

Commissioni riunite  
V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)  
e 5<sup>a</sup> del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio)

***Audizione preliminare all'esame  
del Documento di finanza pubblica 2026***

Testimonianza del Capo del Dipartimento  
Economia e Statistica della Banca d'Italia

Andrea Brandolini

Camera dei Deputati  
Roma, 28 aprile 2026



Signor Presidente, Onorevoli Senatori, Onorevoli Deputati,

ringrazio le Commissioni quinta del Senato e quinta della Camera per avere invitato la Banca d'Italia a questa audizione, nell'ambito dell'esame del Documento di finanza pubblica 2026 (DFP).

Mi soffermerò in primo luogo sugli sviluppi macroeconomici degli ultimi mesi. Passerò poi alla finanza pubblica, illustrando i dati di consuntivo e le tendenze per il quadriennio 2026-29. Dopo aver discusso il ruolo che il bilancio pubblico può avere nel fronteggiare la crisi energetica e per rafforzare la capacità di difesa del nostro paese, proporrò alcune valutazioni conclusive.

## **1. Il quadro macroeconomico**

Il conflitto tra Stati Uniti, Israele e Iran ha fortemente accentuato le fragilità di un quadro globale già segnato da tensioni geopolitiche e commerciali. L'interruzione del traffico navale nello Stretto di Hormuz e i danni ad alcune infrastrutture energetiche nel Golfo Persico hanno determinato sospensioni delle forniture che nell'immediato si sono riflesse principalmente in un marcato aumento delle quotazioni internazionali degli idrocarburi. L'aumento dell'instabilità alimenta, tuttavia, forti incertezze sulla disponibilità futura di materie prime, non solo energetiche.

*Rispetto ai livelli precedenti l'avvio delle ostilità, il prezzo a pronti del petrolio è più alto di circa il 45 per cento, quello del gas naturale sul mercato europeo di oltre il 40.*

*Nel 2025 i paesi del Golfo Persico hanno fornito circa il 10 per cento del petrolio greggio importato dall'Italia, l'11 per cento del gas naturale e circa un quarto dei prodotti petroliferi raffinati; la dipendenza italiana risulta in linea con quella degli altri principali paesi dell'area dell'euro per il greggio, ma più elevata per gas e prodotti raffinati. Lo Stretto di Hormuz rappresenta uno snodo molto rilevante anche per alcune materie prime non energetiche: vi transita circa un terzo dell'elio prodotto a livello globale, una quota analoga di fertilizzanti e circa un quinto della produzione globale di metanolo. Eventuali interruzioni prolungate dei flussi di forniture potrebbero ripercuotersi sulle filiere dei semiconduttori, sulla manifattura ad alta tecnologia e sull'industria chimica, oltre che sui prezzi agricoli attraverso i fertilizzanti.*

Le conseguenze economiche del conflitto in Medio Oriente dipenderanno nel medio termine dalla sua durata, dall'entità dei danni alle infrastrutture e dai tempi necessari a ripristinare le catene di approvvigionamento, oltre che dalla persistenza di maggiori costi di assicurazione e di trasporto lungo le rotte che attraversano le aree coinvolte.

A seguito della guerra, le principali organizzazioni internazionali hanno rivisto al ribasso le previsioni di crescita. In uno scenario che presuppone una risoluzione relativamente rapida del conflitto, il Fondo monetario internazionale stima che la crescita mondiale si collochi intorno al 3,1 per cento quest'anno (in calo dal 3,4 del 2025). Un prolungamento delle ostilità, accompagnato da ulteriori forti rincari delle materie prime energetiche e da condizioni finanziarie più restrittive, peserebbe in misura più marcata sull'attività economica mondiale, riducendo la sua crescita intorno al 2 per cento.

Nell'area dell'euro la guerra ha già contribuito ad accrescere l'inflazione, salita al 2,6 per cento in marzo (dall'1,9 in febbraio), principalmente per via del forte aumento del prezzo dei carburanti, che si è adeguato rapidamente a quello del petrolio. Nonostante la tenuta dell'attività economica nei mesi invernali, le prospettive di crescita si sono indebolite.

*Prima dell'inizio delle ostilità, gli indicatori qualitativi risultavano coerenti con una lieve espansione nella manifattura e una prosecuzione della crescita nei servizi, sostenuta in particolare dalle attività digitali e da quelle rivolte alle imprese. Con la guerra sono aumentati i costi delle materie prime e sono peggiorate le condizioni di fornitura. L'allungamento dei tempi di consegna, tornati ai livelli del 2022, potrebbe comprimere la produzione industriale nei mesi primaverili. Anche nei servizi si osservano segnali di rallentamento, evidenziati dalla riduzione dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) e dal peggioramento delle aspettative. Il clima di fiducia delle famiglie, in miglioramento nei primi mesi dell'anno, si è bruscamente deteriorato a seguito del conflitto, prefigurando un possibile rallentamento della spesa per consumi, nonostante la dinamica ancora favorevole del reddito disponibile.*

Nelle previsioni pubblicate a marzo, la BCE stima che la crescita del PIL si attenuerà allo 0,9 per cento quest'anno, per riportarsi all'1,3 per cento in media nei prossimi due anni. L'inflazione al consumo aumenterebbe al 2,6 per cento nel 2026, per stabilizzarsi intorno all'obiettivo del 2 per cento nel biennio 2027-28. Nell'attuale contesto particolarmente incerto, in linea con le indicazioni definite nel recente riesame della strategia di politica monetaria, la BCE ha affiancato alla proiezione centrale anche analisi volte a cogliere i rischi legati al conflitto in Medio Oriente. In uno scenario particolarmente sfavorevole, caratterizzato da un'interruzione prolungata dei flussi di materie prime energetiche attraverso lo Stretto di Hormuz e da un aumento più persistente dell'incertezza sui mercati finanziari, la crescita si ridurrebbe ulteriormente, per circa mezzo punto percentuale sia quest'anno sia il prossimo; nello stesso periodo l'inflazione risulterebbe più elevata per oltre due punti percentuali all'anno.

Il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali nella riunione di marzo, segnalando la necessità di continuare a seguire attentamente l'evoluzione della guerra mediorientale e le sue conseguenze sull'inflazione.

In Italia il PIL è cresciuto dello 0,5 per cento nel 2025, nonostante le tensioni commerciali innescate dall'aumento dei dazi statunitensi e l'accentuata incertezza geopolitica. Alcuni segnali di miglioramento dell'attività economica apparsi nella seconda metà del 2025 sono proseguiti anche nei primi due mesi del 2026.

