BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

4 | 2026

ottobre 2026

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Bollettino Economico

Numero 4 / 2026
Ottobre

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

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

Rapporto sulla stabilità finanziaria
Un'analisi semestrale dello stato del sistema finanziario italiano

Economie regionali
Una serie di analisi sull'economia delle regioni italiane

Temi di discussione (Working Papers)
Collana di studi economici, empirici e teorici

Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)
Una miscellanea di studi su tematiche di particolare rilevanza per l'attività della Banca d'Italia

Newsletter sulla ricerca economica
Un aggiornamento sulle ricerche e sui convegni recenti

Quaderni di storia economica
Collana di analisi storica dell'economia italiana

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

© Banca d'Italia, 2026

Per la pubblicazione cartacea: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 290 del 14 ottobre 1983
Per la pubblicazione telematica: autorizzazione del Tribunale di Roma n. 9/2008 del 21 gennaio 2008

Direttore responsabile

Andrea Brandolini

Comitato di redazione

Fabrizio Ferriani e Tiziano Ropele (coordinatori), Elena Collina, Andrea Foschi, Elisa Guglielminetti, Andrea Mattia, Raffaella Nizzi, Lilia Patrignani, Giacomo Romanini

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

Riquadri: Marco Albori, Valerio Della Corte, Davide Delle Monache, Marco Fruzzetti, Francesca Lilla

Indirizzo

Via Nazionale 91 – 00184 Roma – Italia

Telefono

+39 06 47921

Sito internet

http://www.bancaditalia.it

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

ISSN 0393-2400 (stampa)
ISSN 2280-7632 (online)
DOI https://doi.org/10.32057/0.be.2026.4

Aggiornato con i dati disponibili al 15 ottobre 2026, salvo diversa indicazione

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

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

INDICE

SINTESI 5

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 Il ciclo internazionale 7

1.2 L'area dell'euro 13

2 L'ECONOMIA ITALIANA

2.1 La fase ciclica 21

2.2 Le imprese 24

2.3 Le famiglie 28

2.4 Gli scambi con l'estero e la bilancia dei pagamenti 30

2.5 Il mercato del lavoro 32

2.6 La dinamica dei prezzi 33

2.7 Il credito e le condizioni di finanziamento 36

2.8 La finanza pubblica 38

INDICE DEI RIQUADRI

Il recente rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza 11

Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana pubblicate in ottobre 22

I recenti sviluppi del comparto turistico in Italia 25

L'Appendice statistica è disponibile sul sito internet www.bancaditalia.it

AVVERTENZE

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

Segni convenzionali:

– il fenomeno non esiste;

.... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato;

:: i dati sono statisticamente non significativi;

() i dati sono provvisori.

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

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

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

SINTESI

L'attività economica globale ha mostrato una tenuta superiore alle attese, nonostante il protrarsi delle tensioni geopolitiche. *La crescita ha continuato a beneficiare degli investimenti connessi con l'intelligenza artificiale (IA), che hanno contribuito ad attenuare gli effetti del rincaro dei prodotti energetici, seppure in misura diversa tra i principali paesi. La domanda interna rimane robusta negli Stati Uniti, mentre in Cina la crescita è sostenuta dagli scambi con l'estero. Al netto dei prodotti energetici la dinamica del commercio si sarebbe mantenuta solida, alimentata dalla domanda di beni per l'IA. Le prospettive dell'economia globale restano condizionate dal protrarsi del conflitto in Medio Oriente, dall'incertezza sulle politiche commerciali statunitensi e dall'irrigidimento delle condizioni finanziarie.*

Le condizioni di offerta sui mercati delle materie prime energetiche rimangono tese. *I prezzi del petrolio sono tornati a salire nei mesi estivi, attestandosi oltre i 100 dollari al barile all'inizio di ottobre; quelli del gas naturale hanno raggiunto nuovi massimi dall'avvio delle ostilità. Il marcato ampliamento dei margini di raffinazione ha contribuito ai rincari dei carburanti e degli altri derivati del petrolio.*

I mercati finanziari mostrano nel complesso un buon andamento, ma aumentano i rischi derivanti dal rialzo dei tassi di interesse e dalle elevate valutazioni di borsa. *I rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza sono saliti, risentendo degli accresciuti rischi inflazionistici, dei timori circa l'evoluzione dei conti pubblici in molte economie avanzate e della concorrenza derivante dalle ingenti emissioni obbligazionarie del settore tecnologico. I corsi azionari sono ulteriormente cresciuti, sostenuti da risultati societari solidi; le valutazioni di borsa, in relazione agli utili attesi, restano tuttavia su livelli storicamente elevati e i mercati rimangono esposti a rischi di correzione, anche in considerazione del rialzo dei tassi di interesse e delle incertezze sulle prospettive di redditività del settore tecnologico.*

Alcune banche centrali delle economie avanzate hanno alzato i tassi per contrastare l'inflazione. *La dinamica dei prezzi continua a risentire dei rincari delle materie prime energetiche e dei loro derivati, sebbene con intensità diversa tra paesi, generando timori di inflazione prolungata. A settembre la Federal Reserve e la Banca del Giappone hanno aumentato i tassi di riferimento di 25 punti base, la Bank of England li ha lasciati invariati; prosegue invece l'orientamento accomodante della Banca centrale cinese.*

Nell'area dell'euro l'attività economica ha continuato a crescere. *Nei mesi primaverili il PIL, al netto del contributo altamente volatile del prodotto dell'Irlanda, è salito dello 0,3 per cento. L'espansione è stata sostenuta dalla domanda estera e dai consumi delle famiglie. Secondo le nostre valutazioni, la crescita del prodotto sarebbe proseguita a un ritmo moderato nel terzo trimestre, sospinta dai servizi. L'inflazione è aumentata in estate per effetto della componente energetica; non sono finora emersi segnali evidenti di trasmissione dei rincari del petrolio, del gas naturale e dei loro derivati alle componenti non energetiche dell'inflazione. Le proiezioni degli esperti della BCE pubblicate in settembre hanno rivisto al rialzo le stime di crescita del PIL sia per l'anno in corso (allo 0,9 per cento) sia per il 2027; le previsioni di inflazione sono rimaste invariate al 3,0 per cento nel 2026, mentre sono state lievemente alzate per il prossimo biennio.*

La BCE ha nuovamente aumentato i tassi ufficiali ed è salito il costo del credito nell'area dell'euro. *Nella riunione di settembre il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di riferimento di 25 punti base, portando quello sui depositi presso la banca centrale al 2,5 per cento, e ha evidenziato come il conflitto in Medio Oriente continui a generare pressioni sull'inflazione, che dovrebbe mantenersi a lungo su livelli ben al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento. Il costo del credito è cresciuto sia per le famiglie sia per le imprese;*

per queste ultime, dall'avvio delle ostilità si è registrato un incremento di circa 25 punti base. La dinamica dei finanziamenti alle aziende si è tuttavia rafforzata, anche per l'aumento del fabbisogno di liquidità, mentre quella dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile.

In Italia è proseguita l'espansione dell'attività economica. *Nel secondo trimestre il PIL è salito dello 0,2 per cento, sospinto dai consumi delle famiglie e dagli investimenti, in particolare in opere pubbliche e beni immateriali. Nei mesi estivi l'attività economica avrebbe lievemente decelerato, risentendo dell'incertezza connessa con le tensioni internazionali e del rincaro dei beni energetici. Gli investimenti legati alla transizione digitale ed energetica e il favorevole andamento del turismo avrebbero fornito un contributo positivo alla dinamica del PIL. Secondo le nostre previsioni pubblicate in ottobre, il PIL salirebbe dello 0,9 per cento nel 2026, dello 0,7 nel 2027 e dello 0,8 nel 2028.*

L'avanzo di conto corrente si è sostanzialmente azzerato. *Tra aprile e giugno il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è diminuito per effetto del deterioramento della bilancia energetica. La domanda di titoli italiani da parte degli investitori esteri è stata elevata. La posizione netta sull'estero rimane creditoria.*

Le condizioni del mercato del lavoro si sono mantenute nel complesso favorevoli. *Nel secondo trimestre l'occupazione è cresciuta, soprattutto nei servizi privati, mentre nel terzo non avrebbe subito sostanziali variazioni. Sia nei mesi primaverili sia in quelli estivi l'aumento della partecipazione al mercato del lavoro ha determinato un rialzo del tasso di disoccupazione, che resta comunque contenuto. La dinamica retributiva ha rallentato e si confermerebbe moderata anche nello scorcio dell'anno, in un contesto in cui pochi contratti collettivi sono in attesa di rinnovo.*

