioni sono aggiornate allo scorso 25 settembre. Fonte: Bloomberg.

¹⁹ Variazione dei tassi *overnight index swap* e numero cumulato di rialzi da 25 punti base incorporati dai mercati. Informazioni aggiornate al 25 settembre. Fonte: Bloomberg.

Banca centrale cinese mantiene invece un orientamento moderatamente accomodante ed è pronta a rafforzare il sostegno all'economia con misure anticicliche. Rispetto al quadro del DFP 2026 di aprile, le principali economie avanzate sono dunque entrate in una nuova fase restrittiva della politica monetaria.

Il riposizionamento delle attese si è trasmesso alle curve dei rendimenti governativi²⁰. Sulle scadenze più lunghe l'aumento dei tassi, soprattutto nella componente non legata alle attese d'inflazione, riflette anche fattori specifici dei singoli Paesi. Negli Stati Uniti, alla crescita sostenuta e all'incertezza sul percorso della *Federal Reserve* si sono aggiunte le preoccupazioni per la traiettoria del debito e per gli elevati fabbisogni di finanziamento federali, oltre alla forte crescita delle emissioni obbligazionarie societarie, legata anche agli investimenti nell'intelligenza artificiale²¹. Il rendimento del *Treasury* decennale si è portato in prossimità del 5,2 per cento, il valore più alto dal 2007. Nell'area dell'euro, il *Bund* decennale ha superato il 3,6 per cento, livello che non toccava dal 2009, risentendo anche della prospettiva di maggiori emissioni sovrane per infrastrutture e difesa. In Giappone, la normalizzazione monetaria ha sospinto il rendimento decennale in prossimità del 3,1 per cento, sui massimi da oltre trent'anni. In Cina, invece, l'orientamento moderatamente accomodante della banca centrale e la debolezza della domanda interna hanno mantenuto il decennale intorno all'1,7 per cento.

Il rialzo generalizzato dei rendimenti rende più costoso il credito per famiglie e imprese. Tuttavia, dopo un repentino peggioramento manifestatosi in aprile, gli indici sintetici delle condizioni finanziarie si sono in parte distesi; infatti, i movimenti della componente dei tassi non si sono trasmessi sui mercati azionari e sugli altri *asset* rischiosi.

Sul mercato dei cambi, in aprile l'euro si è apprezzato fino a 1,18 dollari, sostenuto dal differenziale atteso dei tassi. Si è poi deprezzato in giugno e, di nuovo, in settembre, al mutare delle attese di politica monetaria, fino a 1,14 dollari. Lo yen, debole fino all'estate, si è di recente apprezzato con il rafforzarsi delle attese di normalizzazione monetaria, anche in un quadro di intervento coordinato delle autorità giapponesi e statunitensi sul mercato valutario. Il renminbi si è invece gradualmente rafforzato rispetto al dollaro, sostenuto dal *surplus* esterno e dalla maggiore tolleranza delle autorità verso un rafforzamento ordinato della valuta²².

I mercati azionari hanno mostrato una notevole resilienza all'aumento dei rendimenti e alle tensioni geopolitiche, sostenuti dalle prospettive di utili legate all'intelligenza artificiale. Da metà agosto, tuttavia, l'ulteriore rialzo dei tassi e i

²⁰ Informazioni aggiornate al 25 settembre. Fonte: Bloomberg.

²¹ La maggiore offerta di emissioni nette di obbligazioni societarie statunitensi può aver contribuito ad accrescere le pressioni sui rendimenti a lungo termine, ma non vi sono evidenze di significativo spiazzamento tra debito pubblico e privato. Secondo la scomposizione *Treasury Yield Premiums* della *Federal Reserve Bank of San Francisco*, tra settembre 2025 e settembre 2026 il rendimento del *Treasury* decennale è aumentato dal 4,20 al 5,16 per cento, riflettendo per circa 73 punti base il rialzo del percorso atteso dei tassi di interesse e per circa 23 punti base l'aumento del *term premium*, che potrebbe includere anche l'effetto spiazzamento.

²² Tra il 1° aprile e il 25 settembre 2026, il cambio EUR/USD è passato da 1,159 a 1,139; nello stesso periodo, il cambio USD/JPY è passato da 158,8 a 157,3, con un deprezzamento in luglio fino a quota 164, mentre il cambio USD/CNY è diminuito da 6,88 a 6,71. Una diminuzione di USD/JPY e USD/CNY indica, rispettivamente, un apprezzamento dello yen e del renminbi nei confronti del dollaro.

timori di un eccesso di investimenti nel settore tecnologico hanno interrotto la fase espansiva e accresciuto la volatilità dei titoli più esposti all'IA²³. La concentrazione dei rendimenti in poche imprese e le valutazioni storicamente elevate rendono infatti gli indici più sensibili a un ridimensionamento delle attese di redditività. Il ciclo degli investimenti si sta intanto estendendo dai produttori di semiconduttori e dai grandi fornitori di servizi digitali alle infrastrutture per la capacità di calcolo: centri dati, reti ed energia. La crescente entità dei fabbisogni finanziari spinge le imprese a ricorrere maggiormente al debito, dopo una prima fase finanziata prevalentemente con i flussi di cassa.

Nel comparto non bancario, la leva di alcuni fondi, i disallineamenti di liquidità e il crescente ricorso al *private credit* possono amplificare le correzioni dei mercati, soprattutto quando richieste di margini o rimborsi impongono vendite forzate di attività²⁴.

I.1.3 Tendenze recenti e congiuntura nelle principali economie

Stati Uniti

Negli Stati Uniti l'attività economica nel 2026 ha continuato a crescere a ritmi elevati, con un lieve rallentamento nel secondo trimestre 2026. Nel primo trimestre il PIL è aumentato dello 0,6 per cento t/t, sostenuto da consumi e investimenti. Nel secondo dello 0,5 per cento, grazie alla spesa privata e pubblica, agli investimenti, in particolare in proprietà intellettuale, e alle esportazioni²⁵. In agosto la produzione industriale è cresciuta dell'1,4 per cento su base annua, indicando il proseguimento della fase espansiva nel terzo trimestre²⁶. L'inflazione al consumo ha risentito dello *shock* energetico soprattutto in maggio, raggiungendo il 4,2 per cento a/a, per poi scendere al 3,4 per cento in agosto²⁷. L'impatto macroeconomico dei rincari energetici è stato attenuato dalla posizione degli Stati Uniti quale esportatore netto di energia. I maggiori ricavi del settore energetico hanno compensato in parte gli effetti negativi dello *shock* sui consumatori, determinando prevalentemente una redistribuzione di reddito tra produttori e consumatori, pur

²³ La *BIS Quarterly Review*, settembre 2026, segnala che le prospettive di tassi più elevati hanno riaperto i timori sulle valutazioni e sul possibile eccesso di investimenti nel settore tecnologico, pur in presenza di una propensione al rischio complessivamente resiliente. Il Bollettino economico 3/2026 della Banca d'Italia richiama a sua volta la concentrazione dei rialzi in pochi settori e le valutazioni storicamente elevate. Cfr. la Review disponibile online alla pagina: https://www.bis.org/publications/qr-202609_0.pdf.

²⁴ Cfr. BCE, '*Financial Stability Review*', maggio 2026, capp. 2 e 4, per i rischi legati ai disallineamenti di liquidità, alle richieste di margini e al *private credit*; FMI, '*Global Financial Stability Report*', aprile 2026, per i canali attraverso cui le vulnerabilità degli intermediari non bancari possono amplificare le turbolenze dei mercati finanziari.

²⁵ I dati corrispondono ad una crescita annualizzata, rispettivamente, del 2,5 e 2,2 per cento. I dati sono consultabili online al seguente link:

<https://www.bea.gov/news/2026/gdp-third-estimate-industries-corporate-profits-state-gdp-and-state-personal-income-2nd>.

²⁶ I più recenti indicatori PMI hanno confermato l'andamento favorevole dell'attività economica, sia nell'industria sia nei servizi.

²⁷ La componente *core* ha mostrato invece un andamento più stabile mostrandosi più resistente agli *shock* esterni e normalizzandosi al 2,4 per cento ad agosto.

in presenza di pressioni inflazionistiche e costi più elevati nei comparti a maggiore intensità energetica²⁸.

Nel complesso l'OCSE²⁹ prevede una crescita relativamente sostenuta per l'economia statunitense pari al 2,2 per cento nel 2026 e al 2,1 per cento nel 2027, con l'aumento degli investimenti legati all'IA che compenserebbe in parte un moderato calo dei consumi.

Area dell'euro

Nell'area dell'euro la crescita è rimasta moderata. Nel secondo trimestre 2026 il PIL è aumentato dello 0,6 per cento t/t, dopo la stagnazione del primo trimestre³⁰. Il contributo principale è venuto dalle esportazioni nette, affiancate dal rafforzamento dei consumi privati; gli investimenti fissi sono rimasti deboli e le scorte hanno sottratto crescita. I consumi hanno beneficiato della tenuta del mercato del lavoro (tasso di disoccupazione al 6,4 per cento in agosto), nonostante condizioni creditizie più restrittive³¹. L'inflazione ha superato il 3 per cento a/a in aprile ed è scesa alla fine del secondo trimestre. In settembre, la stima preliminare la indica in risalita al 3,8 per cento, per effetto dei rincari energetici seguiti alla ripresa degli attacchi in Medio Oriente.

Nello stesso mese la BCE ha quindi aumentato di 25 punti base i tassi ufficiali, portando quello sui depositi al 2,50 per cento³². Per l'area dell'euro il rincaro dell'energia rappresenta uno *shock* di offerta negativo, deteriorando le ragioni di scambio e comprimendo il reddito reale di famiglie e imprese³³. L'obiettivo dichiarato della BCE è di limitare i cosiddetti effetti di secondo ordine e di ancorare le aspettative di inflazione di famiglie e imprese.

²⁸ Nel 2025 le esportazioni nette di prodotti energetici degli Stati Uniti sono stimate pari a circa l'11,5 per cento della disponibilità energetica complessiva, in aumento rispetto al 9,8 per cento del 2024, secondo elaborazioni su dati EIA. In particolare, nel secondo trimestre 2026 l'aumento dei prezzi del greggio e del gas ha generato una crescita dei ricavi delle compagnie petrolifere statunitensi (<https://www.bea.gov/data/income-saving/corporate-profits>), con le esportazioni del comparto energetico che hanno migliorato il saldo della bilancia energetica anche se il deficit commerciale si è ampliato per via dell'aumento delle importazioni di beni strumentali come computer e semiconduttori.

²⁹ Cfr. OECD, *Economic Outlook, Interim Report, 'Weathering Successive Shocks'*, 23 settembre 2026, disponibile online alla pagina: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-interim-report-september-2026_f751d02b-en/full-report.html.