Le prospettive sono però bruscamente peggiorate dopo l'inizio delle ostilità in Medio Oriente. A marzo il flusso di ordinativi delle imprese manifatturiere è rimasto ancora elevato, ma le maggiori tensioni sui costi e le difficoltà di approvvigionamento di alcuni input produttivi iniziano a pesare sulle condizioni operative attese. Il netto peggioramento del clima di fiducia delle famiglie potrebbe preludere a una maggiore attenzione negli acquisti e a un indebolimento della spesa per consumi.

*La produzione industriale si è complessivamente ridotta nel bimestre gennaio-febbraio 2026, soprattutto nei settori che avevano registrato la crescita più intensa l'anno precedente, ma nell'insieme del primo trimestre gli indici PMI sono rimasti più favorevoli che alla fine del 2025. L'attività è stata sostenuta dai servizi, che hanno beneficiato anche dell'impulso temporaneo dei Giochi olimpici invernali.*

*Nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita condotta dalla Banca d'Italia a cavallo dello scoppio del conflitto, le imprese dell'industria in senso stretto e dei servizi hanno segnalato un marcato peggioramento delle attese sulle proprie condizioni economiche e sulla domanda estera, accompagnato da aspettative di un aumento dei costi di produzione. Secondo le aziende, l'elevata incertezza macroeconomica e geopolitica è destinata a incidere in misura significativa sull'attività nel secondo trimestre dell'anno. Le valutazioni sulle condizioni per investire si sono deteriorate, ma non hanno inciso sui piani di investimento per il 2026, che restano nel complesso stabili e ancora orientati all'espansione per oltre un terzo delle imprese.*

A marzo l'inflazione in Italia è aumentata solo di poco (all'1,6 per cento, dall'1,5 in febbraio), anche grazie alle misure di contenimento dei rincari dei carburanti. È tuttavia destinata a salire. Nelle nostre proiezioni più recenti<sup>1</sup>, sarebbe in media pari al 2,6 per cento nell'anno in corso, circa un punto percentuale in più sia rispetto al 2025 sia rispetto alle precedenti previsioni; rimarrebbe poco sotto al 2 per cento nel biennio 2027-28. La crescita del prodotto si collocherebbe intorno allo 0,6 per cento nel 2026 e allo 0,5 nel 2027.

*Secondo la prassi seguita nelle pubblicazioni della Banca d'Italia, correggendo per il numero delle giornate lavorative, la crescita del prodotto sarebbe dello 0,5 per cento in entrambi gli anni.*

Il quadro macroeconomico presentato nel Documento di Finanza Pubblica (DFP) è, al pari di quello dei principali previsori, fortemente condizionato dalle

---

<sup>1</sup> Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 3 aprile 2026.

ipotesi sull'evoluzione dei prezzi internazionali delle materie prime energetiche. Il DFP prefigura una crescita del prodotto dello 0,6 per cento sia quest'anno sia il prossimo, che sale allo 0,8 per cento nel biennio successivo; il tasso di inflazione aumenterebbe al 2,9 per cento nel 2026, ma scenderebbe negli anni successivi, in linea con l'evoluzione attesa della componente energetica.

È un quadro previsivo sostanzialmente coerente con le stime formulate ad aprile dalla Banca d'Italia, oltre che con le indicazioni dei principali previsori nazionali e internazionali.

*Anche il Governo, come le principali istituzioni pubbliche e private, ha analizzato uno scenario avverso, alternativo a quello della previsione centrale. In questo scenario, la crescita del PIL sarebbe di quasi un punto percentuale inferiore nel quadriennio 2026-29, con effetti concentrati soprattutto nel 2027. Nonostante le differenze, riconducibili alle diverse ipotesi sottostanti, i risultati non sono qualitativamente diversi dall'analogo esercizio condotto dalla Banca d'Italia.*

## **2. I conti pubblici nel 2025**

Nel 2025 il disavanzo è sceso per il quinto anno consecutivo, al 3,1 per cento del PIL dal 3,4 del 2024. Il miglioramento riflette l'aumento dell'avanzo primario allo 0,8 per cento del prodotto, mentre l'incidenza della spesa per interessi è rimasta stabile al 3,9 per cento.

La crescita dell'avanzo primario deriva da un aumento delle entrate (poco oltre 1 punto percentuale del PIL) superiore a quello delle spese al netto degli interessi (0,8 punti). L'andamento delle entrate riflette soprattutto quello dei contributi sociali (0,9 punti). Tre quarti dell'incremento della spesa primaria sono dovuti alla sua componente in conto capitale (0,6 punti); anche grazie alle opere finanziate dalle erogazioni del Dispositivo di ripresa e resilienza (DRR), gli investimenti pubblici hanno raggiunto il 3,8 per cento del PIL, il valore più elevato dall'inizio del secolo.

*Secondo i dati più aggiornati contenuti nel DFP, alla fine del 2025 erano stati realizzati interventi finanziati attraverso il DRR per un totale di circa 5 punti percentuali del PIL. Sono previste ulteriori spese per 1,7 e 1,9 punti rispettivamente nell'anno in corso e oltre il 2026.*

Nonostante un saldo primario in avanzo, il rapporto tra il debito e il prodotto è aumentato di 2,4 punti percentuali, al 137,1 per cento. Hanno inciso, per 0,5 punti percentuali del PIL, l'impatto negativo del differenziale tra onere medio del debito (2,9 per cento) e crescita dell'economia in termini nominali (2,5 per cento) e, per 2,6 punti, l'ampia componente stock-flussi. Quest'ultima riflette tra l'altro gli effetti di cassa dei crediti d'imposta per l'edilizia concessi in passato e l'accumulo di disponibilità liquide da parte del Tesoro (aumentate di 0,7 punti).

L'indebitamento netto a consuntivo è risultato più elevato rispetto alle attese del Documento programmatico di finanza pubblica (DPFP) dello scorso ottobre per 0,6 miliardi, per effetto di maggiori uscite per 11,3 miliardi, in parte compensate dall'aumento non preventivato delle entrate per 10,7 miliardi.