L'inflazione al consumo è aumentata in estate. *La dinamica dei prezzi ha continuato a risentire dei rincari dei carburanti e, in misura crescente, delle tariffe di gas ed elettricità, sebbene queste si mantengano al di sotto dei picchi raggiunti durante la crisi energetica del biennio 2021-22. L'inflazione di fondo è lievemente salita. Nelle nostre proiezioni di ottobre l'inflazione al consumo aumenterebbe al 3,2 per cento nella media del 2026, raggiungendo un picco nel quarto trimestre, scenderebbe al 2,4 nel 2027 e all'1,7 nel 2028; l'inflazione di fondo rimarrebbe sostanzialmente stabile intorno al 2 per cento lungo l'orizzonte previsivo.*

La dinamica del credito si è rafforzata durante l'estate. *La crescita dei prestiti ha interessato solo le società non finanziarie di media e grande dimensione. La dinamica complessiva continua a essere sostenuta anche dai finanziamenti a breve termine, in risposta alle maggiori esigenze di liquidità connesse con i rincari energetici. I prestiti alle famiglie hanno accelerato. Il costo dei nuovi finanziamenti alle imprese è aumentato, mentre quello dei nuovi mutui alle famiglie non ha avuto variazioni significative. Le emissioni obbligazionarie delle società non finanziarie hanno rallentato, in un contesto caratterizzato da rendimenti in rialzo.*

L'indebitamento netto in rapporto al PIL diminuirebbe nell'anno in corso. *In base al Documento programmatico di finanza pubblica approvato dal Governo lo scorso 2 ottobre, l'indebitamento netto si ridurrebbe al 2,9 per cento del PIL nel 2026 e salirebbe al 3,4 nel 2027. Il debito pubblico aumenterebbe in entrambi gli anni fino a raggiungere il 138,5 per cento del prodotto, per poi iniziare a scendere. Tali andamenti sarebbero coerenti con il quadro di regole europee, in considerazione del fatto che l'Esecutivo intende ricorrere all'attivazione della clausola nazionale di salvaguardia, utilizzabile per interventi nei settori dell'energia e della difesa nel biennio 2027-28.*

1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1.1 IL CICLO INTERNAZIONALE

Le persistenti tensioni in Medio Oriente rappresentano ancora il principale fattore di rischio per l'economia mondiale. I prezzi del petrolio sono tornati a crescere, quelli del gas hanno raggiunto nuovi massimi dallo scoppio del conflitto. L'attività economica globale ha finora mostrato una tenuta superiore alle attese, continuando a beneficiare degli investimenti connessi con l'intelligenza artificiale. Le banche centrali degli Stati Uniti e del Giappone, oltre alla Banca centrale europea, hanno aumentato i tassi di interesse in risposta alle pressioni sulla dinamica dei prezzi. Sono saliti i rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza, risentendo dei rischi inflazionistici, delle crescenti emissioni di obbligazioni da parte del settore tecnologico e di una maggiore attenzione degli investitori all'evoluzione dei conti pubblici. Le valutazioni azionarie restano su livelli storicamente elevati ed espongono i mercati finanziari a rischi di correzioni, legati all'incremento dei costi di finanziamento e a una possibile revisione delle prospettive di redditività del settore tecnologico.

Il conflitto in Medio Oriente mantiene tese le condizioni di offerta sui mercati energetici, accentuando i rischi di nuove interruzioni delle forniture. Da settembre le esportazioni di greggio dai paesi del Golfo sono aumentate in misura significativa, favorite dal ricorso a rotte commerciali alternative e dalla protezione militare statunitense alla navigazione; quelle di prodotti raffinati rimangono invece nettamente inferiori ai livelli precedenti il conflitto. Tuttavia il parziale recupero dei traffici resta fragile: il riacutizzarsi delle ostilità tra Iran e Stati Uniti dalla fine di agosto, i successivi attacchi alle infrastrutture energetiche dell'Arabia Saudita e le minacce alla navigazione nello stretto di Bab el-Mandeb accrescono il rischio di nuove interruzioni delle forniture.

I prezzi del petrolio sono tornati su livelli elevati. Da luglio le quotazioni del greggio hanno ripreso a salire rapidamente, attestandosi oltre i 100 dollari al barile nella seconda settimana di ottobre (fig. 1.a). I prezzi dei prodotti raffinati hanno continuato a crescere e i differenziali rispetto al greggio si sono ulteriormente ampliati, anche per effetto delle restrizioni all'offerta connesse con gli attacchi alle raffinerie russe e con le limitazioni alle esportazioni di derivati del petrolio imposte da Russia e Cina. L'impatto del conflitto in Medio Oriente sui corsi petroliferi è stato parzialmente attenuato dal rilascio delle riserve da parte della Cina e delle principali economie avanzate, oltre che dalla riduzione della domanda di petrolio, soprattutto in Cina. All'inizio di ottobre i paesi del G7 hanno annunciato, in coordinamento con l'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA), un nuovo rilascio di circa 100 milioni di barili di greggio e prodotti raffinati nell'arco di quattro mesi. Tuttavia, una volta esauriti gli effetti temporanei di queste misure, il protrarsi delle tensioni determinerebbe ulteriori pressioni sulle quotazioni[1].

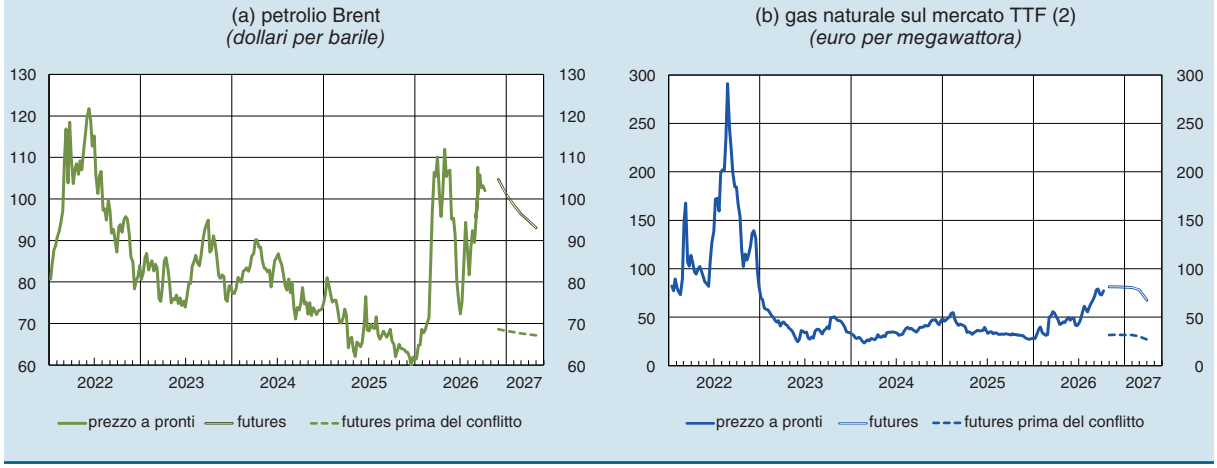
I corsi del gas naturale sono aumentati. Il prezzo di riferimento europeo del gas naturale (*Title Transfer Facility*, TTF) ha raggiunto nuovi massimi dall'inizio del conflitto, portandosi a oltre 75 euro per megawattora nella seconda settimana di ottobre; i prezzi sono comunque rimasti ben al di sotto dei picchi osservati nel 2022 (fig. 1.b). L'incremento riflette, oltre alle interruzioni della produzione in Medio

[1] Per un'analisi sugli impatti del conflitto sui mercati energetici, cfr. A. D'Orazio, S. Emiliozzi, F. Ferriani, A. Gazzani, M. Taboga e G. Veronese, *Energy markets under chokepoint stress: the 2026 Hormuz shock*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1067, 2026.

Oriente, il basso livello delle scorte e la concorrenza con le economie asiatiche per le forniture di gas naturale liquefatto sul mercato internazionale. Durante i mesi estivi le temperature particolarmente elevate hanno esercitato pressioni al rialzo sulle quotazioni, attraverso l'aumento della domanda di energia elettrica per la climatizzazione e la riduzione della produzione da fonti idroelettriche e nucleari[2].

Figura 1

Prezzi delle materie prime energetiche (1)
(dati medi settimanali)



Fonte: LSEG.
(1) Per i prezzi a pronti, medie settimanali fino al 9 ottobre 2026. Per i prezzi dei futures, la linea continua indica le quotazioni aggiornate al 9 ottobre 2026 (ultimo dato disponibile), la linea tratteggiata indica invece le quotazioni al 27 febbraio 2026, prima dell'avvio del conflitto in Medio Oriente. – (2) Prezzo del gas scambiato sul mercato TTF nei Paesi Bassi.

L'attività economica globale ha mostrato una tenuta superiore alle attese, nonostante il protrarsi del conflitto. Gli investimenti connessi con lo sviluppo dell'intelligenza artificiale (IA) hanno continuato a sostenere la crescita, contribuendo ad attenuare gli effetti sull'attività produttiva dei rincari dei prodotti energetici nei principali paesi. Gli indicatori più recenti suggeriscono il proseguimento dell'espansione nel terzo trimestre. Gli indici dei responsabili degli acquisti (*purchasing managers' indices*, PMI) sono aumentati nel comparto manifatturiero e dei servizi, nonostante le tensioni nelle catene di approvvigionamento, soprattutto nei settori dei semiconduttori e delle componenti elettroniche impiegate nelle infrastrutture dell'IA. Secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale pubblicate in ottobre, la crescita mondiale si collocherebbe al 3,1 per cento nel 2026, in lieve diminuzione nel confronto con l'anno precedente (tav. 1).