³⁰ Eurostat, *'GDP up by 0.6% and employment up by 0.1% in the euro area'*, 7 settembre 2026. Rispetto alla stima *flash* di agosto, Eurostat ha rivisto il dato al rialzo di due decimi di punto. La revisione è interamente attribuibile all'Irlanda, il cui tasso di crescita congiunturale – notoriamente volatile in quanto influenzato dalle operazioni contabili delle grandi multinazionali più che dai fattori ciclici domestici – è stato corretto al 10,2 per cento, dal precedente 3,9 per cento. Al netto dell'Irlanda, la crescita congiunturale dell'area è confermata allo 0,3 per cento, stabile rispetto al trimestre precedente.

³¹ BCE, *The euro area bank lending survey - Second quarter of 2026'*, 21 luglio 2026.

³² BCE, *'Monetary policy decisions'*, 10 settembre 2026.

³³ Nel 2024 le importazioni nette di prodotti energetici dell'Unione europea coprivano il 57,3 per cento della disponibilità lorda di energia; circa due terzi delle importazioni erano costituiti da petrolio e prodotti petroliferi e un quarto da gas naturale. Pur pesando meno del petrolio sulle importazioni energetiche europee, il gas rappresenta il principale fattore di vulnerabilità, poiché la diversificazione delle forniture richiede tempi più lunghi e dipende dalla disponibilità di gasdotti, impianti di liquefazione e rigassificazione e di carichi di GNL sul mercato internazionale. Al 22 settembre il livello di riempimento degli stoccaggi era pari al 70 per cento nell'Unione europea e all'86 per cento in Italia.

Nonostante il deterioramento del quadro energetico e il conseguente irrigidimento delle condizioni monetarie, le prospettive di crescita dell'area nel trimestre in corso restano nel complesso favorevoli, con il PMI composito che ha raggiunto in settembre il livello più elevato dalla primavera del 2023. L'OCSE prevede una crescita dell'1,0 per cento sia nel 2026 sia nel 2027: prezzi energetici e tassi d'interesse più elevati frenerebbero l'attività, sostenuta invece dagli investimenti nella difesa.

Cina

In Cina, la crescita congiunturale pari all'1,3 per cento nel primo trimestre ha poi rallentato allo 0,9 per cento nel secondo. Hanno pesato i rincari energetici e le tensioni internazionali, che hanno accresciuto i costi logistici e di produzione delle imprese³⁴. L'attività resta trainata dalla domanda estera, a fronte di una domanda interna debole rispetto all'eccesso di offerta. Per contrastare i rischi deflazionistici legati alla sovracapacità, nel 2026 sono state adottate politiche monetarie e fiscali espansive. L'OCSE stima una crescita del 4,5 per cento nel 2026 e del 4,2 per cento nel 2027.

Giappone

In Giappone, il PIL è cresciuto dello 0,5 per cento t/t nel primo trimestre, sostenuto dalla domanda sia interna sia estera; quest'ultima ha beneficiato dell'accelerazione delle esportazioni nei comparti legati all'IA e nell'*automotive*. Nel secondo trimestre la crescita ha rallentato allo 0,4 per cento, trainata da domanda estera e investimenti privati, con consumi stazionari. L'inflazione ha accelerato per effetto dei rincari energetici e della graduale rimozione dei sussidi sulle bollette, portandosi all'1,8 per cento a/a in agosto. L'OCSE prevede una crescita dello 0,8 per cento nel 2026 e dello 0,7 per cento nel 2027.

I.1.4 Previsioni e rischi

I principali previsori internazionali prefigurano per il 2026 una crescita mondiale in lieve rallentamento rispetto all'anno precedente e un rafforzamento nel 2027 (Tavola I.1.2). I rischi restano orientati al ribasso e sono riconducibili in larga misura al perdurare delle tensioni geopolitiche. Un aggravamento dei conflitti in corso potrebbe tradursi in nuove interruzioni delle catene di approvvigionamento e delle rotte commerciali, accentuando la frammentazione degli scambi e la volatilità dei prezzi delle materie prime. Tensioni sull'offerta di energia continuerebbero a pesare su inflazione e attività economica.

Alcuni di questi rischi potrebbero manifestarsi insieme entrando in interazione: più inflazione e incertezza potrebbero influire sulle condizioni finanziarie, con possibili effetti sull'economia reale. La dinamica potrebbe associarsi a eventuali correzioni dei mercati finanziari, in una fase di valutazioni ancora elevate in alcuni

³⁴ Cfr. <https://chinadata.live/data/china-gdp-growth-qoq/>.

comparti e di margini di politica economica più ridotti che in passato. Le tensioni potrebbero interessare anche gli intermediari non bancari e raggiungere i mercati dei titoli pubblici, dove il maggiore peso di investitori sensibili ai prezzi e in parte finanziati a breve termine potrebbe, in situazioni di *stress*, accrescere il rischio di vendite forzate. Perdite di portafoglio, esigenze di liquidità e interconnessioni con le banche potrebbero così coinvolgere gli intermediari non bancari nel tradizionale legame tra rischio sovrano e sistema bancario³⁵.

Tra i rischi al rialzo figurano catene di approvvigionamento più flessibili e capaci di assorbire eventuali nuovi *shock*, l'innovazione tecnologica e l'adattamento dei mercati energetici³⁶.

TAVOLA I.1.2: PREVISIONI DI CRESCITA PER LE PRINCIPALI ECONOMIE

PIL reale (%)	Data previsione	2026	Revisione	2027	Revisione
OCSE	set-26 (giu-26)				
Mondo		2.9	0.1	3.0	-0.1
Eurozona		1.0	0.2	1.0	-0.2
Stati Uniti		2.2	0.3	2.1	0.3
Cina		4.5	0.0	4.2	-0.1
Giappone		0.8	0.2	0.7	-0.1
Regno Unito		1.1	0.2	1.0	-0.1
FMI	lug-26 (apr-26)				
Mondo		3.0	-0.1	3.4	0.2
Eurozona		0.9	-0.2	1.2	0.0
Stati Uniti		2.3	0.0	2.2	0.1
Cina		4.6	0.2	4.1	0.1
Giappone		0.6	-0.1	0.7	0.1
Regno Unito		1.0	0.2	1.3	0.0

Fonte: OECD, *Interim Economic Outlook*, 23 settembre 2026. IMF, *World Economic Outlook*, 8 luglio 2026. Le revisioni sono calcolate rispetto alla previsione precedente, la cui data è indicata in parentesi.

³⁵ Cfr. FMI, 'Global Financial Stability Report', aprile 2026, disponibile online alla pagina:

<https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2026/april/english/text.pdf>, per i rischi derivanti dall'aumento del debito, dai fabbisogni di rifinanziamento e dalla crescente presenza di investitori sensibili ai prezzi nei mercati dei titoli pubblici; S. Avdjiev, B. Hardy e M. Jager, 'The evolving nexus: sovereigns, banks and NBFIs', BIS Working Papers, n. 1369, luglio 2026, disponibile online alla pagina:

<https://www.bis.org/publications/working-paper-1369-evolving-nexus-sovereigns-banks-and-nbfis.pdf> per l'estensione della tradizionale interdipendenza tra rischio bancario e rischio sovrano agli intermediari non bancari. Per il ruolo della leva e del finanziamento a breve termine delle posizioni in titoli pubblici, cfr. 'Yields climb, yet risk appetite holds firm', in BIS Quarterly Review, settembre 2026, disponibile online alla pagina: <https://www.bis.org/publications/yields-climb-yet-risk-appetite-holds-firm.pdf>.

³⁶ Cfr. World Economic Forum, 'Chief Economists Outlook: what bond yields and interest rates tell us about the global economy', 22 settembre 2026, disponibile online alla pagina:

https://reports.weforum.org/docs/WEF_Chief_Economists_Outlook_September_2026.pdf.

I.2 TENDENZE RECENTI DELL'ECONOMIA ITALIANA E AGGIORNAMENTO DELLE PREVISIONI TENDENZIALI

Secondo i Conti Economici Nazionali pubblicati dall'Istat il 22 settembre³⁷, nel 2025 il PIL reale è cresciuto dello 0,6 per cento, un decimo di punto in più rispetto alle stime diffuse a marzo. La revisione al rialzo riflette una dinamica più favorevole dei consumi delle famiglie, degli investimenti e delle esportazioni. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto è stato rivisto al rialzo nelle costruzioni e nell'industria. L'aggiornamento dei Conti Economici Nazionali ha interessato in particolare il 2024, portando la crescita del PIL reale all'1,1 per cento, 0,3 punti percentuali in più rispetto alla stima di marzo, e quella del PIL nominale al 3,2 per cento, dal precedente 2,8 per cento. Tutte le revisioni degli ultimi anni hanno portato la crescita del PIL in linea, se non al di sopra, delle previsioni originarie dei documenti di programmazione, confermando la prudenza dell'impostazione adottata dal Governo.

Al miglioramento del quadro retrospettivo si accompagnano indicazioni nel complesso favorevoli per l'anno in corso. Nella prima metà del 2026, nonostante l'elevata incertezza, il rialzo dell'inflazione e condizioni finanziarie divenute gradualmente meno favorevoli, l'attività economica ha mostrato una significativa capacità di tenuta. Dopo l'incremento del primo trimestre, pari allo 0,3 per cento rispetto al periodo precedente, il PIL reale è cresciuto dello 0,2 per cento anche nel secondo, proseguendo la fase espansiva in atto dall'inizio del 2023. Alla luce dei risultati conseguiti nel primo semestre, la crescita acquisita per il 2026 secondo i dati aggiustati per i giorni lavorati si colloca allo 0,8 per cento, al di sopra dello 0,6 per cento annuale previsto nel DFP 2026. Tale andamento si inserisce in un quadro europeo anch'esso caratterizzato da una tenuta dell'attività superiore alle attese, pur in presenza dello *shock* energetico e di prospettive ancora molto incerte (cfr. paragrafo I.1).