*Gli scostamenti tra uscite ed entrate di consuntivo e previste si riducono rispettivamente a 8,4 e 7,6 miliardi, se si escludono gli effetti di imputazioni statistiche straordinarie connesse con l'ultima rimodulazione del PNRR.*

*Secondo il DFP, sono stati in particolare i contributi agli investimenti connessi con i crediti d'imposta per l'edilizia a essere superiori a quanto atteso in autunno: molte comunicazioni relative ad alcuni lavori agevolati effettuati nel 2025 e già avviati al 15 ottobre 2024, che sulla base della normativa vigente ancora godevano del trattamento di sconto in fattura e di cessione del credito, sono state trasmesse all'Agenzia delle entrate solo tra la fine dell'anno scorso e l'inizio del 2026.*

L'aumento dell'incidenza del debito sul prodotto è stato di circa un punto più alto di quanto stimato nel DPFP. Su questo risultato ha pesato soprattutto una componente stock-flussi più ampia delle attese, anche per effetto della decisione di portare le disponibilità liquide a fine anno a un livello superiore a quanto inizialmente previsto.

*Secondo il DFP tale aumento delle disponibilità liquide a fine anno sarebbe stato guidato da considerazioni prudenziali, tenuto conto delle condizioni di mercato relativamente favorevoli per incrementare la raccolta e dell'incertezza sulla data esatta di esborso dell'ottava rata del PNRR da parte della Commissione europea (poi ricevuta il 30 dicembre).*

*Il DFP stima che nel 2025 l'ammontare dei principali schemi di garanzia pubblica (che in quanto passività potenziali non sono inclusi nel debito di Maastricht) sia sceso al 13 per cento del PIL, dal 13,4 dell'anno precedente e dal picco del 15,7 del 2021. Le escussioni registrate nell'anno sono state pari allo 0,1 per cento del PIL, per oltre tre quarti riconducibili all'operatività del Fondo Centrale di Garanzia per le piccole e medie imprese.*

### **3. Le tendenze dei conti nel 2026-29**

#### *3.1 I saldi*

Nel triennio 2026-28 l'indebitamento netto a legislazione vigente diminuirebbe in media di 0,2 punti percentuali all'anno fino al 2,5 per cento del PIL; diminuirebbe maggiormente nel 2029 – l'ultimo anno considerato – fino al 2,1 per cento. Tale andamento è dovuto all'ampliamento dell'avanzo primario, superiore a quello della spesa per interessi. L'avanzo aumenterebbe nel corso di tutto il quadriennio, per circa 0,4 punti percentuali in media all'anno, sino a raggiungere il 2,4 per cento del PIL; la spesa per interessi aumenterebbe di quasi 0,2 punti in media all'anno fino al 4,5 per cento del prodotto.

*In termini strutturali il saldo primario migliorerebbe di quasi mezzo punto percentuale in media all'anno, fino al 2,1 per cento nel 2029.*

Il maggiore avanzo primario sul PIL nel quadriennio 2026-29 è dovuto al calo dell'incidenza delle spese primarie (1,9 punti percentuali), per oltre due terzi riconducibile alla componente in conto capitale e il restante alle uscite correnti; la pressione fiscale rimarrebbe sostanzialmente stabile.

La spesa in conto capitale in rapporto al PIL dovrebbe contrarsi di circa 0,3 punti percentuali in media all'anno, riflettendo il venire meno di alcuni fattori che l'hanno accresciuta nello scorso anno (tra cui le erogazioni connesse con gli incentivi all'edilizia) e il graduale esaurirsi dei programmi finanziati con il DRR. È positivo che gli investimenti pubblici rimangano su livelli storicamente elevati (con un picco del 3,9 per cento nel 2027).

La spesa primaria corrente salirebbe nel 2026 di circa 0,3 punti percentuali in rapporto al prodotto per poi diminuire di quasi un punto al 40,8 per cento nel 2029, un valore tra i più bassi dalla crisi finanziaria globale. In termini nominali aumenterebbe nella media del quadriennio del 2,2 per cento all'anno, a fronte di un deflatore del PIL pari all'1,9 per cento. La crescita in termini reali della spesa primaria corrente sarebbe circa un terzo di quella osservata in media negli ultimi venticinque anni (intorno all'1 per cento).

La spesa primaria corrente sarebbe trainata soprattutto dalla componente pensionistica, che ne rappresenta quasi il 40 per cento. Quest'ultima crescerebbe di oltre il 3 per cento in media all'anno, anche per l'indicizzazione delle prestazioni, raggiungendo il 15,5 per cento del prodotto nel 2028-29. I redditi da lavoro e i consumi intermedi (che rappresentano un ulteriore 40 per cento del totale) aumenterebbero meno (rispettivamente, 1,8 e 1,7 per cento in media all'anno), contribuendo in misura determinante al calo della spesa primaria complessiva in rapporto al PIL.

*Secondo le più recenti previsioni della Ragioneria generale dello Stato, la spesa per pensioni dovrebbe continuare a crescere a causa delle dinamiche demografiche, raggiungendo un massimo poco superiore al 17 per cento del PIL nella prima metà degli anni Quaranta di questo secolo, prima di ridursi per il completamento della transizione al regime contributivo e l'adeguamento dell'età pensionistica alla speranza di vita.*

Rispetto ai programmi dell'autunno scorso, gli andamenti dei principali saldi di bilancio nel triennio 2026-28 sono lievemente peggiori, per effetto di un più sfavorevole quadro macroeconomico e di una spesa per interessi più sostenuta (6,5 miliardi in più in tre anni). In particolare, quest'ultima risente del recente innalzamento dei rendimenti impliciti nelle quotazioni di mercato dei titoli di Stato, nonché della rivalutazione di quelli indicizzati all'inflazione.

Essendo definito secondo la legislazione vigente, il quadro di finanza pubblica del DFP non incorpora né le implicazioni delle cosiddette politiche invariate (i cui effetti sono valutati nel documento in circa 0,1 punti di PIL in media all'anno nel 2027-29), né l'intenzione annunciata dal Governo nello scorso autunno di realizzare un graduale incremento della spesa per la difesa in rapporto al PIL fino a 0,5 punti percentuali nel 2028.

### 3.2 Il debito

Secondo il DFP l'incidenza del debito sul prodotto continuerebbe a crescere di 1,5 punti, al 138,6 per cento, nel 2026, per poi calare di 0,1 punti nel 2027 e di poco oltre 1 punto in media all'anno nel 2028-29. Nel complesso, il rapporto si contrarrebbe di 0,8 punti percentuali, al 136,3 per cento nel 2029. Questa dinamica è il frutto dell'operare di forze di segno opposto: gli avanzi primari ridurrebbero il debito per 6,9 punti percentuali, mentre il differenziale tra onere medio e dinamica del PIL nominale e la componente stock-flussi lo incrementerebbero rispettivamente di 3,4 e 2,6 punti.