Il commercio mondiale ha rallentato nel secondo e terzo trimestre, ma meno di quanto atteso. La decelerazione ha riflesso soprattutto il calo delle importazioni della Cina, in particolare di petrolio. Al netto di questa componente, l'interscambio commerciale si è mantenuto robusto, sostenuto dalla domanda di beni della filiera dell'IA. Il nuovo assetto dei dazi statunitensi entrato in vigore lo scorso luglio, pur lasciando sostanzialmente invariate le aliquote vigenti da febbraio, non ha ridotto l'incertezza circa l'evoluzione della politica commerciale statunitense (cfr. il riquadro: *I dazi statunitensi dopo la decisione della Corte Suprema*, in *Bollettino economico*, 2, 2026). In agosto gli Stati Uniti hanno inasprito i dazi nei confronti del Canada; ulteriori aumenti in specifici settori produttivi potrebbero essere introdotti verso gli altri partner commerciali a seguito delle indagini avviate dall'amministrazione statunitense su presunte pratiche commerciali scorrette.

[2] Le alte temperature e la bassa portata dei fiumi possono ridurre l'efficienza dei sistemi di raffreddamento delle centrali nucleari, limitandone temporaneamente la produzione.

Negli Stati Uniti l'attività economica rimane robusta. Nel secondo trimestre il PIL è cresciuto del 2,2 per cento in ragione d'anno (tav. 1), in lieve rallentamento rispetto al periodo precedente. La domanda interna privata si è confermata solida, mentre le esportazioni nette e la variazione delle scorte hanno fornito un contributo negativo alla crescita. Sulla base dei dati qualitativi a più alta frequenza, nel terzo trimestre l'espansione è proseguita, sia nella manifattura sia nei servizi (fig. 2.a). I consumi privati, dopo un incremento moderato a luglio, sono saliti a un ritmo sostenuto in agosto, sospinti principalmente dagli acquisti di beni; le vendite al dettaglio in settembre suggeriscono una tenuta della spesa. L'evoluzione del mercato del lavoro si conferma favorevole: il tasso di disoccupazione resta su livelli molto contenuti, al 4,2 per cento, mentre l'occupazione ha continuato a crescere, anche se con intensità inferiore rispetto a quella osservata nel secondo trimestre. Permangono segnali di pressione sui costi degli input produttivi, in aumento per i servizi (fig. 2.b).

Tavola 1

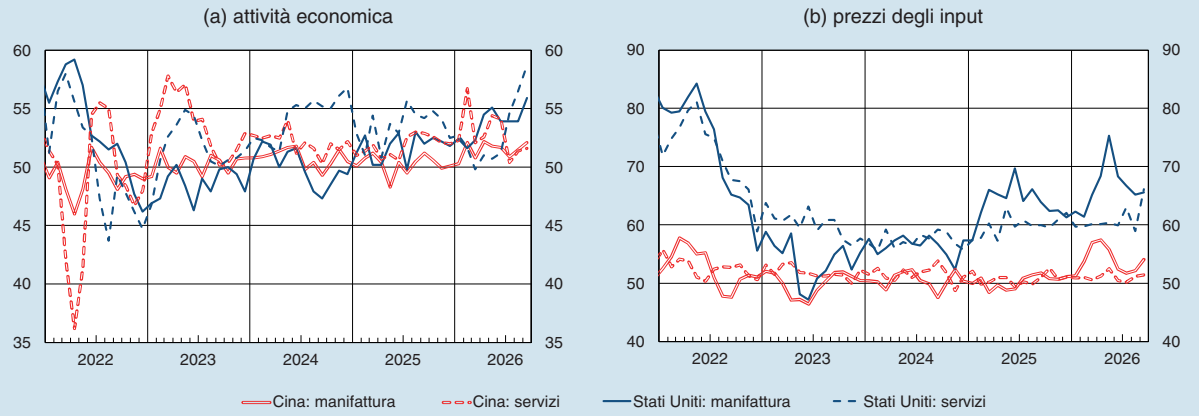
Crescita del PIL e previsioni
(variazioni percentuali)

VOCI	Crescita			Previsioni		Revisioni (2)	
	2025	2026 1° trim. (1)	2026 2° trim. (1)	2026	2027	2026	2027
Mondo	**3,5**	**–**	**–**	**3,1**	**3,4**	**0,1**	**0,0**
Giappone	1,2	1,9	1,4	0,7	0,7	0,1	0,0
Regno Unito	1,2	2,6	2,1	1,3	1,2	0,3	-0,1
Stati Uniti	2,3	2,5	2,2	2,3	2,3	0,0	0,1
Brasile	2,3	1,8	2,0	2,2	1,9	-0,2	-0,3
Cina	5,0	5,0	4,3	4,5	4,0	-0,1	-0,1
India (3)	7,8	8,6	7,8	7,0	7,0	0,6	0,3
Russia	1,0	-0,2	1,3	0,9	0,9	-0,2	-0,2

Fonte: per i dati sulla crescita, statistiche nazionali; per il PIL mondiale e le previsioni, FMI, *World Economic Outlook. Resilience Under Strain, Urgent Choices*, ottobre 2026.
(1) Dati trimestrali. Per Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per gli altri paesi, variazioni sul periodo corrispondente. – (2) Punti percentuali; revisioni rispetto a FMI, *World Economic Outlook Update. Global Economy in Crosscurrents of War and Technology*, luglio 2026. – (3) I dati effettivi e le previsioni si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Figura 2

Indici PMI in Cina e negli Stati Uniti (1)
(indici di diffusione)



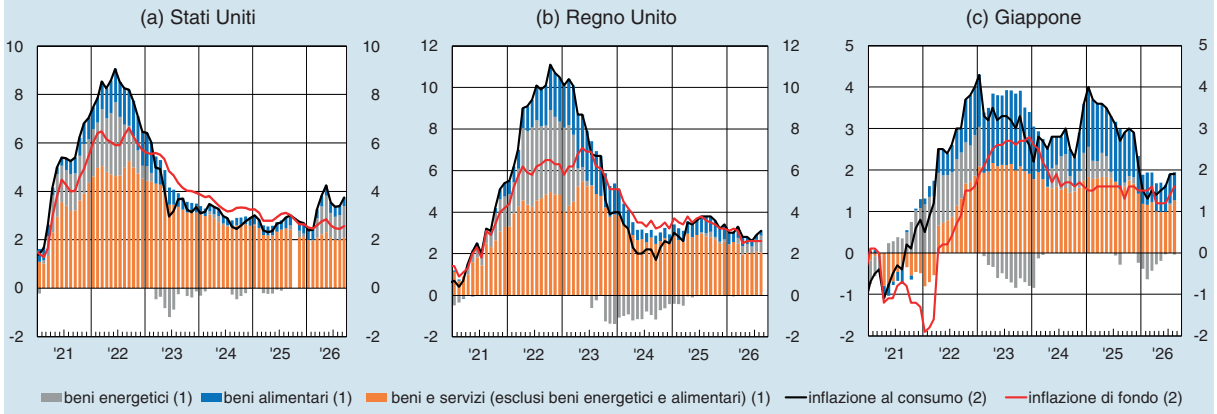
Fonte: Standard & Poor's Global Ratings.
(1) Indici di diffusione relativi all'attività economica e ai prezzi degli input nei settori della manifattura e dei servizi. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Per quanto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

In Cina la crescita continua a essere trainata dalla domanda estera. Nel terzo trimestre le esportazioni cinesi si sono confermate robuste, per effetto soprattutto delle vendite di beni legati all'IA. La domanda interna, dopo l'espansione inferiore alle attese nel secondo trimestre, ha nuovamente perso slancio, per la debolezza sia dei consumi sia degli investimenti, in particolare nel settore immobiliare. Alla fine di settembre il governo ha annunciato un pacchetto di sostegno per tale settore, ma la portata delle misure è per ora limitata.

Nelle principali economie avanzate la dinamica dei prezzi resta superiore agli obiettivi delle banche centrali. Negli Stati Uniti l'inflazione al consumo rimane elevata, al 3,7 per cento in settembre (dal 3,4 in luglio; fig. 3.a). I prezzi continuano a risentire in special modo dei rincari dei prodotti energetici (cfr. il riquadro: *Il blocco dello Stretto di Hormuz e la trasmissione dei rincari energetici nelle principali economie avanzate*, in *Bollettino economico*, 3, 2026); l'inflazione di fondo è salita al 2,6 per cento. Nel Regno Unito l'inflazione ha toccato il 3,1 per cento in agosto (fig. 3.b), sospinta in prevalenza dal rincaro dei carburanti, mentre in Giappone si conferma alta nel confronto con i primi due decenni del secolo, guidata dalla componente di fondo (fig. 3.c). In Cina, al contrario, la dinamica dei prezzi è frenata dall'ampio margine di capacità inutilizzata e dalla debole domanda interna.