I.2.1 Le componenti del PIL dal lato della domanda

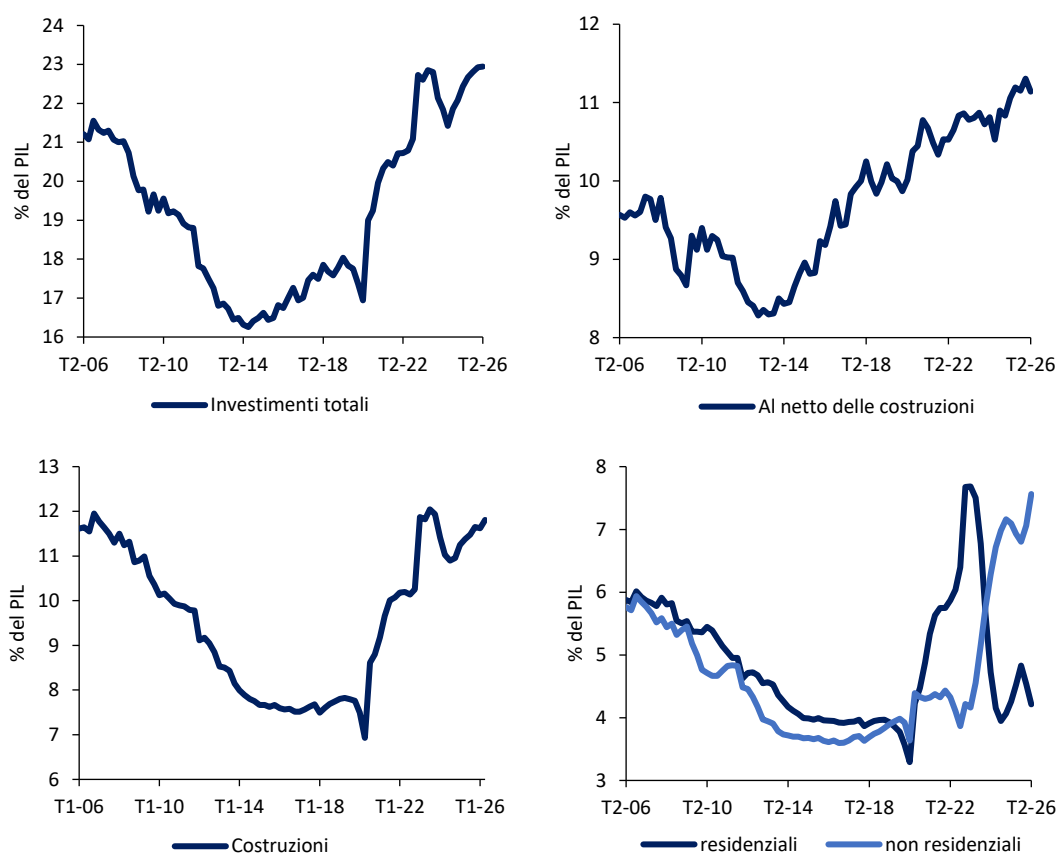
La domanda interna al netto delle scorte ha continuato a sostenere la crescita anche nella prima metà del 2026, fornendo un contributo positivo di 0,5 punti percentuali nel primo trimestre e di 0,3 punti nel secondo. Il sostegno è derivato in primo luogo dalla crescita dei consumi delle famiglie, favorita dal recupero del

³⁷ Conformemente alla politica di revisione statistica raccomandata dalla Commissione europea per i Paesi membri dell'Unione europea, il 22 settembre 2026 Istat ha rilasciato un aggiornamento dei Conti Economici Nazionali relativi al biennio 2024-2025, rivedendo le stime pubblicate a marzo 2026 in ragione del recepimento di nuove fonti statistiche relative ai conti economici delle imprese; inoltre, le nuove stime incorporano, per il periodo 2010-2025, innovazioni di metodo e fonti utilizzate per la stima del reddito nazionale lordo (RNL), su cui si basa il calcolo delle risorse proprie, principale fonte di entrata per il bilancio dell'UE. Per ulteriori dettagli si rimanda al comunicato stampa Istat 'Conti economici nazionali: Prodotto interno lordo e indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche', disponibile *online* alla pagina: https://www.istat.it/wp-content/uploads/2026/09/CONTI-ECONOMICI-NAZIONALI_2010-2025-22settembre2026.pdf.

potere d'acquisto delle famiglie. In tale contesto, la propensione al risparmio si è mantenuta prossima ai livelli pre-pandemici³⁸.

Anche gli investimenti fissi lordi hanno proseguito la fase espansiva avviata alla fine del 2024, aumentando dello 0,8 per cento nel primo trimestre e dello 0,3 per cento nel secondo. Un impulso rilevante è derivato dai fabbricati non residenziali, la cui dinamica riflette anche l'avanzamento degli interventi riconducibili al PNRR, che nel corso degli ultimi anni hanno più che compensato la contrazione di quelli legati all'edilizia residenziale (si veda Figura I.2.1). Continua ad essere positivo l'andamento degli investimenti in macchinari ed attrezzature.

FIGURA I.2.1: INVESTIMENTI IN % DEL PIL



Fonte: Istat.

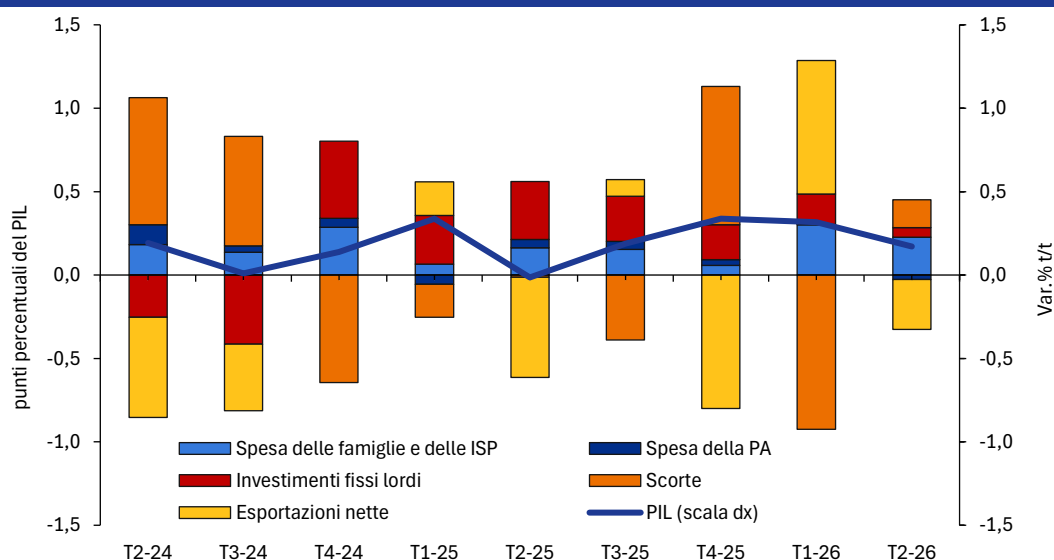
L'apporto della domanda estera netta è risultato invece più variabile, risentendo del contesto geopolitico e commerciale internazionale. Nel primo trimestre il contributo alla crescita è stato positivo, per 0,8 punti percentuali,

³⁸ La revisione dei Conti economici nazionali diffusa dall'Istat il 22 settembre 2026 ha comportato una nuova revisione al rialzo dei consumi delle famiglie. A parità di reddito disponibile lordo, nel 2025 il tasso di risparmio si è attestato a un livello inferiore rispetto a quanto stimato nella precedente *release* (8,2 per cento). Il profilo trimestrale sotteso a quest'ultimo prevedeva un aumento del tasso di risparmio tra il primo (7,8 per cento) e il terzo trimestre del 2025 (8,7 per cento), visto poi in discesa al 7,8 per cento nell'ultimo quarto d'anno.

sostenuto da un buon andamento dell'*export*, mentre nel secondo trimestre il contributo è diventato negativo (-0,3 punti)³⁹.

Per quanto riguarda le dinamiche nominali, i dati di commercio estero, in valore e riferiti alle sole merci, indicano un rallentamento delle vendite all'estero nel secondo trimestre. Mostrano inoltre che il rialzo delle importazioni è riconducibile in larga parte ai prezzi: l'aumento dei valori importati è quasi interamente spiegato da quello dei prezzi all'*import*, in particolare per i beni intermedi⁴⁰. In sostanza, i flussi in valore del secondo trimestre sono spiegati prevalentemente dal peggioramento delle ragioni di scambio legato agli aumenti dei prezzi energetici. Ciò nonostante, nel complesso, i conti con l'estero registrano una buona tenuta. Nei dodici mesi terminanti a luglio l'avanzo di conto corrente è salito all'1,3 per cento del PIL, grazie all'ampliamento del surplus delle merci e al ritorno in attivo dei redditi primari, a fronte di un ulteriore allargamento dei disavanzi dei servizi e dei redditi secondari⁴¹.

FIGURA I.2.2: PIL E CONTRIBUTI ALLA CRESCITA



Fonte: Istat.

Note: pp del PIL, scala sx; variazioni % t/t, scala dx.

³⁹ Nel primo trimestre, le esportazioni di beni e servizi in volume sono aumentate con decisione (+2,3 per cento t/t), mentre le importazioni hanno registrato una variazione nulla; nel secondo, le esportazioni hanno rallentato (+0,8 per cento t/t) e le importazioni sono cresciute a un ritmo sostenuto (+1,7 per cento t/t).

⁴⁰ Dati destagionalizzati di commercio estero, in valore. Le esportazioni di merci sono aumentate del 4,0 per cento t/t nel primo trimestre e del 2,2 per cento nel secondo. Nel secondo trimestre le importazioni sono cresciute del 5,1 per cento t/t (+3,0 punti rispetto al primo trimestre); i prezzi all'importazione sono saliti del 5,0 per cento (+3,4 punti) e le importazioni di beni intermedi dell'8,4 per cento (dal 3,9 per cento).

⁴¹ Dati di bilancia dei pagamenti, saldi cumulati sui dodici mesi terminanti a luglio 2026. Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, l'avanzo corrente è migliorato di 0,3 punti di PIL. L'avanzo delle merci è salito a 55 miliardi di euro (+5,6 miliardi) e il saldo dei redditi primari è tornato positivo (3,4 miliardi, da -1,6), entrambi con una tendenza in atto dalla fine del 2025. Il disavanzo dei servizi si è ampliato a 8,2 miliardi e quello dei redditi secondari a 20,3 miliardi.