L'onere medio del debito crescerebbe dal 2,9 per cento del 2025 al 3,1 nel 2026, fino al 3,3 del 2029. L'effetto derivante dal suo eccedere la dinamica del PIL nominale sarebbe più sfavorevole che nel biennio 2024-25, ma significativamente più basso che nella media dei due decenni precedenti la crisi pandemica.

La componente stock-flussi è in media pari a oltre 1 punto del PIL nel 2026-27, ma molto inferiore in seguito; sarebbe fortemente influenzata dagli effetti, in esaurimento, delle compensazioni dei crediti d'imposta per l'edilizia maturati in passato. La stima sconta sia l'attesa di una riduzione delle giacenze di liquidità del Tesoro sia proventi da privatizzazioni per un ammontare complessivo di 0,8 punti percentuali del PIL nel 2026-28. Il DFP non fornisce ulteriori dettagli su questi aspetti.

*La dimensione e la dinamica della componente stock-flussi dipendono da molti fattori, per lo più riconducibili alle variazioni delle attività finanziarie delle Amministrazioni pubbliche (tra cui quelle connesse con la gestione della liquidità del Tesoro) e alle discrepanze temporali nella contabilizzazione di alcune operazioni, per competenza nel conto economico e per cassa nel debito. In media annua, dal 2000 al 2020 la componente stock-flussi ha accresciuto il debito per quasi mezzo punto percentuale del PIL; lo ha invece ridotto di oltre 3 punti nel triennio 2021-23, per poi tornare ad aumentarlo di 1,8 punti nel 2024-25.*

La dinamica dell'incidenza del debito sul PIL nel triennio 2026-28 non si discosta significativamente da quella programmata nel DFPF dello scorso ottobre, ove si prospettava una crescita fino al 2026 e una discesa successivamente. Il nuovo profilo riflette un dato per il 2025 più elevato di quasi 1 punto percentuale e presenta

una dinamica nel triennio 2026-28 meno favorevole per circa mezzo punto. Questa dinamica meno favorevole deriva sia dal più alto differenziale atteso tra onere medio e crescita, sia dal più contenuto avanzo primario, mentre la componente stock-flussi attesa è più bassa.

*Il DFP non include scenari alternativi sull'evoluzione del debito nel breve e medio termine (ad esempio sotto ipotesi diverse sull'andamento dei tassi d'interesse), né un aggiornamento dell'esercizio di sostenibilità dei conti secondo la metodologia utilizzata dalla Commissione.*

L'incidenza del debito pubblico italiano è elevata in termini comparati. In un contesto che, così come prospettato dal DFP, sarà caratterizzato da un differenziale sfavorevole tra onere medio del debito e crescita dell'economia, conseguire e mantenere un avanzo primario sufficientemente elevato sarà necessario per porre il peso del debito su una traiettoria di stabile riduzione.

#### **4. L'indicatore di spesa netta: consuntivi e tendenze<sup>2</sup>**

Secondo il DFP, la spesa netta sarebbe aumentata dell'1,9 per cento nel 2025; crescerebbe a legislazione vigente dell'1,6, del 2,2, dell'1,7 e dell'1,5 per cento rispettivamente negli anni 2026, 2027, 2028 e 2029. Tale profilo si discosta in due anni da quello delineato nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine (PSBMT) dell'ottobre 2024 e concordato con il Consiglio della UE nel gennaio 2025.

In particolare, nei dati a consuntivo, l'aumento della spesa netta nel 2024 non si discosta da quello concordato, ma nel 2025 è superiore per circa 0,6 punti percentuali.

*Nel 2025 la spesa primaria è cresciuta del 4,3 per cento. Nelle valutazioni del DFP, il più rilevante tra i fattori che vanno sottratti dalla spesa primaria per calcolare quella netta è rappresentato dalle misure discrezionali di aumento delle entrate non una tantum, in particolare quelle sulle imprese; il contributo degli altri fattori è minore.*

*Nel DFPF dello scorso ottobre la dinamica attesa della spesa netta del 2025 era prevista all'1,3 per cento, in linea con il PSBMT. Lo scostamento rilevato a consuntivo è principalmente riconducibile alla più sostenuta dinamica della spesa primaria, risultata superiore alle attese formulate in quella sede (3,1 per cento).*

---

<sup>2</sup> La spesa netta è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) la spesa per interessi; (b) le misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) la spesa per i programmi della UE interamente finanziata dai fondi europei; (d) la spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) la componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) le misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

Le regole europee prevedono che eventuali scostamenti vengano registrati nel cosiddetto “conto di controllo”, che tiene traccia delle deviazioni, positive o negative, rispetto al percorso concordato. Il debito registrato in questo conto alla luce dei consuntivi per il 2024 e il 2025 rimarrebbe al di sotto delle soglie di tolleranza sia annuali sia cumulate definite dalla *governance* europea (rispettivamente, 0,3 e 0,6 punti del PIL).

Per il futuro, secondo il DFP nel 2026 la crescita della spesa netta sarebbe pari all’1,6 per cento, in linea con il limite annuale concordato. Il conto di controllo non dovrebbe quindi registrare variazioni di rilievo.

*L’aumento della spesa primaria sarebbe maggiore (2 per cento); la discrepanza con la spesa netta è dovuta principalmente all’incremento atteso delle uscite finanziate da trasferimenti della UE.*

Nel 2027 la spesa netta crescerebbe del 2,2 per cento, un ritmo superiore di 0,3 punti percentuali all’obiettivo e al programma illustrato nel DFPF. Lo scostamento deriverebbe principalmente dalla dinamica più sostenuta dei prezzi nel 2026, che ha effetti differiti sulla rivalutazione delle prestazioni sociali in denaro.

Essendo definito in termini nominali, l’indicatore della spesa netta può risentire indirettamente delle pressioni che derivano dall’aumento generale dei prezzi anche sul resto della spesa primaria; per costruzione non beneficia invece delle maggiori entrate dovute all’incremento nominale delle loro basi imponibili.

Nel biennio 2028-29 l’indicatore tornerebbe in linea con i valori stabiliti dal PSBMT.

Il Governo nel DFP annuncia che nel prossimo autunno, qualora le previsioni aggiornate dovessero confermare scostamenti dal percorso di spesa programmato, definirà misure necessarie a contenere l’andamento dell’indicatore.