Figura 3

Inflazione al consumo, contributi delle sue componenti e inflazione di fondo nelle principali economie avanzate
(dati mensili; variazioni percentuali e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.
(1) Per gli Stati Uniti, il dato di ottobre 2025 non è stato pubblicato a causa del blocco temporaneo delle attività amministrative federali tra inizio ottobre e metà novembre. – (2) Variazioni percentuali sui 12 mesi; l'inflazione di fondo esclude i beni energetici e alimentari.

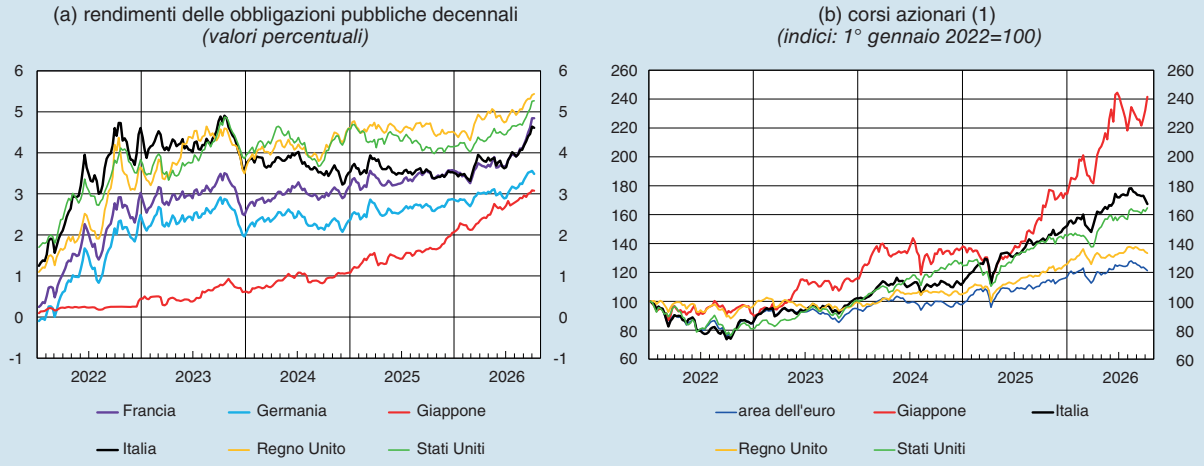
Le principali banche centrali hanno aumentato i tassi di interesse. Dopo cinque riunioni senza variazioni nei tassi di riferimento, a settembre la Federal Reserve li ha alzati di 25 punti base, portandoli al 3,75-4,00 per cento, in un contesto di inflazione ancora superiore all'obiettivo del 2 per cento e di perdurante instabilità geopolitica; i mercati si attendono ulteriori incrementi entro la primavera del 2027. Anche la Banca del Giappone ha innalzato il tasso all'1,25 per cento, proseguendo il graduale processo di normalizzazione dell'orientamento della politica monetaria. La Bank of England ha lasciato invariati i tassi al 3,75 per cento, ma i mercati prefigurano un rialzo entro la fine dell'anno. La banca centrale cinese continua invece a seguire un orientamento accomodante.

I rendimenti sovrani sono saliti, i corsi azionari si mantengono su livelli elevati; il dollaro si è rafforzato. Rispetto a luglio, i tassi di interesse sui titoli di Stato a lungo termine sono aumentati in tutte le principali economie (fig. 4.a). A tale andamento hanno contribuito i rischi di inflazione e le attese di ulteriori rialzi dei tassi di politica monetaria, le persistenti preoccupazioni sui disavanzi pubblici

e la concorrenza generata dall'accresciuta offerta di titoli a lunga scadenza da parte delle grandi imprese tecnologiche per finanziare i programmi di investimento in IA (cfr. il riquadro: *Il recente rialzo dei rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza*).

Figura 4

Indicatori del mercato dei titoli pubblici e corsi azionari
(dati medi settimanali)



Fonte: LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 2026.
(1) Indice generale azionario Datastream per l'area dell'euro e l'Italia, Nikkei 225 per il Giappone, FTSE All-Share per il Regno Unito e Standard & Poor's 500 (S&P 500) per gli Stati Uniti.

IL RECENTE RIALZO DEI RENDIMENTI DEI TITOLI PUBBLICI A LUNGA SCADENZA

Dalla fine di febbraio, nelle principali economie avanzate i rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza sono saliti su livelli storicamente elevati. Negli Stati Uniti il rendimento del titolo decennale ha superato il 5 per cento, un valore che non si osservava da oltre vent'anni. Tra i principali paesi dell'area dell'euro il rendimento decennale ha raggiunto il 3,5 per cento in Germania e il 4,9 in Francia; in Italia si è portato al 4,6 per cento.

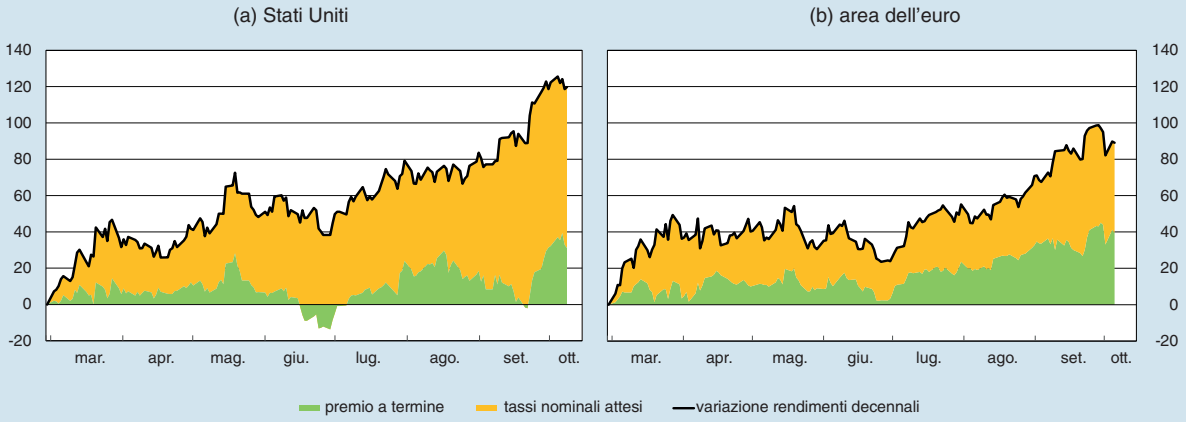
All'aumento dei rendimenti ha contribuito la revisione delle prospettive di inflazione e di politica monetaria seguita al conflitto in Medio Oriente. Le forti tensioni sui mercati dell'energia hanno determinato decisi rincari delle materie prime energetiche e dei loro prodotti derivati, accrescendo i rischi al rialzo per l'inflazione. Gli operatori hanno conseguentemente rivisto verso l'alto le proprie attese sui tassi ufficiali: oltre agli aumenti già adottati in alcune economie, hanno assegnato una maggiore probabilità che, nel corso del prossimo anno, i tassi si collochino su livelli più elevati di quanto prevedevano prima dell'avvio delle ostilità, con conseguenti pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato.

L'incremento dei rendimenti a lunga scadenza può essere scomposto in due componenti: una riflette le attese sui futuri tassi di politica monetaria lungo la vita residua dei titoli, l'altra rappresenta il premio a termine, ossia la compensazione richiesta dagli investitori per detenere titoli a più lunga scadenza. Si stima che, dall'inizio del conflitto negli Stati Uniti il rialzo dei rendimenti dei titoli del Tesoro a dieci anni sarebbe stato determinato dall'aumento dei tassi nominali a breve termine attesi (figura, pannello a), riflettendo la crescita dell'economia statunitense e le prospettive di un orientamento più restrittivo da parte della Federal Reserve; il premio a termine ha invece inciso in

misura contenuta, ma è cresciuto nel periodo più recente. Nell'area dell'euro la revisione al rialzo dei tassi nominali attesi ha fornito il contributo prevalente all'aumento dei rendimenti nella fase iniziale, mentre il premio a termine, progressivamente salito nel tempo, ha assunto un peso significativo nella fase più recente (figura, pannello b)[1]. Gli accresciuti rischi sulle prospettive macroeconomiche, in un contesto caratterizzato dal protrarsi delle tensioni geopolitiche, possono aver contribuito all'incremento dei premi a termine nell'area dell'euro, più esposta agli shock energetici. La maggiore incertezza sull'intensità e sulla persistenza delle pressioni inflazionistiche rende meno prevedibile il sentiero futuro dei tassi di interesse e amplia il rischio di prezzo associato ai titoli a lunga scadenza, inducendo gli investitori a richiedere una maggiore compensazione per detenerli.