I.2.2 Le dinamiche dei settori produttivi

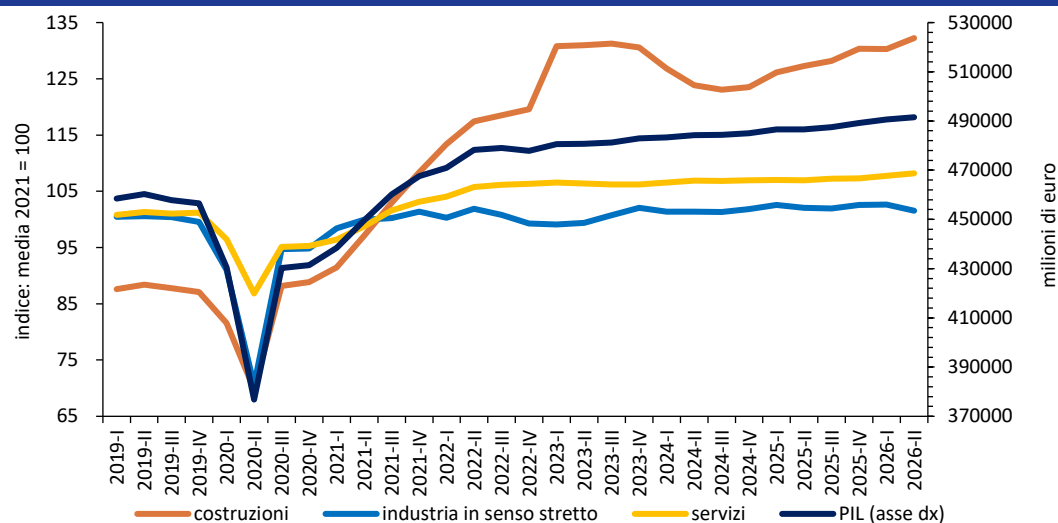
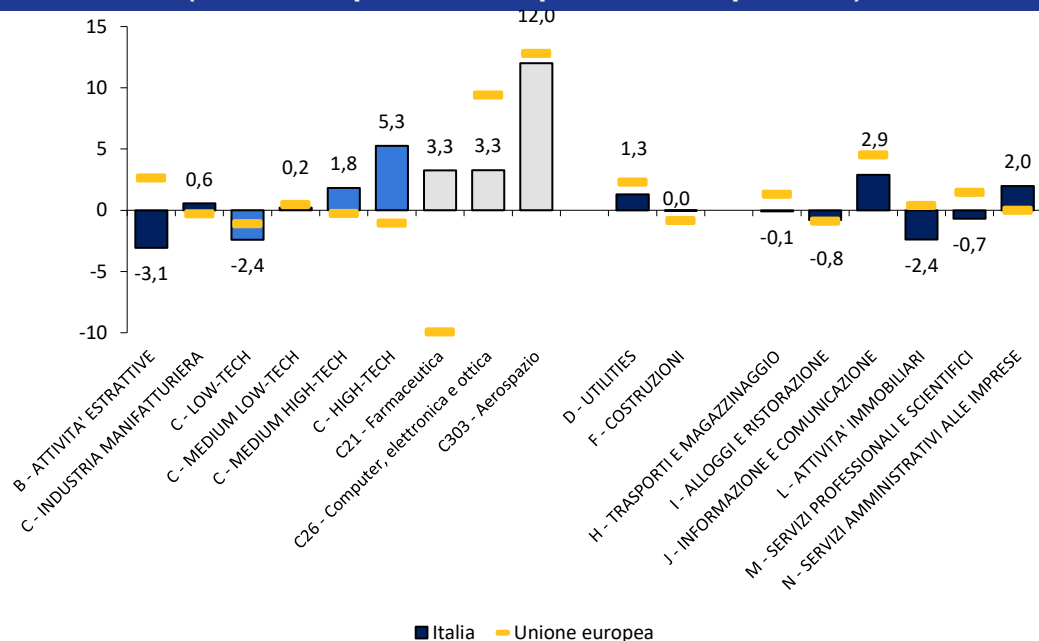
Dal lato dell'offerta, si conferma l'eterogeneità che caratterizza l'evoluzione dei principali comparti produttivi (Figura I.2.3).

Il settore terziario ha continuato a fornire un contributo rilevante alla dinamica dell'attività economica, con una crescita dello 0,4 per cento t/t in entrambi i trimestri della prima metà del 2026. All'espansione hanno contribuito soprattutto i comparti del commercio, trasporto e alloggio, i servizi di informazione e comunicazione e le attività immobiliari.

L'industria in senso stretto, dopo il rallentamento del primo trimestre (+0,1 per cento t/t dal +0,6 per cento del quarto trimestre 2025), ha registrato nel secondo una contrazione del valore aggiunto (-1,0 per cento t/t); tale andamento, ampliando la divergenza rispetto al comparto dei servizi, è risultato divergente rispetto all'indice della produzione industriale, che ha segnato una variazione positiva nel secondo trimestre⁴².

La produzione ha registrato andamenti differenziati all'interno del comparto manifatturiero, con segnali più favorevoli provenienti dalle attività a maggiore intensità tecnologica (Figura I.2.4). Infatti, nel primo semestre 2026, la produzione dei comparti ad alta tecnologia continua a mostrare una dinamica tendenziale favorevole (+5,3 per cento), migliore della media manifatturiera (+0,6 per cento). Il risultato è frutto della crescita dell'aerospazio (+12,0 per cento) e di un aumento della produzione della farmaceutica (+3,3 per cento), in controtendenza rispetto al rallentamento nell'Unione europea (-10,6 per cento). Tale evoluzione si inserisce in un processo di ricomposizione della struttura produttiva già emerso negli anni precedenti: tra il 2022 e il 2025, a fronte di una contrazione della produzione manifatturiera complessiva, quella ad alta tecnologia ha registrato una crescita cumulata significativa, sostenuta in particolare dai comparti della farmaceutica e dell'aerospazio.

⁴² Come indicato nella Nota dell'Istat del 30 ottobre 2024 '[I conti economici trimestrali. Principali elementi informativi](https://www.istat.it/notizia/i-conti-economici-trimestrali-edizione-2024/)', disponibile *online* alla pagina: <https://www.istat.it/notizia/i-conti-economici-trimestrali-edizione-2024/>, a partire dal 4 ottobre i Conti economici trimestrali sono stati oggetto di una revisione straordinaria che ha consentito il miglioramento dei metodi di misurazione di alcune componenti o variabili specifiche, anche attraverso l'introduzione di fonti informative più aggiornate o, in alcuni casi, del tutto nuove. Il recepimento di tali innovazioni metodologiche ha interessato anche il metodo di stima del valore aggiunto dell'industria, che ora prevede l'utilizzo dell'indice mensile del fatturato (FAT) per 12 branche di attività manifatturiera e dell'indice della produzione industriale (IPI) per 3 branche. La dinamica del valore aggiunto può pertanto discostarsi da quella dell'IPI, poiché risente in misura prevalente dell'andamento del fatturato. Come già rilevato negli ultimi anni, anche nei mesi più recenti l'andamento del valore aggiunto settoriale è risultato disallineato rispetto a quello della produzione industriale, mostrando invece una maggiore correlazione con l'indice del volume del fatturato. Infatti, mentre la produzione, dopo la lieve flessione del primo trimestre (-0,2 per cento), è tornata a crescere nel secondo (+0,3 per cento), il fatturato si è ridotto in entrambi i trimestri (rispettivamente, -0,9 per cento t/t, -1,3 per cento t/t), risultando più in linea con gli andamenti del valore aggiunto.

FIGURA I.2.3: PRODOTTO INTERNO LORDO E VALORE AGGIUNTO SETTORIALE**FIGURA I.2.4: DINAMICA SEMESTRALE DELLA PRODUZIONE PER SETTORI DI ATTIVITA' ECONOMICA I SEMESTRE 2026 (variazioni % rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)**

Le costruzioni hanno invece proseguito la fase di espansione avviata alla fine del 2024 - beneficiando dell'impulso riconducibile agli investimenti del PNRR, soprattutto nel comparto non residenziale, dopo il venir meno delle misure di incentivazione al settore - registrando un nuovo incremento del valore aggiunto nel secondo trimestre (+1,5 per cento t/t) che permette di recuperare la contrazione avvenuta in quello precedente.

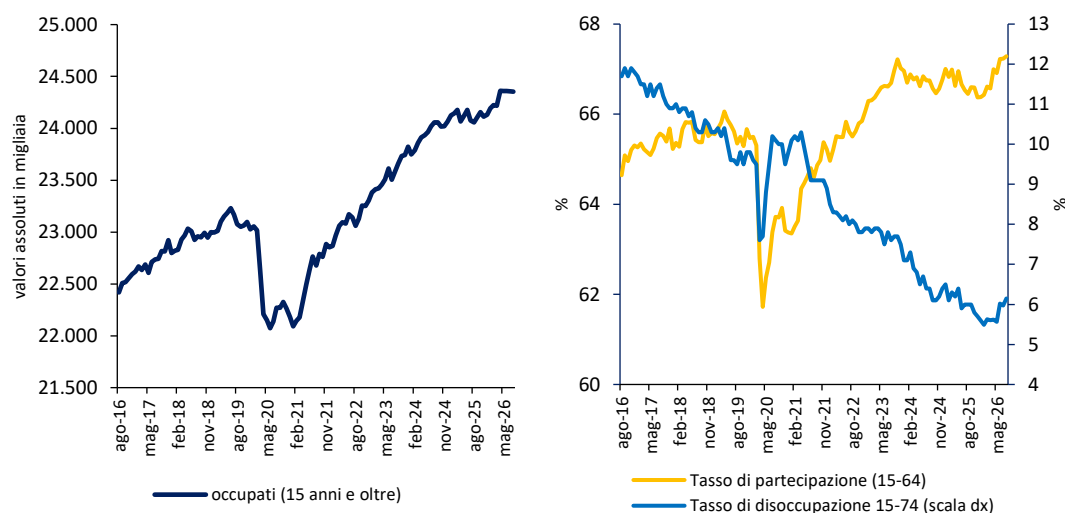
I.2.3 Le dinamiche del mercato del lavoro

In linea con l'andamento dell'attività economica, il mercato del lavoro ha continuato a mostrare una dinamica favorevole. Gli occupati⁴³, dopo essere aumentati dello 0,3 per cento nel primo trimestre, sono cresciuti dello 0,6 per cento nel secondo, portando il tasso di occupazione 15-64 anni al 63,1 per cento e il numero di occupati al massimo storico di 24,4 milioni.

La crescita dell'occupazione ha interessato soprattutto i lavori dipendenti. Nel secondo trimestre 2026 la quota dei dipendenti a tempo indeterminato ha raggiunto l'86,7 per cento del totale dei dipendenti. Nello stesso trimestre, per la prima volta dal 2022, sono tornati ad aumentare anche i dipendenti a termine⁴⁴. L'*input* di lavoro è cresciuto anche in termini di ore lavorate (+0,3 per cento t/t in entrambi i trimestri).

Il tasso di disoccupazione 15-74 anni ha continuato a ridursi nel primo trimestre, attestandosi sui minimi storici (5,5 per cento), per poi risalire solo marginalmente nel secondo (5,6 per cento); allo stesso tempo, il tasso di partecipazione ha raggiunto il 67,0 per cento tornando a risalire dopo alcuni trimestri di sostanziale stazionarietà (+0,5 punti percentuali rispetto al primo trimestre). La ripresa della partecipazione è legata a una riduzione del tasso di inattività 15-64 (portatosi al 33,0 per cento, -0,5 punti percentuali rispetto al primo trimestre), grazie anche alla diminuzione degli individui classificati come scoraggiati (-107 mila, -14,2 per cento rispetto al secondo trimestre del 2025).

FIGURA I.2.5: INDICATORI MENSILI DEL MERCATO DEL LAVORO



Fonte: Istat.

Fonte: Istat.

⁴³ Il riferimento è alla *Rilevazione continua sulle forze di lavoro* (RCFL) di fonte Istat.

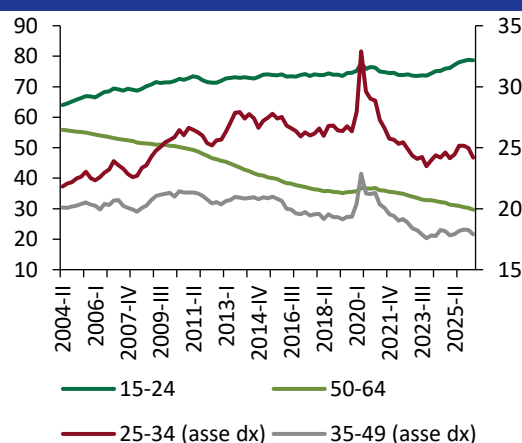
⁴⁴ I dati di flusso sulle transizioni a dodici mesi mostrano che, nella fase di calo dei dipendenti a termine, sono diminuite le uscite da questa condizione sia verso il lavoro a tempo indeterminato sia verso l'inattività. Nello stesso periodo è aumentata la quota di chi, a un anno di distanza, risulta ancora occupato a termine. Nel secondo trimestre 2026 le transizioni in uscita segnano una lieve risalita.