## **5. La crisi energetica**

Dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente, il Governo ha approvato alcuni interventi volti a contenere il rialzo dei prezzi dei beni energetici: il DL 33/2026 del 18 marzo ha ridotto per 20 giorni le accise sui carburanti e ha introdotto un credito d’imposta a favore delle imprese operanti nel settore dell’autotrasporto e della pesca; il DL 42/2026 del 3 aprile ha, tra l’altro, prorogato la riduzione delle accise fino al 1° maggio. Secondo le valutazioni ufficiali, il taglio delle accise per poco oltre 40 giorni avrebbe un costo di 0,7 miliardi; nel complesso questi provvedimenti hanno un effetto nullo sul disavanzo in quanto le misure espansive trovano copertura soprattutto attraverso riduzioni di stanziamenti dei bilanci dei ministeri.

Come indicato nel DFP, il Governo continuerà a sostenere imprese e famiglie, pur riconoscendo che, dati i limitati margini di finanza pubblica, ciò potrebbe comportare una rimodulazione di altre voci di bilancio.

La Commissione europea, su impulso del Consiglio europeo, ha delineato la scorsa settimana una strategia coordinata di politica energetica, anche per fronteggiare l'attuale crisi (*Accelerate EU*).

*Per rispondere in modo coordinato all'aumento dei prezzi dell'energia causato dal conflitto in Medio Oriente, il 19 marzo il Consiglio europeo aveva rivolto tre richieste alla Commissione: (a) un pacchetto di misure temporanee e mirate; (b) una proposta di azioni concrete per ridurre livello e volatilità dei prezzi dell'elettricità, anche in collaborazione con gli Stati membri, preservando i segnali di prezzo per l'investimento a lungo termine e sostenendo l'accelerazione della produzione di energia rinnovabile e a basse emissioni di carbonio; (c) una proposta di revisione dell'EU-ETS entro luglio 2026. Aveva inoltre invitato Parlamento europeo, Consiglio della UE e Commissione a concordare un piano sulle infrastrutture della rete elettrica e gli Stati membri insieme alla Commissione ad accelerare l'agenda Energy Union 2030.*

La Commissione riconosce la necessità di un sostegno immediato, mirato alle famiglie più vulnerabili e alle imprese maggiormente colpite, temporaneo e non in contrasto con gli obiettivi strategici di ridurre la dipendenza da fonti fossili e aumentare la produzione nazionale di energia pulita. Il sostegno dovrebbe preservare gli incentivi alla riduzione della domanda di energia, oltre a essere coerente con gli impegni di bilancio assunti dagli Stati membri nell'ambito della *governance* della UE.

Per un paese importatore come l'Italia, l'aumento dei prezzi dei combustibili costituisce un trasferimento di risorse verso l'estero, in larga parte inevitabile: la politica di bilancio non può annullarne l'impatto, ma solo redistribuirne gli effetti tra consumatori e imprese e anche tra generazioni, spostandone una parte su quelle future (quando le misure di sostegno vengano realizzate in disavanzo)<sup>3</sup>.

## **6. La capacità di difesa**

Al fine di rispettare gli impegni internazionali sottoscritti lo scorso anno, il DPFP giudicava realistici incrementi della spesa in difesa in rapporto al PIL di 0,15 punti percentuali all'anno nel 2026 e nel 2027 e di ulteriori 0,2 punti nel 2028 (per un totale di 0,5 punti).

---

<sup>3</sup> Cfr. anche C. Lagarde, "The energy shock: where we stand and what we need to know", *Keynote speech at the annual reception of the Association of German Banks*, Berlino, 20 aprile 2026; Fondo monetario internazionale, *Fiscal Monitor*, aprile 2026.

*Al vertice NATO del 24 e 25 giugno 2025 i Paesi membri dell'Alleanza, inclusa l'Italia, si sono impegnati a destinare, entro il 2035, almeno il 3,5 per cento del PIL a spese per la difesa in senso stretto – comprendenti personale militare, equipaggiamenti, operazioni e infrastrutture – e un ammontare aggiuntivo fino all'1,5 per cento del prodotto a investimenti connessi con la sicurezza, quali la protezione delle infrastrutture critiche, la difesa cibernetica, la resilienza civile e il rafforzamento della base industriale della difesa. L'obiettivo complessivo sarà oggetto di revisione nel 2029.*

*Il Rapporto annuale della NATO, pubblicato il 26 marzo 2026, ha offerto una prima ricognizione dei progressi compiuti nel 2025. Per la prima volta, tutti i paesi della UE anche membri dell'Alleanza hanno registrato una spesa per la difesa pari o superiore alla soglia del 2 per cento del PIL, con un incremento complessivo di oltre il 60 per cento in termini reali rispetto al 2021. Il quadro rimane tuttavia fortemente differenziato. La Polonia si conferma il paese con la spesa maggiore in rapporto al PIL tra i paesi della UE (4,3 per cento), seguita da Lituania, Lettonia ed Estonia (rispettivamente, 4, 3,7 e 3,4 per cento del PIL). L'Italia, insieme a Francia e Spagna, si colloca in un gruppo di otto paesi appena al di sopra della soglia del 2 per cento.*

Il DFP annuncia che le priorità potrebbero venire ridefinite e gli aumenti previsti in alcuni ambiti, tra cui la difesa, riprogrammati laddove emergesse la necessità di intervenire in modo più deciso in favore di famiglie e imprese per fronteggiare lo shock energetico. A parità di altre condizioni, l'incremento delle spese in difesa comporterebbe un'ulteriore accelerazione della spesa netta.

Le istituzioni europee hanno risposto alla crescente domanda di sicurezza esterna con il Piano *ReArm Europe/Readiness 2030* presentato nel marzo 2025. Il Piano mira a mobilitare fino a 800 miliardi per investimenti nella difesa e poggia su due pilastri principali: il potenziamento dei finanziamenti pubblici nazionali attraverso la cosiddetta clausola di salvaguardia nazionale (*national escape clause, NEC*) per le spese in difesa e lo strumento *Security Action for Europe (SAFE)* per acquisti congiunti su larga scala<sup>4</sup>.

La clausola di salvaguardia nazionale rappresenta uno dei meccanismi previsti dalla nuova *governance* di bilancio e consente agli Stati membri di deviare temporaneamente dalla traiettoria della spesa netta stabilita nei propri piani strutturali di bilancio a medio termine o nei percorsi correttivi nell'ambito di una Procedura per Disavanzi Eccessivi (PDE). In particolare, il suo utilizzo per spese in infrastrutture ed equipaggiamento, personale e addestramento per la difesa consente di deviare fino a un massimo dell'1,5 per cento del PIL per ciascun anno di attivazione, su un orizzonte temporale di quattro anni a decorrere dal 2025 e sino al 2028.