Figura

Contributi alla variazione dei rendimenti decennali negli Stati Uniti e nell'area euro (1)
(punti base; variazioni rispetto al 27 febbraio 2026)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG. Dati aggiornati al 9 ottobre 2026.
(1) La figura scompone i rendimenti dei titoli del Tesoro in due componenti: una sulle attese sui tassi a breve e una sul premio a termine. Quest'ultimo è stimato con il modello di struttura a termine privo di arbitraggio proposto da T. Adrian, R.K. Crump ed E. Moench, *Pricing the term structure with linear regressions*, "Journal of Financial Economics", 110, 2013, pp. 110-138. Per gli Stati Uniti, la scomposizione è effettuata sul rendimento del titolo del Tesoro a 10 anni, mentre per l'area dell'euro sul tasso di un *overnight index swap* (OIS) sulla stessa scadenza.

Il rialzo dei rendimenti dei titoli governativi osservato negli ultimi mesi nelle principali economie avanzate si inserisce in una tendenza di più lungo periodo, alla quale possono aver contribuito determinanti più strutturali. Il rapporto tra debito pubblico e PIL mondiale, aumentato sensibilmente durante la pandemia anche in seguito alle misure fiscali di sostegno all'economia, si mantiene tuttora su livelli superiori a quelli precedenti l'emergenza sanitaria. Gli elevati disavanzi pubblici e il conseguente fabbisogno di finanziamento accrescono il volume di titoli che deve essere assorbito dagli investitori privati[2]; il protrarsi di rendimenti più elevati incrementa a sua volta gli oneri di finanziamento del debito. Ciò acuisce l'attenzione degli investitori per l'evoluzione delle finanze pubbliche, con effetti al rialzo sul premio a termine e, di conseguenza, sui rendimenti.

[1] I premi a termine riportati nella figura per l'area dell'euro e per gli Stati Uniti non sono direttamente comparabili, poiché sono stimati a partire da strumenti finanziari differenti. Nell'area dell'euro la scomposizione è basata sui tassi OIS, il cui premio a termine riflette prevalentemente la compensazione richiesta dagli investitori per l'incertezza circa l'evoluzione futura dei tassi di interesse. Negli Stati Uniti la scomposizione è invece ottenuta dai rendimenti dei titoli del Tesoro, il cui premio a termine incorpora anche componenti riconducibili a caratteristiche specifiche dei titoli pubblici, quali la liquidità, la scarsità delle emissioni e il ruolo di attività rifugio.

[2] I cambiamenti nella composizione dei detentori del debito pubblico, con una maggiore presenza degli investitori esteri e una minore quota detenuta dalle banche centrali, possono inoltre incidere sulla dinamica dei rendimenti per effetto della diversa propensione al rischio degli investitori.

Un altro fattore che potrebbe aver contribuito al rialzo dei rendimenti nel periodo più recente è la crescente domanda di finanziamenti proveniente dal settore privato, in particolare dalle grandi imprese tecnologiche statunitensi. Nei primi otto mesi del 2026 l'offerta di titoli obbligazionari privati emessi in dollari dalle imprese statunitensi è cresciuta del 47 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, sostenuta in particolare dalle aziende impegnate nell'espansione delle infrastrutture fisiche e digitali necessarie allo sviluppo dell'intelligenza artificiale, le cosiddette *hyperscalers*[3]. In prospettiva, le cospicue emissioni di titoli privati, soprattutto sulle scadenze più lunghe, potrebbero accrescere la concorrenza con gli emittenti pubblici nei segmenti a maggiore durata, alimentando ulteriori pressioni al rialzo sui rendimenti dei titoli.

[3] Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro: *Il forte aumento della domanda globale di risorse di calcolo: impatti e rischi macrofinanziari*, in *Bollettino economico*, 1, 2026. Nei primi otto mesi dell'anno queste imprese hanno raccolto 157 miliardi di dollari (circa 196 se si considerano anche le obbligazioni emesse in valuta diversa dal dollaro), a fronte di 98 (113) miliardi nell'intero 2025. Le loro emissioni obbligazionarie in dollari in corso d'anno rappresentano il 19 per cento del totale di quelle delle imprese non finanziarie statunitensi. Per una recente analisi sulle condizioni di finanziamento delle *hyperscalers*, cfr. M. Albori e A. Zaghini, *Corporate bond pricing in the AI era*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1057, 2026.

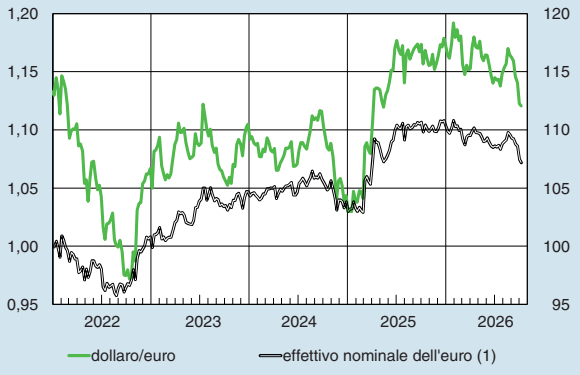
Da luglio i corsi azionari sono aumentati nelle principali economie avanzate (fig. 4.b). Negli Stati Uniti il rialzo è stato guidato dal settore tecnologico, sostenuto da solidi risultati societari. Le valutazioni azionarie, in relazione agli utili attesi, restano molto elevate e i mercati rimangono esposti a rischi di correzione, in un contesto caratterizzato da persistente incertezza geopolitica e da tassi di interesse crescenti. Permangono inoltre dubbi sulle prospettive di redditività del settore tecnologico, alla luce sia degli ingenti investimenti in infrastrutture, finanziati in misura sempre maggiore ricorrendo al debito e a obbligazioni contrattuali fuori bilancio, sia della crescente concorrenza di modelli di IA a più basso costo.

Rispetto a luglio il dollaro si è apprezzato nei confronti dell'euro (fig. 5). Dopo il calo osservato nel corso dell'estate, la valuta statunitense si è rafforzata dalla fine di agosto, riflettendo le attese di un inasprimento della politica monetaria da parte della Federal Reserve. Il dollaro resta invece deprezzato rispetto allo yen, per effetto degli interventi del Giappone a sostegno della propria valuta. Il prezzo dell'oro, dopo essere risalito ad agosto, si è successivamente ridotto in settembre, anche in connessione con l'aumento dei rendimenti a lungo termine che ne ha attenuato l'attrattività.

Figura 5

Tassi di cambio

(dati settimanali; dollari per 1 euro e indice)



Fonte: LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 2026.
(1) Indice: 1ª settimana gen. 2022=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento dell'euro. Scala di destra.

1.2 L'AREA DELL'EURO

Nel secondo trimestre dell'anno l'aumento del PIL dell'area dell'euro è stato sostenuto dalle esportazioni e dai consumi delle famiglie. Sulla base delle nostre stime, l'attività economica avrebbe continuato a crescere in estate, sospinta dai servizi. Dall'inizio del conflitto nel Golfo Persico il rialzo dell'inflazione al consumo ha riflesso principalmente l'andamento delle componenti energetiche; non sono emersi finora segnali di trasmissione dei rincari di petrolio e gas naturale alle altre voci dell'indice dei prezzi. Nella riunione di

settembre il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha innalzato i tassi ufficiali di 25 punti base. Da luglio sono saliti i rendimenti dei titoli pubblici e gli spread sovrani, mentre i corsi azionari si sono leggermente ridotti. Tra maggio e agosto la dinamica dei prestiti alle imprese si è rafforzata, anche a seguito di aumentate esigenze di liquidità; quella dei mutui alle famiglie si è mantenuta stabile.

Nel secondo trimestre del 2026 il PIL dell'area dell'euro, al netto del contributo altamente volatile del prodotto dell'Irlanda, è cresciuto dello 0,3 per cento, in linea con i trimestri precedenti (tav. 2)[3]**.** L'espansione è stata sostenuta prevalentemente dalla domanda estera e dai consumi delle famiglie, soprattutto di beni durevoli e semidurevoli e di servizi. Gli investimenti hanno ristagnato, riflettendo una lieve diminuzione della spesa in macchinari e attrezzature, in parte compensata da una moderata ripresa delle costruzioni dopo il calo nel primo trimestre. Il decumulo delle scorte ha sottratto 0,2 punti percentuali all'incremento del PIL, dopo il modesto apporto positivo nel periodo precedente, quando le scorte erano aumentate per fronteggiare i rischi di interruzione delle catene globali del valore connessi con la guerra in Medio Oriente.