Nell'insieme, dunque, l'analisi delle transizioni tra occupazione, disoccupazione e inattività conferma la fase favorevole dell'evoluzione del mercato del lavoro. La lieve risalita del tasso di disoccupazione osservata nel secondo trimestre appare infatti riconducibile principalmente all'ingresso di nuovi individui tra le forze di lavoro. L'aumento dei passaggi dall'inattività verso la ricerca di lavoro e verso l'occupazione, unitamente alla riduzione della permanenza nell'inattività, segnala un rafforzamento della partecipazione e un più intenso coinvolgimento della popolazione nel mercato del lavoro.

Dal lato della domanda da parte delle imprese è proseguito il graduale ridimensionamento delle tensioni sul mercato del lavoro osservate negli anni successivi alla pandemia. Il tasso di posti vacanti è infatti tornato sui livelli precedenti lo *shock* del Covid-19 (1,5 per cento nel secondo trimestre), segnalando un migliore equilibrio tra domanda e offerta di lavoro.

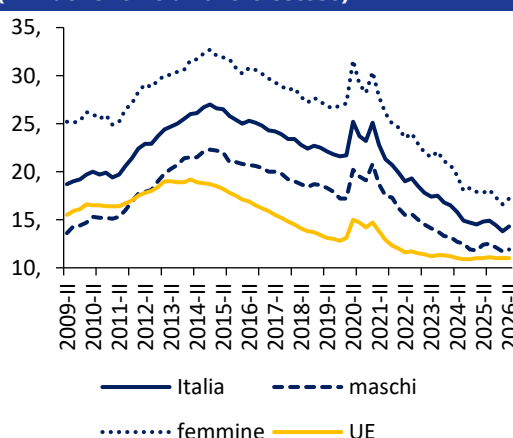
Nonostante i progressi conseguiti negli ultimi anni, permangono ampi margini per accrescere la partecipazione al mercato del lavoro, riducendo l'inattività attraverso l'attivazione del bacino di persone che, pur gravitando intorno al mercato del lavoro, non rientrano tra i disoccupati secondo la definizione *standard* (le cosiddette forze di lavoro potenziali).

FIGURA I.2.6: TASSI DI INATTIVITÀ PER COORTE



Fonte: Istat.

FIGURA I.2.7: LABOUR MARKET SLACK (in % delle forze di lavoro estese)



Fonte: Eurostat.

I tassi di inattività rimangono particolarmente elevati tra le donne e i giovani nella classe 15-24 anni (rispettivamente 41,3 e 78,4 per cento)⁴⁵, collocandosi ancora ben al di sopra della media europea (28,4 e 59,6 per cento). Nel secondo trimestre del 2026 l'indicatore di *labour market slack* (LMS)⁴⁶, sceso in misura

⁴⁵ Fonte: Eurostat, *Labour Force Survey*.

⁴⁶ L'indicatore di *slack*, elaborato da Eurostat sulla base della 'EU Labour Force Survey', rapporta l'offerta di lavoro inutilizzata alle 'forze di lavoro estese': al numeratore la somma di disoccupati, *part-time* sottoccupati (sarebbero disponibili a lavorare più ore) e forze di lavoro potenziali; al denominatore la somma delle forze di lavoro (occupati e disoccupati) e delle forze di lavoro potenziali. Va precisato che i lavoratori *part-time* sottoccupati si distinguono dai lavoratori in *part-time* involontario, che corrispondono a occupati con orario ridotto

significativa dal 2021 ma in lieve risalita nell'ultimo trimestre, era pari al 14,3 per cento delle forze di lavoro estese, 3,3 punti percentuali al di sopra della media dell'Unione europea. Il dato segnala l'esistenza di una riserva di lavoro inutilizzata in grado di sostenere la partecipazione e la crescita potenziale (si veda il *focus* 'Il mercato del lavoro in Italia tra *record* occupazionali e riserve di lavoro inesprese').

FOCUS

Il mercato del lavoro in Italia tra *record* occupazionali e riserve di lavoro inesprese

Dal 2021 l'occupazione ha raggiunto livelli storicamente elevati e il tasso di disoccupazione si è portato sui minimi; i posti vacanti sono andati via via riducendosi, pur restando superiori ai livelli pre-pandemici. A una prima lettura, questi andamenti potrebbero indicare una scarsità di offerta di lavoro e un'economia prossima al pieno impiego. Un'analisi più approfondita dell'offerta di lavoro rivela tuttavia ampi margini di capacità inutilizzata: il mercato del lavoro italiano presenta una natura duale, in cui segnali di tensione (*tightness*) coesistono con un ancora ampio sottoutilizzo del lavoro disponibile (*labour market slack*)⁴⁷. Tale sottoutilizzo costituisce una riserva di crescita economica e sociale ancora inespressa; per valorizzare tale potenziale appaiono necessarie ulteriori iniziative nel campo dell'istruzione e formazione, nonché un maggiore utilizzo della tecnologia e dei dati per favorire l'incontro tra domanda e offerta di lavoro.

Le tensioni nel mercato del lavoro: il rapporto tra posti vacanti e disoccupati. Il grado di tensione del mercato del lavoro, che deriva dall'interazione tra domanda di lavoro, posti vacanti e dinamica salariale, può essere misurato con diversi indicatori⁴⁸. Nella prospettiva della curva di Beveridge, uno dei più utilizzati nella letteratura empirica è il rapporto tra posti vacanti e disoccupati (V/U): valori superiori (inferiori) a 1 segnalano condizioni di tensione (debolezza). Tra il 2020 e il 2022, in Italia i posti vacanti sono cresciuti a ritmi particolarmente elevati, anche per effetto dei bassi livelli di partenza, e più rapidamente di

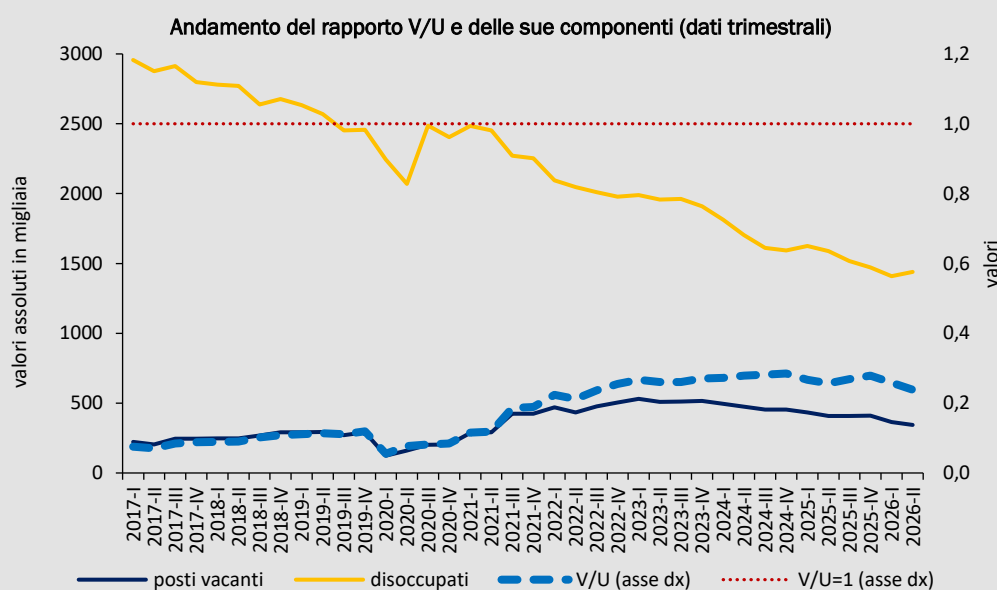
che dichiarano di avere accettato un lavoro part-time in assenza di opportunità di lavoro a tempo pieno. In particolare, i due indicatori non sono sovrapponibili in quanto derivano dall'elaborazione di risposte a domande diverse del questionario della 'EU Labour Force Survey': nel caso del part-time involontario si chiede all'intervistato il motivo per il quale si lavora part time (se per scelta o perché non ha trovato un lavoro a tempo pieno) e non si chiede la disponibilità a lavorare più ore entro le due settimane successive. Per ulteriori dettagli, cfr. [Glossary: Labour market slack - Statistics Explained - Eurostat](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Labour_market_slack), disponibile online al sito https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Labour_market_slack.

⁴⁷ Si veda la nota 46.

⁴⁸ Oltre all'approccio basato sulla curva di Beveridge, le tensioni possono essere lette nella prospettiva della curva di Phillips, attraverso l'*unemployment gap*, ossia la differenza tra il tasso di disoccupazione effettivo e quello compatibile con una dinamica stabile dei salari nominali (*NAWRU*). Un *gap* positivo segnala un mercato del lavoro debole e pressioni disinflazionistiche; un *gap* negativo segnala un mercato teso e pressioni inflazionistiche. In Italia, la marcata riduzione del tasso di disoccupazione, soprattutto negli anni più recenti, a fronte della sostanziale stabilità del *NAWRU*, ha portato il *gap* su valori negativi. Nonostante tale *gap* negativo sia meno ampio che nel periodo 2002-2011, la crescita delle retribuzioni per unità di lavoro (ULA) è risultata superiore. I salari sembrerebbero quindi aver reagito diversamente nei due periodi alla condizione ciclica del mercato del lavoro, come misurata dall'*unemployment gap*. L'aumento recente delle retribuzioni coincide in larga parte con gli incrementi corrisposti sulla base dei meccanismi di recupero retrospettivo dell'inflazione previsti dai rinnovi contrattuali. Ciononostante, la dinamica salariale più recente resta in linea con quella osservata nel periodo 2002-2011 e non mostra l'accelerazione che la curva di Phillips suggerirebbe. Questa evidenza avvalorava l'indebolimento della relazione tra disoccupazione e salari (si veda su questo: [Blanchard, 2018](#); [Hooper et al., 2019](#); [Neri et al., 2026](#)), dovuto anche al fatto che l'*unemployment gap* coglie soltanto parzialmente la posizione ciclica del mercato del lavoro ([Coibion e Gorodnichenko, 2015](#); [Roeger et al., 2019](#); [D'amuri et al., 2021](#)). Inoltre, la letteratura suggerisce che la relazione non è lineare: la reazione dei salari dipende, tra l'altro, dal livello dell'inflazione ([Cardamone e De Santis, 2026](#)), dalla fase del ciclo ([Karadi et al., 2025](#)) e dal rapporto tra posti vacanti e disoccupati ([Benigno e Eggertsson, 2024](#)). Per questo motivo il testo propone una valutazione delle tensioni attraverso il rapporto V/U e le misure ampie di sottoutilizzo del lavoro.

quanto si siano ridotti i disoccupati. Il rapporto V/U ⁴⁹ è così salito da circa 0,1 prima della pandemia a poco meno di 0,3 alla fine del 2024. È un livello molto lontano dalla soglia unitaria che la letteratura associa all'ingresso in una fase di carenza di manodopera, nella quale salari e prezzi diventano più reattivi alle condizioni del mercato del lavoro⁵⁰; in particolare, tale rapporto non ha mai raggiunto valori vicini a 1, tali da prefigurare un surriscaldamento. I disoccupati, pur diminuiti di quasi un milione di unità negli ultimi sei anni, hanno sempre superato ampiamente i posti vacanti; nonostante questi ultimi abbiano iniziato a contrarsi dal 2024, la maggiore diminuzione dei disoccupati ha continuato a sostenere la crescita di V/U (Figura R1).