---

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro: “La spesa per la difesa nei paesi della UE” nella *Relazione annuale sul 2024* della Banca d'Italia.

La sua attivazione permette ai paesi non in PDE di non entrarvi, anche se l'indebitamento netto dovesse superare il 3 per cento del PIL a causa delle maggiori spese militari; agli altri di evitare ulteriori passaggi nell'ambito della procedura stessa.

*Il punto di partenza per il calcolo della flessibilità concessa è dato dalle spese per la difesa secondo la classificazione COFOG (Classification of the Functions of Government), con il 2021 quale anno di riferimento, ovvero l'ultimo anno antecedente le circostanze che hanno giustificato la concessione della clausola (l'invasione russa dell'Ucraina). Secondo i dati COFOG, le spese per la difesa in Italia ammontavano all'1,4 per cento del PIL nel 2021, si sono ridotte all'1,2 nei due anni successivi e sono risalite all'1,3 nel 2024 (ultimo anno disponibile).*

Le spese per la difesa, se non coperte, vanno comunque ad accrescere disavanzo e debito pubblico e hanno potenziali implicazioni per i percorsi di consolidamento che saranno delineati in futuro. Questi ultimi, a parità di altre condizioni, incorporeranno una situazione di partenza meno solida e dovranno essere più ambiziosi.

Il secondo pilastro del Piano europeo è lo strumento SAFE, il cui regolamento è stato adottato dal Consiglio il 27 maggio 2025. Tale strumento prevede la concessione da parte della UE di prestiti a lungo termine per un valore complessivo fino a 150 miliardi, destinati a finanziare, generalmente attraverso progetti che coinvolgano almeno due Stati membri, capacità prioritarie quali ad esempio la difesa aerea e antimissilistica, munizioni e sistemi di artiglieria, mobilità militare. L'Italia ha richiesto e ottenuto accesso a fondi per 14,9 miliardi, il quinto importo in valore assoluto tra i 19 Paesi che hanno fatto richiesta. Le spese finanziate attraverso i prestiti SAFE beneficerebbero automaticamente della NEC senza alterare però il già menzionato margine dell'1,5 per cento del prodotto. Il DFP tuttavia precisa che per l'Italia gli interventi finanziati con questa modalità sono costituiti da misure già definite all'interno del quadro tendenziale dei conti.

Queste iniziative contribuiscono ad aumentare le possibilità di spesa degli Stati membri per la sicurezza. In linea di principio, tuttavia, sarebbe opportuno che i nuovi progetti nell'ambito della difesa venissero definiti e attuati a livello europeo, anche per evitare duplicazioni e sfruttare appieno le possibili economie di scala.

\* \* \*

Le previsioni centrali del DFP, così come quelle diffuse dalle principali istituzioni nazionali e internazionali, indicano un impatto del conflitto mediorientale sul quadro macroeconomico italiano ancora complessivamente contenuto sulla crescita nel 2026, più evidente sull'inflazione. L'imprevedibilità dell'evoluzione della crisi rende però particolarmente incerta ogni previsione puntuale. Contrazioni

dell'offerta e ulteriori rincari del petrolio e del gas, indisponibilità di materie prime e input intermedi, interruzioni nelle filiere produttive potrebbero spingere l'inflazione su livelli ben più elevati e pesare in misura marcata sui redditi e sui consumi delle famiglie e sui piani di investimento delle imprese, provocando un indebolimento dell'attività produttiva ben più pronunciato.

La politica economica e le decisioni di bilancio devono muoversi all'interno di un quadro di elevata incertezza.

L'indebitamento netto si è ridotto nel 2025 per il quinto anno consecutivo. Nelle stime del DFP continuerà a ridursi anche nei prossimi anni. Il risultato a consuntivo per il 2025, riflettendo una sottostima sia delle spese sia delle entrate, è stato marginalmente superiore alla previsione del 3 per cento dello scorso autunno, ma ha confermato il progresso nei conti pubblici.

Il DFP segnala scostamenti rispetto alla traiettoria pluriennale di spesa netta definita nel PSBMT e concordata con le autorità europee. Alcuni si sono già verificati, altri sono attesi, anche per effetto delle previste pressioni inflazionistiche: la traiettoria è espressa in termini di variazioni nominali e una parte rilevante della spesa primaria è indicizzata o comunque risente dell'inflazione. Sarà cruciale monitorare in modo accurato l'andamento delle spese, tenendo conto che una crescita dei prezzi più accentuata di quella prevista renderebbe ancora più difficoltoso rispettare il percorso di consolidamento programmato.

Nei prossimi mesi, la politica di bilancio italiana sarà chiamata ad adempiere agli impegni internazionali sottoscritti in materia di difesa e a far fronte alla necessità di attenuare l'impatto della crisi energetica su famiglie e imprese. La risposta allo shock energetico andrebbe limitata a interventi mirati e di entità e durata contenute, preservando i segnali di prezzo, essenziali per orientare le scelte di consumo e favorire l'uso più efficiente dell'energia e la transizione verso fonti energetiche meno esposte a rischi geopolitici. Come prefigurato dal DFP, tali interventi potrebbero trovare copertura nella rimodulazione di altre voci di bilancio.

I limitati margini a disposizione derivano, prima ancora che dalle regole della *governance* europea, dall'esigenza di porre il debito in rapporto al prodotto su un sentiero discendente. Secondo il quadro tendenziale del DFP, ciò avverrebbe dal 2027. Sarebbe un segnale positivo di grande importanza, anche per la fiducia dei risparmiatori e per la valutazione che si dà del nostro paese sui mercati finanziari.

La prudenza nella gestione dei conti pubblici e la volontà di rispettare il nuovo quadro di regole europeo sono state apprezzate sia dagli investitori – con una riduzione marcata del differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e quelli tedeschi – sia dalle agenzie di rating – che nel 2025 hanno rivisto al rialzo la

valutazione del merito di credito dello Stato italiano. Da questi sviluppi possono trarre vantaggio anche le banche, le imprese e le famiglie, che beneficiano di un minore costo dell'indebitamento.

Per quanto fondamentale, la prudenza nella gestione dei conti pubblici non sarà sufficiente, se non sarà accompagnata da un'azione di riforma che crei le condizioni favorevoli all'innovazione e alla crescita della produttività.