Tavola 2

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

PAESI	Crescita del PIL			Inflazione
	2025	2026 1° trim. (1)	2026 2° trim. (1)	2026 settembre (2)
Francia	0,8	-0,2	0,0	3,4
Germania	0,2	0,4	0,3	3,3
Italia	0,6	0,3	0,2	(4,1)
Spagna	2,6	0,6	0,7	5,0
Area dell'euro al netto dell'Irlanda	1,0	0,3	0,3	....
Area dell'euro	1,2	0,0	0,6	(3,8)

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

Dal lato dell'offerta, i servizi hanno continuato a fornire impulso alla crescita, soprattutto quelli di supporto alle imprese. Anche la manifattura ha contribuito positivamente, sospinta in prevalenza dall'attività nei settori legati alla difesa e alla transizione energetica e digitale. Il valore aggiunto nelle costruzioni è salito, beneficiando dei piani di rinnovamento infrastrutturale in corso in diversi paesi dell'area dell'euro; il comparto residenziale si sarebbe indebolito.

Tra le principali economie dell'area, il PIL è cresciuto in misura moderata in Germania, sospinto dalle esportazioni nette, a fronte della debolezza sia dei consumi sia degli investimenti. L'attività è aumentata anche in Italia e, più marcatamente, in Spagna, dove il maggiore impulso ha continuato a provenire dai consumi privati. In Francia il prodotto ha ristagnato: la flessione degli investimenti e il contributo negativo delle scorte hanno compensato il sostegno della domanda estera e dei consumi delle famiglie.

Secondo le nostre valutazioni, nel terzo trimestre il PIL dell'area sarebbe aumentato in misura contenuta. Al netto della volatilità dei dati irlandesi, l'attività sarebbe cresciuta nei mesi estivi, trainata ancora dai servizi, specialmente quelli legati al turismo e alle attività di supporto alle imprese, tra cui i servizi di informazione e comunicazione[4] (fig. 6). Tali andamenti sono coerenti con le indicazioni desunte dalle inchieste della Commissione europea sulla fiducia delle imprese e dall'indice PMI dei

[3] In Irlanda la misura dell'attività economica è caratterizzata da brusche oscillazioni dovute anche alle pratiche di ottimizzazione del carico fiscale delle imprese multinazionali che vi hanno sede. Nel secondo trimestre il principale contributo alla crescita del PIL (10,2 per cento) è provenuto dal netto aumento delle esportazioni di beni riconducibili a queste imprese, in particolare nel comparto farmaceutico.

[4] In aggiunta all'incertezza legata alla situazione in Medio Oriente, rischi al ribasso delle stime di crescita potrebbero derivare dalle temperature estive particolarmente elevate, che potrebbero avere temporaneamente frenato l'attività dei cantieri e rallentato il trasporto fluviale, soprattutto in Germania.

servizi. La produzione manifatturiera si sarebbe indebolita, risentendo dei rincari energetici e delle difficoltà nell'approvvigionamento di input produttivi dovute al protrarsi del conflitto in Medio Oriente. In settembre l'indice PMI della manifattura è rimasto pressoché invariato sul livello elevato raggiunto in agosto, grazie in particolare al contributo favorevole della produzione corrente e dei nuovi ordini. A fronte di una diminuzione dell'indice generale, l'attività industriale nei comparti legati alla difesa e in quelli maggiormente coinvolti nella transizione energetica e digitale avrebbe continuato a espandersi.

I consumi delle famiglie avrebbero rallentato nel terzo trimestre, dopo essere aumentati dello 0,4 per cento nel secondo. Sulla fiducia dei consumatori continuano a pesare il rincaro dei beni energetici e le incertezze sul quadro geopolitico. Nei mesi estivi è salita la spesa per l'energia legata alle temperature eccezionalmente alte, compensata da un rallentamento dei consumi per gli altri beni e servizi.

Gli investimenti sarebbero tornati a espandersi. Il miglioramento della fiducia delle imprese produttrici di beni capitali e le valutazioni positive sui piani di investimento delle aziende indicano una ripresa dell'accumulazione di capitale. La transizione energetica e digitale, la spesa in difesa e i piani di rinnovamento infrastrutturale in corso nelle principali economie avrebbero sospinto la spesa in macchinari e attrezzature. La digitalizzazione avrebbe sostenuto anche l'accumulazione di beni immateriali, mentre gli investimenti in costruzioni sarebbero cresciuti a tassi contenuti.

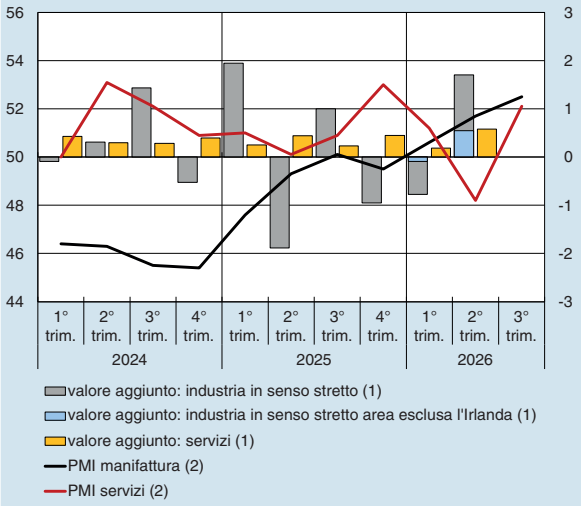
Il contributo della domanda estera netta alla crescita sarebbe stato pressoché nullo. L'aumento delle esportazioni, coerente con la dinamica positiva dei PMI sugli ordini dall'estero, del turismo e del traffico aereo, sarebbe stato compensato dall'incremento di entità comparabile delle importazioni.

Nella media dei mesi estivi l'indicatore €-coin, che misura la dinamica del prodotto al netto delle componenti più erratiche, si è collocato su valori positivi, prefigurando un'espansione contenuta dell'attività (fig. 7).

Figura 6

Valore aggiunto e indicatori PMI nell'area dell'euro

(dati trimestrali; variazioni percentuali)

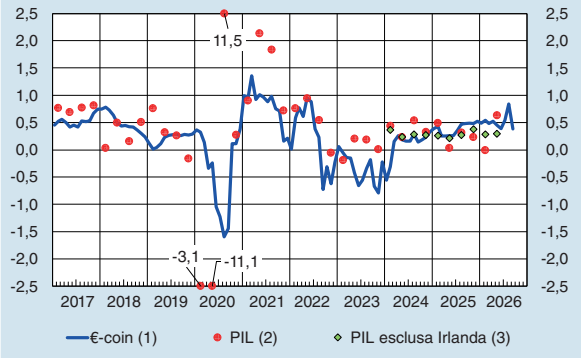


Fonte: Eurostat e Standard & Poor's Global Ratings.
(1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. Scala di destra. I dati al netto dell'Irlanda sono rappresentati solo per l'anno 2026. – (2) Medie trimestrali degli indici mensili di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Ogni indice è ottenuto sommando alla percentuale delle risposte "in aumento" la metà della percentuale delle risposte "stabile". Un valore superiore a 50 è compatibile con l'espansione nel comparto.

Figura 7

Indicatore ciclico (€-coin) e PIL dell'area dell'euro

(dati mensili e trimestrali; variazioni percentuali)



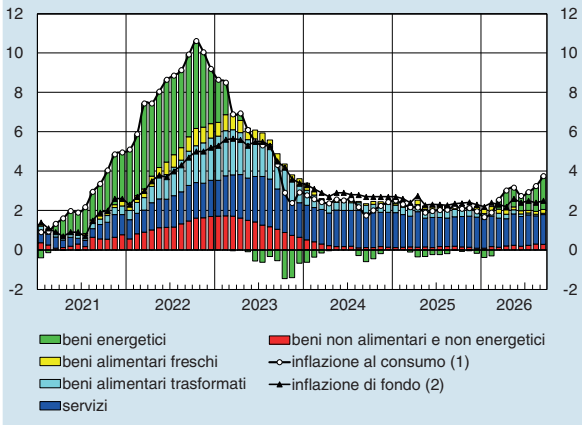
Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.
(1) Per €-coin, stime mensili della variazione del PIL sul trimestre precedente, depurata dalle componenti più erratiche. La metodologia di costruzione e i dati aggiornati dell'indicatore sono disponibili sul sito della Banca d'Italia: *Indicatore ciclico coincidente dell'economia dell'area dell'euro (€-coin)*. – (2) Per il PIL, dati trimestrali; variazioni sul trimestre precedente. – (3) Nella figura è riportata anche la variazione del PIL dell'area al netto dell'Irlanda, al fine di depurare la serie dall'estrema volatilità dei dati di questo paese, in larga parte non connessa con il ciclo economico europeo.

La BCE ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita dell'area dell'euro per l'anno in corso e per il successivo. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate in settembre[5] prefigurano un'espansione del PIL dello 0,9 per cento nel 2026, dell'1,4 nel 2027 e dell'1,5 nel 2028. Rispetto allo scorso giugno, le stime sono state riviste al rialzo di un decimo di punto percentuale per il 2026 e di 2 decimi per il 2027, riflettendo la buona tenuta dell'economia dell'area a fronte del conflitto in Medio Oriente.