FIGURA R1: ANALISI DI POSTI VACANTI (V) E DISOCCUPATI (U)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

Neppure la dinamica salariale segnala tensioni: esaurito l'aumento temporaneo delle retribuzioni, dovuto soprattutto ai recuperi dell'inflazione pregressa nei rinnovi contrattuali, alle corresponsioni *una tantum* e al *wage drift*⁵¹, fattori strutturali – come l'aumento della

⁴⁹ Il rapporto V/U viene calcolato sulla base di elaborazioni condotte sui dati Istat. Per i posti vacanti la fonte è l'indagine trimestrale VELA; per i disoccupati, la Rilevazione continua sulle forze di lavoro.

⁵⁰ Kiss, A., Morandini, M., Turrini, A., Vandeplass, A. (2022) "Slack & Tightness: Making Sense of Post COVID-19 Labour Market Developments in the EU", Discussion Paper No 178, Quarterly Review of the Euro Area 21(2), European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, disponibile online al sito: https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-12/dp178_en.pdf.

Benigno, P., Eggertsson, G. (2024) "Revisiting the Phillips and Beveridge Curves: Insights from the 2020s Inflation Surge", NBER Working Paper No. 33095/2024, National Bureau of Economic Research, disponibile online al sito: <https://www.nber.org/papers/w33095>.

⁵¹ Il *wage drift* rappresenta la differenza tra la dinamica delle retribuzioni di fatto, contenenti le componenti retributive eccedenti i minimi contrattuali, e quella le retribuzioni contrattuali come stabilite dalla contrattazione collettiva nazionale di lavoro (CCNL). La maggiore crescita delle retribuzioni di fatto per unità di lavoro rispetto a quelle contrattuali riflette la corresponsione di premi, importi legati a intese a livello individuale, straordinari e componenti retributive non comprese nelle retribuzioni contrattuali, le quali presentano una maggiore rigidità rispetto alle fluttuazioni del ciclo economico, legate alle intese contrattuali collettive. Pertanto, l'esame delle

partecipazione e l'ampiezza del sottoutilizzo - hanno contenuto le pressioni salariali, nonostante un tasso di disoccupazione su livelli storicamente bassi⁵². L'aumento dei posti vacanti - stante l'elevato numero di disoccupati - non è sufficiente a segnalare prossimità al pieno impiego.

Lo slack nel mercato del lavoro. Il solo tasso di disoccupazione, peraltro, non coglie l'intera offerta di lavoro inutilizzata: occorre affiancargli misure più ampie che includano, oltre ai lavoratori part-time sottoccupati, le forze di lavoro potenziali, ossia gli individui che cercano un impiego ma non sono immediatamente disponibili (attivi non disponibili) e quelli che, pur non cercandolo, sarebbero disponibili a lavorare (inattivi disponibili)⁵³. Dopo essere rimasto per oltre un decennio sopra il 20 per cento, a metà 2026 lo *slack* è sceso al 14,4 per cento delle forze di lavoro estese (somma di forze di lavoro e forze di lavoro potenziali), un livello ancora superiore alla media UE (11,8 per cento). Il divario riflette soprattutto l'elevata incidenza degli inattivi disponibili sulle forze di lavoro estese (7,2 per cento contro il 2,6 nell'UE); più contenuto il peso dei sottoccupati part-time (1,6 per cento) e degli attivi non disponibili (0,2 per cento), peraltro inferiori alla media UE (rispettivamente: 2,4 per cento e 0,9 per cento). In termini assoluti, in concomitanza con la crescita dell'occupazione nel periodo post-pandemico, lo *slack* è sceso a 4,0 milioni di persone nel secondo trimestre 2026, circa la metà del picco del 2014 (oltre 7,9 milioni) e un valore attualmente in linea con quello della Spagna e inferiore a quello della Francia⁵⁴. La componente principale è costituita dagli inattivi disponibili (circa 2,0 milioni), seguiti dai disoccupati (1,49 milioni) (Figura R2a).

La riserva di lavoro inespressa: composizione e potenziale di crescita. Lo *slack* resta disomogeneo per composizione e si concentra nei gruppi con minore partecipazione al mercato del lavoro, ovvero donne e giovani (Figura R2b e Figura R2c). Tale eterogeneità riguarda soprattutto gli inattivi disponibili. Tra questi prevalgono le donne, che, nonostante

retribuzioni di fatto consente di cogliere con maggiore tempestività la dinamica delle componenti retributive che eccedono quelle sottostanti le retribuzioni contrattuali alle condizioni macroeconomiche di breve termine. Un aumento della domanda di lavoro, comportando un aumento delle ore lavorate per addetto, determina un incremento della componente di fatto che tuttavia non viene colta dalla dinamica delle retribuzioni contrattuali.

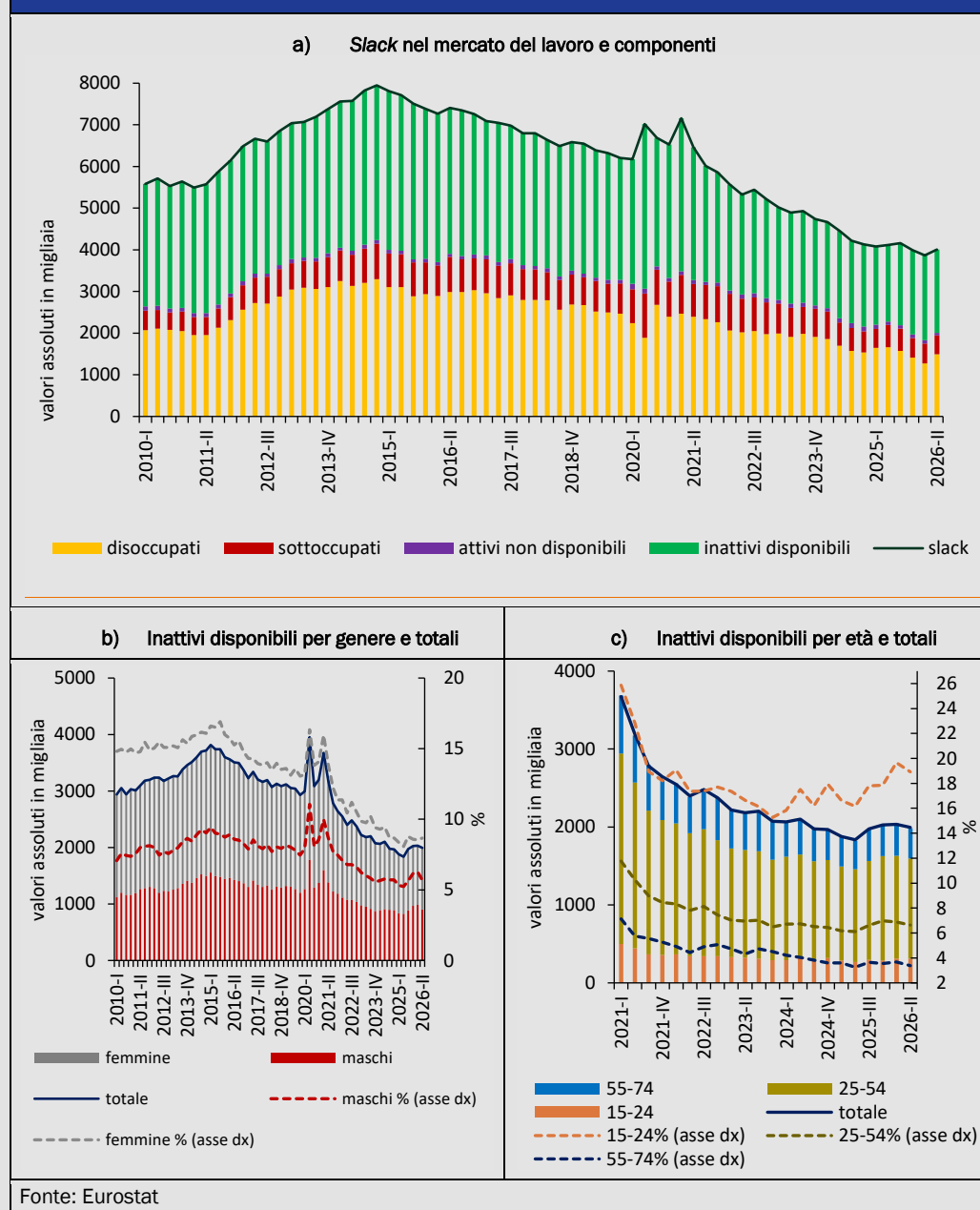
⁵² Arce, O., Sondermann, D. (2026) "Low unemployment, plenty of labour: what does it imply for wage pressures?", ECB blog, marzo 2026, European Central Bank, disponibile online al sito: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2026/html/ecb.blog20260309-3a4841b028.en.html>.

⁵³ La Relazione sugli Indicatori di Benessere Equo e Sostenibile (BES) prende in esame il tasso di mancata partecipazione al lavoro (TMP), un indicatore complementare che affianca ai disoccupati gli inattivi disponibili a lavorare, fornendo quindi una rappresentazione più ampia della quota di popolazione potenzialmente interessata a entrare nel mercato del lavoro. Per un'analisi prospettica del tasso di mancata partecipazione si veda il focus "Scenari evolutivi dell'occupazione e del tasso di mancata partecipazione al lavoro" contenuto nella Relazione sugli indicatori BES 2026 allegata a questo Documento. Per una lettura congiunta degli andamenti del tasso di mancata partecipazione e dello *slack* nel mercato del lavoro si veda il focus "Indicatori complementari del mercato del lavoro: il labour market slack a confronto con il TMP", contenuto nella Relazione sugli indicatori BES 2024, disponibile online al sito: https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_programmazione/documenti_programmatici/Relazione-BES-2024_finale.pdf.