*TAVOLE E FIGURE*



**Quadro macroeconomico nei più recenti documenti ufficiali***(variazioni percentuali)*

VOCI	DPFP 2025 <i>quadro programmatico</i>				DFP 2026 (1) <i>quadro tendenziale</i>				
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2029
<b>PIL reale</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
<i>Importazioni</i>	2,5	2,5	2,8	2,8	3,6	2,3	2,4	2,7	2,3
<i>Consumi famiglie e ISP</i>	0,7	1,2	1,0	1,0	1,1	0,8	0,5	0,9	0,8
<i>Spesa PA</i>	0,6	0,3	0,8	0,4	0,6	0,5	0,2	0,2	0,1
<i>Investimenti</i>	2,5	1,3	1,0	1,4	3,5	1,9	0,9	1,1	1,0
<i>Esportazioni</i>	0,1	1,2	2,4	2,6	1,2	0,9	2,3	2,4	2,2
<b>PIL nominale</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
<b>Deflatore dei consumi privati</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>

(1) Il documento non include un quadro programmatico.

**Scenari delle principali istituzioni internazionali***(variazioni percentuali)*

VOCI	Mondo			
	PIL reale		Inflazione	
	2026	2027	2026	2027
<b>FMI</b>				
centrale	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>
avverso	2,6	3,0	5,4	3,9
severo	2,1	2,2	5,8	6,1
<b>OCSE</b>				
centrale	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>
avverso	2,6	2,7	4,7	2,9
severo	–	–	–	–
VOCI	Area euro			
	PIL reale		Inflazione	
	2026	2027	2026	2027
<b>BCE</b>				
centrale	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
avverso	0,6	1,2	3,5	2,1
severo	0,4	0,9	4,4	4,8

**Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1)***(in percentuale del PIL)*

VOCI	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Entrate	46,6	46,3	46,1	47,0	47,4	47,2	46,8	46,5	47,0	48,1
Spese	49,0	48,8	48,3	48,4	56,8	56,0	54,9	53,6	50,4	51,2
di cui: <i>interessi</i>	3,9	3,7	3,6	3,3	3,4	3,4	4,1	3,6	3,9	3,9
Avanzo primario (2)	1,5	1,2	1,4	1,9	-6,0	-5,5	-4,0	-3,5	0,5	0,8
<b>Indebitamento netto</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>7,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>
Fabbisogno complessivo	2,6	3,4	2,2	2,0	9,3	5,2	2,3	4,2	4,8	4,9
<b>Debito</b>	<b>134,2</b>	<b>133,7</b>	<b>134,2</b>	<b>133,9</b>	<b>154,4</b>	<b>145,8</b>	<b>138,4</b>	<b>133,9</b>	<b>134,7</b>	<b>137,1</b>

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Un segno negativo indica un disavanzo.

**Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1)***(in percentuale del PIL)*

VOCI	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Imposte dirette	14,5	14,3	14,0	14,3	15,0	14,6	14,5	15,0	15,6	15,3
Imposte indirette	14,4	14,4	14,4	14,5	13,8	14,2	14,0	13,6	14,1	14,1
Imposte in c/capitale	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Pressione tributaria</b>	<b>29,2</b>	<b>28,9</b>	<b>28,5</b>	<b>28,9</b>	<b>28,9</b>	<b>28,9</b>	<b>28,6</b>	<b>28,7</b>	<b>29,7</b>	<b>29,5</b>
Contributi sociali	12,9	13,0	13,2	13,4	13,8	13,4	13,0	12,5	12,6	13,5
<b>Pressione fiscale</b>	<b>42,2</b>	<b>41,8</b>	<b>41,7</b>	<b>42,3</b>	<b>42,7</b>	<b>42,3</b>	<b>41,7</b>	<b>41,2</b>	<b>42,4</b>	<b>43,1</b>
Produzione vendibile e per uso proprio	2,5	2,4	2,5	2,5	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3
Altre entrate correnti	1,8	1,8	1,8	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9	2,0	2,1
Altre entrate in c/capitale	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,5	0,8	1,1	0,3	0,6
<b>Totale entrate</b>	<b>46,6</b>	<b>46,3</b>	<b>46,1</b>	<b>47,0</b>	<b>47,4</b>	<b>47,2</b>	<b>46,8</b>	<b>46,5</b>	<b>47,0</b>	<b>48,1</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

**Spese delle Amministrazioni pubbliche (1)***(in percentuale del PIL)*

VOCI	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Redditi da lavoro dipendente	9,8	9,7	9,7	9,6	10,5	9,9	9,2	8,8	9,0	9,0
Consumi intermedi	5,7	5,7	5,7	5,6	6,1	6,0	6,0	5,6	5,8	5,9
Prestazioni sociali in natura	2,6	2,6	2,6	2,5	2,8	2,6	2,5	2,5	2,3	2,3
Prestazioni sociali in denaro	19,7	19,6	19,6	20,0	23,9	21,6	20,4	19,8	20,2	20,3
Interessi	3,9	3,7	3,6	3,3	3,4	3,4	4,1	3,6	3,9	3,9
Altre spese correnti	4,0	3,7	3,9	3,9	4,7	4,6	4,6	4,2	3,8	3,8
<b>Totale spese correnti</b>	<b>45,7</b>	<b>45,0</b>	<b>45,1</b>	<b>45,0</b>	<b>51,4</b>	<b>48,1</b>	<b>46,8</b>	<b>44,5</b>	<b>45,0</b>	<b>45,2</b>
di cui: <i>spese correnti al netto degli interessi</i>	41,8	41,2	41,5	41,7	48,0	44,7	42,7	40,9	41,2	41,4
Investimenti fissi lordi	2,3	2,2	2,1	2,3	2,6	2,8	2,6	3,2	3,6	3,8
Altre spese in conto capitale	1,0	1,6	1,1	1,1	2,8	5,1	5,5	6,0	1,8	2,1
<b>Totale spese in conto capitale</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>9,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>
<b>Totale spese</b>	<b>49,0</b>	<b>48,8</b>	<b>48,3</b>	<b>48,4</b>	<b>56,8</b>	<b>56,0</b>	<b>54,9</b>	<b>53,6</b>	<b>50,4</b>	<b>51,2</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	45,1	45,0	44,7	45,1	53,4	52,6	50,8	50,0	46,5	47,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