L'inflazione è salita. Secondo le stime preliminari, in settembre l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è cresciuto del 3,8 per cento nel confronto con lo stesso mese dello scorso anno, dal 3,2 in agosto (fig. 8). L'aumento dell'inflazione continua a essere sospinto soprattutto dalla dinamica dei prodotti energetici. Il tasso di crescita dei prezzi della componente di fondo, che esclude i beni alimentari ed energetici, è marginalmente salito nell'ultimo mese, per via di un rialzo dell'inflazione dei servizi, a fronte di un calo di quella dei beni industriali non energetici. Nel complesso l'inflazione di fondo si è mantenuta sui livelli precedenti l'avvio del conflitto in Medio Oriente; non sono dunque finora emersi segnali di una trasmissione dello shock energetico alle componenti non energetiche. In settembre l'inflazione dei beni alimentari è aumentata, pur rimanendo su valori modesti.

Figura 8

Inflazione al consumo, contributi delle sue componenti e inflazione di fondo nell'area dell'euro
(dati mensili; variazioni percentuali e punti percentuali)



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

Il conflitto in Medio Oriente si sta riflettendo sui prezzi all'importazione, soprattutto dei beni intermedi, che in agosto sono ulteriormente cresciuti su base annua. Le tensioni geopolitiche si trasmettono anche ai prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno, la cui crescita, al netto della componente energetica, è salita in agosto al 3,4 per cento su base annua. In settembre l'indice PMI ha segnalato una accelerazione dei prezzi degli input sia nel comparto manifatturiero sia nei servizi; entrambi gli indici si sono collocati tuttavia su livelli inferiori al picco raggiunto nei mesi primaverili.

L'occupazione è rimasta stabile mentre le retribuzioni hanno rallentato. Nel trimestre primaverile il numero di occupati nell'area dell'euro è aumentato di appena lo 0,1 per cento rispetto al primo trimestre del 2026. Gli indicatori più recenti suggeriscono che l'occupazione si sia mantenuta nel complesso invariata anche nel bimestre luglio-agosto, espandendosi – tra i principali paesi – solo in Spagna.

Nel secondo trimestre le retribuzioni contrattuali dell'area dell'euro hanno rallentato al 2,5 per cento, un tasso di crescita inferiore di mezzo punto percentuale all'inflazione; la decelerazione è stata diffusa fra le maggiori economie con la sola eccezione della Spagna. Le retribuzioni di fatto sono salite del 3,3 per cento: il differenziale rispetto all'incremento delle retribuzioni contrattuali (*wage drift*) è rimasto positivo, sebbene si sia ridotto nel confronto con il primo trimestre; dovrebbe ulteriormente contrarsi nell'ultima parte dell'anno secondo le indicazioni provenienti

[5] Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della BCE: *Proiezioni macroeconomiche*, settembre 2026.

dal *wage tracker* e dall'ultimo esercizio previsivo della BCE[6]. Nel complesso, il rallentamento delle retribuzioni rifletterebbe anche il graduale indebolimento della domanda di lavoro, evidenziato dalla flessione del tasso di posti vacanti, in presenza di un tasso di disoccupazione sostanzialmente stabile (cfr. il riquadro: *Il mercato del lavoro dell'area dell'euro: indicazioni dai dati sui posti vacanti e sui flussi dei lavoratori*, in *Bollettino economico*, 3, 2026).

La BCE ha rivisto al rialzo le previsioni di inflazione per il prossimo biennio. Secondo le proiezioni formulate in settembre dagli esperti della BCE, l'inflazione si collocherà al 3,0 per cento nel 2026, al 2,5 nel 2027 e al 2,1 nel 2028. Rispetto all'esercizio previsivo di giugno, le stime sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2027 e di 0,1 per il 2028, riflettendo principalmente le attese di prezzi più alti delle materie prime energetiche. Per quanto riguarda l'inflazione di fondo, le proiezioni indicano che si collocherà al 2,5 per cento nel 2026, al 2,6 nel 2027 e al 2,3 nel 2028.

Le aspettative di inflazione nel breve periodo di famiglie e imprese restano elevate. In settembre le indagini condotte dalla Commissione europea e gli indicatori PMI hanno segnalato una risalita sia dell'inflazione attesa dai consumatori, sia delle variazioni previste dalle imprese sui propri prezzi di vendita. Sulla base della *Consumer Expectations Survey* della BCE, in agosto la mediana delle aspettative di inflazione al consumo delle famiglie a tre anni è aumentata lievemente, mentre quella a cinque anni si conferma sostanzialmente stabile.

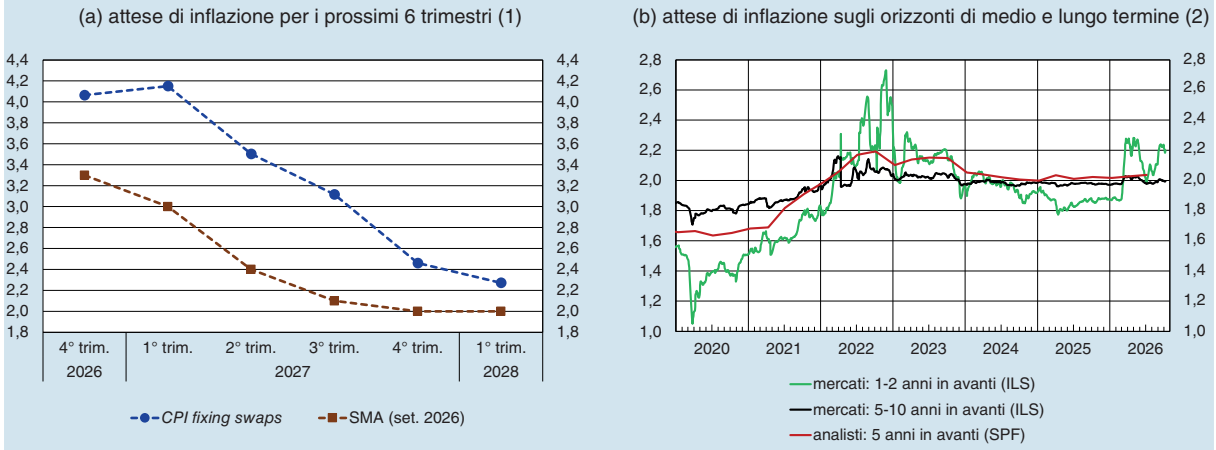
Mercati finanziari e analisti si attendono un'inflazione più alta nel breve termine, mentre le aspettative a medio e a lungo termine restano in linea con l'obiettivo. Dall'inizio di agosto le quotazioni dei contratti di *CPI fixing swap*[7] sono aumentate, in un contesto caratterizzato dal rincaro delle materie prime energetiche. All'inizio di ottobre tali contratti incorporavano attese di un rialzo dell'inflazione (fino al 4,0 per cento nel primo trimestre del 2027) e di una sua successiva rapida flessione (al 2,3 per cento nel primo trimestre del 2028). Secondo gli operatori intervistati alla fine di agosto dalla BCE nell'ambito della *Survey of Monetary Analysts* (SMA), l'inflazione si collocherebbe al 3,3 per cento al termine di quest'anno, per poi riportarsi in linea con l'obiettivo del 2 per cento dal terzo trimestre del 2027 (fig. 9.a). Dall'inizio di agosto le aspettative implicite nei contratti di *inflation-linked swap* (ILS) sull'orizzonte compreso tra uno e due anni in avanti sono tornate a salire e si attestano attualmente intorno al 2,2 per cento. Su orizzonti più lunghi, sia gli indicatori di mercato sia le indagini presso gli analisti continuano a segnalare attese di inflazione saldamente ancorate all'obiettivo della BCE (fig. 9.b). La distribuzione delle aspettative desunta dalla SMA segnala inoltre una valutazione sostanzialmente bilanciata dei rischi di inflazione nel lungo termine: la probabilità attribuita a un'inflazione inferiore all'1,5 per cento è di poco superiore al 10 per cento, un valore pressoché analogo a quello assegnato a un'inflazione superiore al 2,5 per cento.