⁵⁴ In Spagna lo *slack* interessa 4,6 milioni di individui e in Francia oltre 5 milioni; anche in termini di incidenza l'indicatore di *slack* risulta superiore a quello italiano, attestandosi rispettivamente al 17,7 e al 15,4 per cento. La composizione dello *slack* risulta tuttavia eterogenea tra i Paesi: rispetto a Francia e Spagna, l'Italia presenta un minor numero di disoccupati (1,4 milioni a fronte di oltre 2 milioni per le altre due economie), diminuiti più rapidamente dal 2022, ma un numero di inattivi disponibili molto superiore (2 milioni contro 660 mila in Francia e 650 mila in Spagna). Anche la sottoccupazione, strutturalmente più bassa in Italia (circa 400 mila unità rispetto a oltre 1 milione per gli altri due Paesi), si è ridotta dal 2021, mentre è rimasta sostanzialmente stabile negli altri due Paesi. Gli attivi non disponibili, che in Italia si sono mantenuti sostanzialmente stabili nel tempo e su valori inferiori rispetto alle altre due economie (65 mila contro i 500 mila in Francia e oltre 250 mila in Spagna), hanno intrapreso una tendenza all'aumento a partire dal 2021 in Francia e in Spagna. Nel quadro della generalizzata riduzione dello *slack* osservata a livello europeo a partire dal 2015, l'Italia ha registrato una dinamica più favorevole rispetto a entrambi i Paesi: in particolare, l'intensità della riduzione ha portato lo *slack* italiano, a metà 2025, al di sotto di quello francese, che dalla fine del 2024 ha invece mostrato una tendenza all'aumento.

la tendenza decrescente dell'ultimo decennio, rappresentano ancora circa il 55 per cento del totale (con una riduzione di circa 7 punti percentuali dal 2010); in termini di incidenza, gli inattivi disponibili corrispondono all'8,0 per cento delle forze di lavoro estese per le donne, contro il 5,7 per cento per gli uomini (Figura 2b). Sotto il profilo anagrafico, la maggioranza si concentra nella fascia 25-54 anni (64 per cento, dal picco del 66,7 per cento nel 2021), mentre i 15-24enni e i 55-74enni pesano rispettivamente per il 16 e il 19 per cento. La classe 15-24 presenta la maggiore incidenza rispetto alle corrispondenti forze di lavoro estese (19,0 per cento contro il 6,6 per cento della classe 25-54 e il 3,4 per cento della classe 55-74), risultando peraltro in crescita dal 2023 a fronte della stabilità delle altre (Figura 2c). Ciò segnala come il potenziale inespresso di forza lavoro risulti particolarmente ampio proprio tra le fasce più giovani della popolazione.

FIGURA R2: SLACK NEL MERCATO DEL LAVORO



Note: valori in migliaia di persone; per le figure 1.b e 1.c, le percentuali sono riferite alle corrispondenti forze di lavoro estese

Nel complesso, le forze di lavoro potenziali, costituite in larga parte dagli inattivi disponibili, rappresentano una riserva di lavoro inespressa, tanto più rilevante in una fase di calo della popolazione in età lavorativa: il loro graduale assorbimento nell'occupazione, sostenuto dalla domanda aggregata, accrescerebbe la partecipazione e compenserebbe in parte il minore apporto demografico al fattore lavoro, a sostegno della crescita potenziale. Nel medio periodo, soprattutto per le fasce più giovani, con l'accumulo di competenze e un migliore abbinamento tra domanda e offerta di lavoro, potrebbero derivarne anche guadagni di produttività. A tal fine mirano a contribuire diverse misure già avviate e riconducibili a tre principali direttrici: i) il rafforzamento della transizione tra istruzione superiore e mercato del lavoro, mediante il potenziamento degli ITS Academy e una più stretta collaborazione tra università e imprese; ii) il miglioramento dell'incontro tra domanda e offerta di competenze nel mercato del lavoro, mediante strumenti digitali innovativi, tra cui il Sistema Informativo per l'Inclusione Sociale e Lavorativa e, più di recente, la piattaforma virtuale AppLI, basata sull'intelligenza artificiale, per l'orientamento professionale e le opportunità di formazione e lavoro; iii) il sostegno alla partecipazione delle donne al mercato del lavoro attraverso il ribilanciamento dei carichi di cura familiari, il rafforzamento dei congedi parentali, dei servizi di cura e degli incentivi a favore dell'occupazione femminile e della conciliazione vita-lavoro.

I.2.4 Prezzi, salari e margini

L'intensificazione delle tensioni sui mercati energetici si è trasmessa rapidamente all'inflazione al consumo, che nel secondo trimestre è stata pari in media al 3,0 per cento. Secondo la stima preliminare dell'Istat, a settembre l'inflazione al consumo ha raggiunto il 4,1 per cento su base annua e nella media del terzo trimestre si è attestata al 3,4 per cento⁵⁵. L'inflazione acquisita per il 2026 è pari al 3,0 per cento. Il rialzo è stato trainato dai prezzi dei beni, in particolare dalla componente energetica, mentre i servizi hanno mostrato una dinamica più contenuta. Data la diversa composizione dei panieri di spesa, i rincari hanno pesato in misura maggiore sulle famiglie con minore capacità di spesa equivalente⁵⁶.

Lo *shock* energetico non si è finora esteso alle componenti meno volatili del paniere: a settembre l'inflazione di fondo (al netto degli energetici e degli alimentari freschi) è rimasta moderata (1,6 per cento, dall'1,4 per cento di agosto). Anche la dinamica salariale non mostra, per ora, effetti di secondo impatto. Nel secondo trimestre, nell'industria e nei servizi di mercato, le retribuzioni di fatto

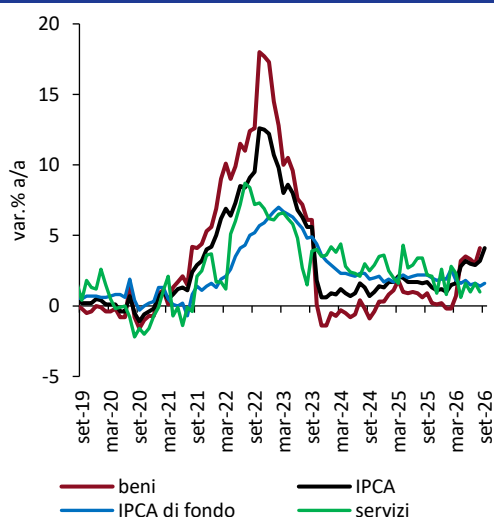
⁵⁵ Si fa riferimento alla variazione percentuale, rispetto allo stesso periodo dell'anno, dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) nella media del terzo trimestre.

⁵⁶ L'Istat misura l'effetto dell'inflazione sulle famiglie dividendole in quinti di spesa equivalenti. Sulla base dei dati disponibili, nel secondo trimestre del 2026 l'inflazione ha accelerato soprattutto per le famiglie con minore capacità di spesa (primo quinto), passando dall'1,0 al 3,7 per cento, rispetto al 2,6 per cento registrato da quelle con maggiore capacità di spesa (ultimo quinto). Il differenziale inflazionistico è così tornato positivo rispetto al primo trimestre, e pari a +1,1 punti percentuali. La divergenza riflette principalmente il rialzo dei prezzi energetici, aumentati di circa l'11 per cento su base annua e caratterizzati da un peso, nel paniere di consumo, più che doppio per le famiglie del primo quinto (17,1 per cento) rispetto a quelle dell'ultimo quinto (7,3 per cento). Per il dettaglio cfr. l'approfondimento 'La misura dell'inflazione per classi di spesa delle famiglie' contenuto nel Comunicato Istat 'Prezzi al consumo, Giugno 2026' del 16 luglio 2026, disponibile online al sito: https://www.istat.it/wp-content/uploads/2026/07/CS_Prezzi-al-consumo_Def_Giu2026.pdf.

per unità di lavoro sono cresciute del 2,8 per cento su base annua, un ritmo in rallentamento dal 3,0 del primo trimestre e di poco inferiore a quello dei prezzi. Le retribuzioni contrattuali degli stessi comparti sono aumentate del 2,3 per cento, in linea con il trimestre precedente⁵⁷, determinando uno slittamento salariale (*wage drift*) positivo⁵⁸.

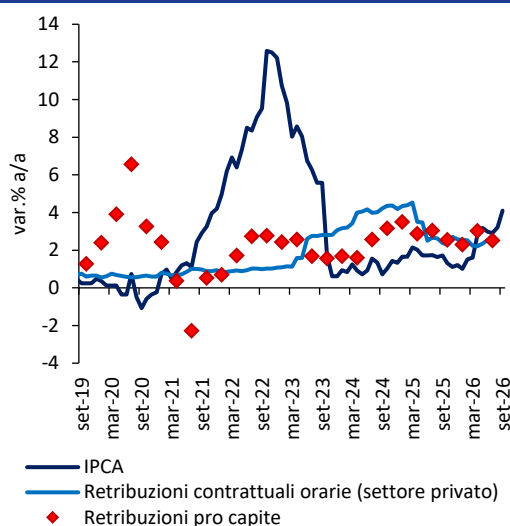
Anche la redditività delle imprese ha risentito dei rincari. L'aumento dei costi energetici e del lavoro ha compresso i margini, perché i costi variabili unitari sono cresciuti più rapidamente dei prezzi di vendita⁵⁹. In prospettiva, la possibilità di ricostituirli attraverso aumenti di prezzo, anziché assorbirne la riduzione per non compromettere la competitività, dipenderà dalla persistenza dei rincari energetici e dalle condizioni competitive dei singoli settori. È questo il principale canale attraverso cui lo *shock* potrebbe estendersi all'inflazione di fondo nei prossimi mesi.

FIGURA I.2.8: PREZZI AL CONSUMO
(var. % a/a)



Fonte: Istat.

FIGURA I.2.9: PREZZI AL CONSUMO E RETRIBUZIONI (var. % a/a)



Fonte: Istat.

I.2.5 Condizioni del credito e settore bancario

Nei mesi più recenti il credito bancario al settore privato ha continuato a espandersi, e a ritmi più sostenuti per le imprese⁶⁰. A luglio 2026 i prestiti alle

⁵⁷ Le retribuzioni contrattuali di cassa comprendono, oltre alle voci stabilite dai contratti nazionali, gli arretrati e le *una tantum*, imputati al mese in cui sono effettivamente corrisposti. Nel totale dell'economia sono cresciute dell'1,5 per cento, frenate dal calo nella PA (-7,0 per cento). Nel secondo trimestre 2025, infatti, vi erano stati corrisposti gli arretrati del triennio contrattuale 2022-2024, che avevano portato la crescita al 4,1 per cento nel totale dell'economia e al 13,5 per cento nella PA. Nell'industria e nei servizi il costo del lavoro per unità di lavoro è aumentato del 2,9 per cento.

⁵⁸ Si veda la nota 51.

⁵⁹ Nei primi due trimestri del 2026 il deflatore dell'*output*, come stimato nella contabilità nazionale non ha tenuto il passo con la risalita dei costi variabili unitari; si sarebbe dunque determinata una riduzione del *mark-up*.