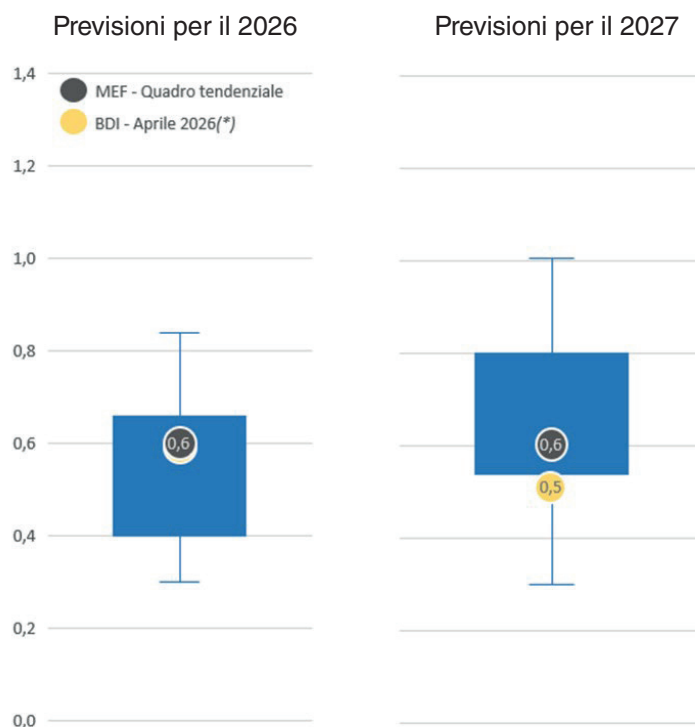
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

**Quadro dei conti pubblici nei più recenti documenti ufficiali***(in percentuale del PIL)*

VOCI	DPFP 2025 <i>quadro programmatico</i>				DFP 2026 (1) <i>quadro tendenziale</i>				
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2029
Indebitamento netto	3,0	2,8	2,6	2,3	3,1	2,9	2,8	2,5	2,1
Avanzo primario	0,9	1,2	1,5	1,9	0,8	1,2	1,5	1,8	2,4
Spesa per interessi	3,9	3,9	4,1	4,3	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5
Debito	136,2	137,4	137,3	136,4	137,1	138,6	138,5	137,9	136,3
Crescita della spesa netta (2)	1,3	1,6	1,9	1,6	1,9	1,6	2,2	1,7	1,5
<i>P.m. Crescita della spesa netta del PSBMT 2025-29 (2)</i>					1,3	1,6	1,9	1,7	1,5

(1) Il documento non include un quadro programmatico. – (2) In percentuale.

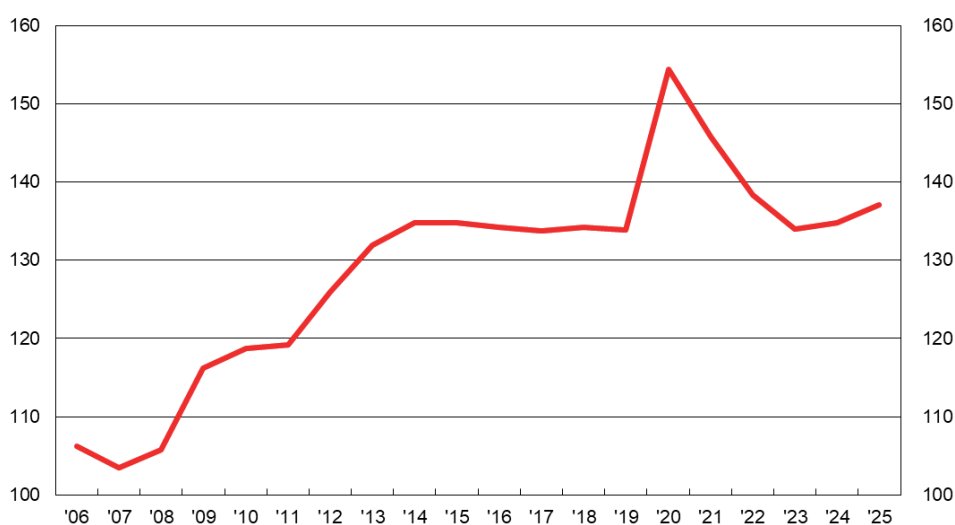
### Diagramma degli estremi e dei quartili delle previsioni di crescita del PIL (1)



(\*) Per coerenza con le previsioni pubblicate nel Documento di Finanza Pubblica, si riportano per la Banca d'Italia le stime di crescita non corrette per le giornate lavorative. Le corrispondenti proiezioni di crescita corrette per le giornate lavorative sono 0,5 per cento sia nel 2026 sia nel 2027.

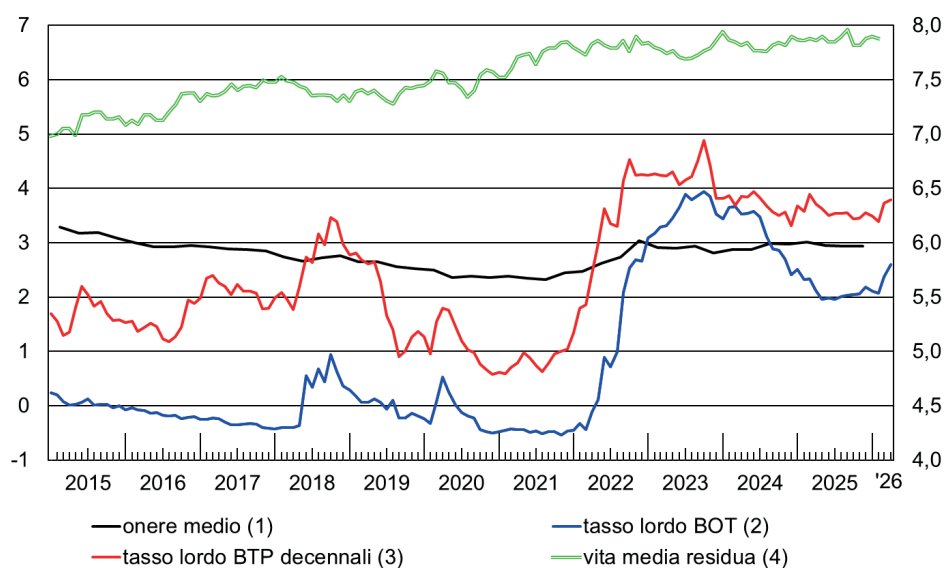
(1) Gli intervalli sono basati sulle proiezioni dei principali analisti privati censiti da Consensus Economics a aprile e delle principali istituzioni internazionali.

### Debito delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat.

**Tasso lordo dei BOT e dei BTP decennali, onere medio  
e vita media residua del debito**  
(valori percentuali e anni)



Fonte: per la spesa per interessi, Istat.

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

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

Inoltre l'impatto ambientale connesso con il ciclo di vita della carta utilizzata  
è stato compensato con l'acquisto di crediti di carbonio e piantando alberi in aree del territorio italiano.

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