⁶⁰ Banca d'Italia, 'Banche e moneta: serie nazionali'. Le serie sui prestiti sono corrette per le cartolarizzazioni e le altre cessioni.

società non finanziarie sono aumentati del 4,1 per cento sui dodici mesi, dal 2,8 per cento di marzo, nonostante una temporanea decelerazione in giugno. La crescita di quelli alle famiglie è rimasta sostanzialmente stabile intorno a valori leggermente superiori al 2,5 per cento. Il costo del credito ha mostrato una tendenza alla risalita, anche se con andamenti differenziati⁶¹.

Nell'indagine sul credito bancario⁶² relativa al secondo trimestre, le banche italiane hanno segnalato un lieve allentamento dei criteri di offerta dei prestiti alle imprese, per la prima volta in un anno e in controtendenza rispetto all'irrigidimento segnalato nell'area dell'euro. Per le famiglie, le banche hanno indicato criteri invariati sui mutui e un ulteriore inasprimento sul credito al consumo. Le banche hanno inoltre riferito una ripresa della domanda di credito delle imprese, dopo la flessione del trimestre precedente. Secondo gli intermediari, la domanda è stata sostenuta principalmente dalle esigenze di finanziamento di scorte e capitale circolante, dalle operazioni di rifinanziamento, ristrutturazione e rinegoziazione del debito. Vi ha contribuito anche l'anticipo delle richieste in previsione di ulteriori aumenti del costo dei finanziamenti. Per il terzo trimestre le banche si attendevano criteri invariati e un lieve rafforzamento della domanda di credito delle imprese, in particolare nel comparto manifatturiero. I rischi di rifinanziamento restano nel complesso circoscritti, ma differenziati tra categorie di imprese.

Nel complesso, le imprese italiane affrontano l'attuale fase con bilanci più solidi rispetto agli anni precedenti, grazie al miglioramento della redditività, alla riduzione della leva e alla maggiore capacità di generare cassa⁶³. Tale situazione sottende tuttavia una significativa eterogeneità, con persistenti vulnerabilità tra le imprese più indebitate e con minore capacità di coprire gli oneri finanziari. L'eterogeneità si riscontra anche a livello settoriale e per dimensione d'impresa⁶⁴.

La qualità degli attivi delle banche significative italiane è rimasta complessivamente buona. Nel secondo trimestre l'incidenza lorda dei prestiti deteriorati era pari al 2,1 per cento, in aumento di 0,1 punti percentuali rispetto al periodo precedente, lievemente inferiore al 2,2 per cento dell'insieme delle banche significative sottoposte alla vigilanza europea⁶⁵. Il confronto era più favorevole per

⁶¹ Tra marzo e luglio il tasso sui nuovi prestiti alle società non finanziarie è salito dal 3,4 al 3,8 per cento, risultando più elevato per i finanziamenti fino a un milione di euro. Il TAEG sui nuovi mutui alle famiglie è salito dal 3,8 per cento di marzo al 4,0 per cento in maggio ed è tornato in luglio al livello iniziale. Quello sul credito al consumo è rimasto stabile intorno al 10,4 per cento.

⁶² Banca d'Italia, 'Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro: principali risultati per le banche italiane'; il confronto con l'area dell'euro è tratto dalla corrispondente indagine della BCE.

⁶³ Banca d'Italia, 'Conti finanziari', 16 luglio 2026.

⁶⁴ Nel primo semestre le banche hanno lievemente irrigidito i criteri soltanto per la manifattura ad alta intensità energetica, mentre l'allentamento osservato nel secondo trimestre ha interessato le grandi imprese ma non le PMI. Le pressioni appaiono quindi maggiori per le imprese di minore dimensione e per i comparti nei quali l'aumento dei costi energetici, la debolezza della domanda e le maggiori esigenze di capitale circolante possono sommarsi al rinnovo del debito a condizioni meno favorevoli; secondo le analisi settoriali disponibili, i principali elementi di attenzione riguardano chimica, carta e stampa e trasporti.

⁶⁵ Banca d'Italia, 'Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro', luglio 2026; *Cerved Rating Agency*, 'Credit Outlook 2026: Mid-Year Review', 15 giugno 2026. L'indicazione su chimica, carta e stampa e trasporti riguarda il maggiore incremento atteso del rischio di credito.

⁶⁶ BCE, *Supervisory Banking Statistics*, serie 'Non-performing loans ratio (excluding cash balances at central banks and other demand deposits)' e 'Non-performing loans ratio to small and medium-sized enterprises', relative alle banche significative.

i prestiti alle famiglie e per quelli garantiti da immobili residenziali, mentre l'incidenza dei deteriorati sui finanziamenti alle PMI risultava più elevata della media di vigilanza (5,1 contro 4,7 per cento). Anche la quota dei prestiti in *Stage 2*, caratterizzati da un aumento significativo del rischio di credito senza essere ancora deteriorati, era inferiore a quella dell'aggregato europeo (7,7 contro 9,2 per cento). Nel secondo trimestre si è inoltre rafforzata la redditività delle banche significative italiane, con un rendimento del capitale proprio salito dal 14,7 al 14,9 per cento, superiore a quello dell'aggregato di vigilanza, mentre il *CET1 ratio* è aumentato dal 15,6 al 15,7 per cento, mantenendosi lievemente inferiore alla media europea, pari al 16,0 per cento⁶⁷.

I.3 PREVISIONI MACROECONOMICHE

I.3.1 Quadro congiunturale – il punto sul 2026

Gli indicatori relativi al terzo trimestre 2026 prefigurano andamenti differenziati a livello settoriale. A luglio la produzione industriale è tornata a crescere (+0,7 per cento rispetto a giugno), dopo le flessioni di maggio e giugno, insieme al volume del fatturato (+0,6 per cento), mentre l'attività nelle costruzioni è diminuita dell'1,4 per cento. Contestualmente, è tornato a crescere il volume del fatturato nei servizi (+0,1 per cento), sostenuto dal comparto della ristorazione, delle agenzie di viaggio e delle attività professionali e scientifiche.

Sempre nel mese di luglio, gli scambi con l'estero hanno mostrato una dinamica moderata: le esportazioni sono aumentate dello 0,3 per cento rispetto a giugno, mentre le importazioni sono diminuite dell'1,2 per cento. Nei primi sette mesi dell'anno le esportazioni sono cresciute del 4,6 per cento, a fronte del 4,3 per cento delle importazioni⁶⁸.

In agosto il mercato del lavoro ha confermato la propria tenuta. Il numero di occupati è rimasto invariato sul massimo storico di 24,3 milioni; il tasso di occupazione si è attestato al 63,0 per cento, mentre quello di disoccupazione è salito al 6,2 per cento (+0,2 punti percentuali rispetto a luglio). Il tasso di inattività è rimasto sostanzialmente stabile al 32,7 per cento. Nonostante la dinamica dei prezzi, in agosto il volume del commercio al dettaglio è tornato a crescere marginalmente (+0,1 per cento rispetto a luglio), sostenuto dalle vendite di beni alimentari.

L'eterogeneità delle informazioni qualitative relative a settembre non consente di trarre una lettura univoca della fase congiunturale. La fiducia dei consumatori ha interrotto la fase di aumento, condizionata dal peggioramento della

⁶⁷ BCE, *Supervisory Banking Statistics*, serie 'Return on equity' e 'Common equity Tier 1 ratio', relative alle banche significative. Il rendimento del capitale proprio è annualizzato dalla BCE.

⁶⁸ Istat, *Commercio con l'estero e prezzi all'import - Luglio 2026*. Variazioni congiunturali su dati destagionalizzati, in valore (<https://www.istat.it/comunicato-stampa/commercio-con-lestero-e-prezzi-allimport-luglio-2026/>). La dinamica delle esportazioni risente in parte di vendite a elevato impatto della cantieristica navale registrate a giugno e luglio; al netto di queste, l'aumento congiunturale stimato è dell'1,0 per cento.

percezione sulle prospettive future. Anche il clima di fiducia delle imprese si è contratto, dopo gli aumenti conseguiti negli ultimi tre mesi. La diminuzione ha interessato tutti i settori, in particolare quello delle costruzioni; fa eccezione l'indice del manifatturiero, ancora in risalita, che beneficia del miglioramento dei giudizi sugli ordini e delle attese sull'occupazione, malgrado il ripiegamento di quelle sulla produzione. Indicazioni di segno analogo giungono dall'indice PMI⁶⁹ del settore, ritornato sopra la soglia di espansione, sostenuto dal miglioramento delle aspettative sull'occupazione e dalla riduzione dei tempi di consegna delle merci.

Sulla base del quadro così delineato, nella seconda parte dell'anno l'attività è attesa proseguire la sua fase di espansione, sia pure a un ritmo moderato e lievemente inferiore rispetto a quello conseguito nei primi due trimestri.

Partendo da una crescita acquisita al momento stimata pari allo 0,8 per cento e tenendo conto dell'elevata incertezza che caratterizza il contesto internazionale, la previsione di crescita del PIL reale per il 2026 è rivista all'1,0 per cento (0,9 per cento sulla media dei dati trimestrali corretti per i giorni lavorati). Nel dettaglio, la domanda interna al netto delle scorte contribuisce alla crescita per 1,4 punti percentuali. I consumi delle famiglie continuano a sostenere l'attività economica, beneficiando della crescita delle retribuzioni *pro capite* e del significativo incremento conseguito nella prima parte dell'anno. Pur in presenza di una risalita del deflatore dei consumi nell'ultima parte del 2026, la spesa delle famiglie è prevista crescere dell'1,2 per cento nella media dell'anno, a un ritmo superiore a quello del PIL, beneficiando del progresso compiuto nei mesi iniziali dell'anno e dell'effetto trascinamento del 2025. Il ritmo di crescita dei consumi si attenua nella seconda parte dell'anno a causa della accelerazione dell'inflazione al consumo.

Contestualmente, gli investimenti continuano a espandersi (+2,8 per cento), sostenuti dalla componente dei mezzi di trasporto e dagli investimenti non residenziali, riflettendo il progressivo completamento del PNRR.

Per quanto riguarda il settore estero, le esportazioni crescono del 3,2 per cento, in linea con l'evoluzione dei mercati esteri rilevanti; d'altro canto, la crescita delle importazioni risulta più sostenuta (3,9 per cento), anche in ragione della vivacità della domanda interna. Come risultato, la domanda estera netta sottrae 0,2 punti percentuali alla crescita. L'avanzo di parte corrente si attesta all'1,0 per cento del PIL, in linea con il biennio precedente.

L'espansione dell'attività si accompagna a una crescita dell'occupazione pari all'1,0 per cento e del monte ore lavorate allo 0,9 per cento, mentre il tasso di disoccupazione scende al 5,7 per cento, quattro decimi di punto al di sotto del livello medio del 2025.

⁶⁹ Al momento in cui si scrive, il PMI dei servizi disponibile è relativo al mese di agosto, quando l'indice è ulteriormente cresciuto (55,2, da 52,5 di luglio) segnalando la vivacità del settore.