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

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

Figura 9

Attese di inflazione nell'area dell'euro
(valori percentuali)

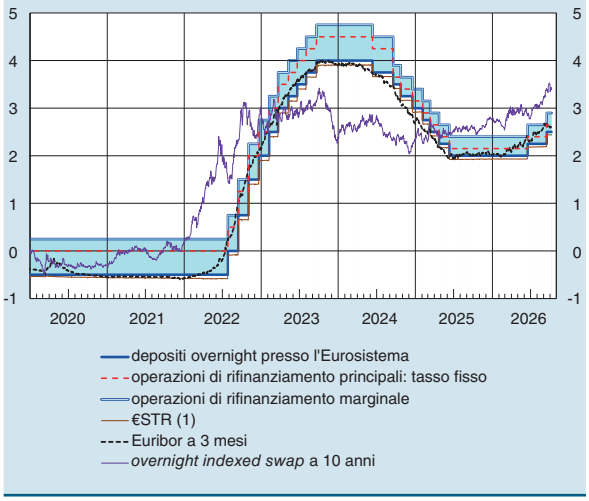


Fonte: BCE ed elaborazioni su dati Bloomberg. L'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 2026, se non diversamente specificato.
(1) Tassi di inflazione annuali attesi per i prossimi 6 trimestri, impliciti nei contratti di *CPI fixing swap* (il tasso di inflazione sottostante è calcolato sull'IPCA dell'area dell'euro al netto dei tabacchi) e mediana delle attese degli operatori intervistati dalla BCE nell'ambito della SMA condotta tra il 24 e il 26 agosto 2026. – (2) Tassi di inflazione attesi, impliciti nei contratti ILS con durata tra 1 e 2 anni in avanti e tra 5 e 10 anni in avanti depurati dalle componenti di rischio (cfr. F. Lilla e G. Zinna, *Survey-based daily estimates of inflation expectations and risk premia in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 991, 2025) e aspettative di inflazione sull'orizzonte a 5 anni in avanti desunte dall'indagine trimestrale presso i previsori professionali (*Survey of Professional Forecasters*, SPF; l'ultimo dato si riferisce a luglio 2026).

La BCE ha aumentato i tassi ufficiali. Nella riunione di settembre il Consiglio direttivo della BCE ha innalzato i tassi di riferimento di 25 punti base (fig. 10), portando il tasso sui depositi presso la banca centrale al 2,5 per cento; ha inoltre evidenziato come il conflitto in Medio Oriente continui a generare pressioni sull'inflazione, che dovrebbe mantenersi su livelli ben al di sopra dell'obiettivo per un periodo prolungato.

Figura 10

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

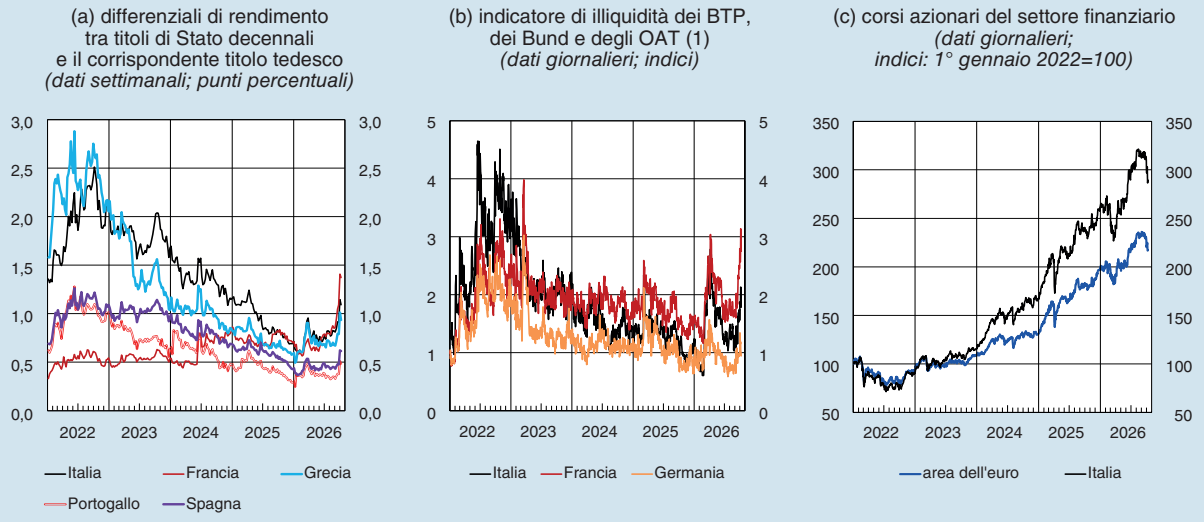


Fonte: BCE e LSEG. L'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 2026.
(1) Dal 1° ottobre 2019 lo Euro short-term rate (€STR) è il tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro.

I rendimenti dei titoli pubblici sono saliti. Da luglio i rendimenti dei titoli di Stato decennali dei principali paesi dell'area dell'euro sono aumentati in media di circa 70 punti base (cfr. fig. 4.a). I differenziali di rendimento rispetto al Bund tedesco si sono ampliati (fig. 11.a). L'incremento è stato più pronunciato in Francia, dove pesano l'incertezza politica e le preoccupazioni sulle prospettive di finanza pubblica. I differenziali dei titoli italiani, greci e spagnoli sono anch'essi aumentati, sebbene in misura più contenuta. Il differenziale del BTP decennale rispetto al Bund si colloca a 110 punti base. Le condizioni di liquidità sui mercati dei titoli pubblici sono peggiorate in Francia, soprattutto alla fine di settembre in corrispondenza della presentazione della proposta di legge di bilancio e, con minore intensità, in Italia e in Germania (fig. 11.b).

Figura 11

Indicatori del mercato dei titoli pubblici e corsi azionari



Fonte: LSEG, elaborazioni su dati Bloomberg e Tradeweb. L'ultimo dato si riferisce al 9 ottobre 2026, se non diversamente specificato.
(1) *Obligations assimilables du Trésor* (OAT). Per la metodologia di calcolo dell'indice, cfr. R. Poli e M. Taboga, *A composite indicator of sovereign bond market liquidity in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 663, 2021.

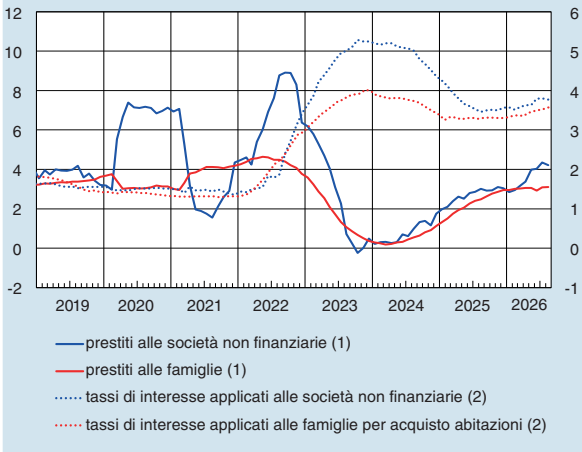
Le quotazioni azionarie si sono ridotte. Dall'inizio di luglio l'indice azionario dell'area dell'euro è leggermente sceso (cfr. fig. 4.b). A fronte di flessioni osservate in quasi tutti i comparti, più marcate nei settori dei beni non essenziali (*consumer discretionary*) e delle telecomunicazioni, gli indici dei comparti energetico e tecnologico sono invece cresciuti. Il mercato azionario italiano ha mostrato una flessione più intensa rispetto a quella dell'area, anche per effetto del calo nel settore finanziario (fig. 11.c).

Il costo del credito è aumentato per imprese e famiglie. Tra maggio e agosto i tassi di interesse sui nuovi mutui alle famiglie e sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono saliti rispettivamente di 12 e di 14 punti base; per queste ultime l'incremento del costo del credito dall'avvio del conflitto è stato di 26 punti base (fig. 12), all'incirca la metà di quello osservato nello stesso periodo per il tasso di interesse di mercato a breve termine.

La crescita dei prestiti alle aziende si è rafforzata. In agosto il tasso di variazione del credito alle società non finanziarie nell'area dell'euro è salito al 4,2 per cento su base annua. All'accelerazione hanno contribuito sia i finanziamenti con durata originaria inferiore all'anno, in relazione alle maggiori esigenze di liquidità conseguenti ai rincari energetici, sia quelli a più lungo termine,

Figura 12

Prestiti e tassi di interesse nell'area dell'euro
(dati mensili)



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

in linea con la ripresa della domanda di credito per investimenti. La crescita dei prestiti si è rafforzata in Italia (cfr. il paragrafo 2.7) e in Spagna, mentre è rimasta invariata in Francia, dove continua a essere vivace, e in Germania, dove invece si mantiene debole.

Gli intermediari hanno irrigidito i criteri di offerta del credito alle imprese. Nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*, BLS)[8] relativa al secondo trimestre dell'anno, gli intermediari hanno segnalato un moderato inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle aziende. Vi hanno contribuito soprattutto i maggiori rischi percepiti e la minore tolleranza al rischio da parte delle banche, anche in connessione con gli sviluppi geopolitici ed energetici. La domanda di credito delle imprese è lievemente aumentata, soprattutto per le maggiori esigenze di finanziamento per scorte e capitale circolante e per investimenti fissi.

Il credito alle famiglie continua a espandersi a un ritmo moderato. In agosto la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta stabile nell'area; tra i principali paesi, si è lievemente rafforzata solo in Italia. Le banche partecipanti alla BLS segnalano che nel secondo trimestre il peggioramento della fiducia dei consumatori, il rialzo dei tassi di interesse e il deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare hanno contribuito a frenare la domanda di mutui. I criteri di offerta sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono stati irrigiditi, in special modo per effetto della minore tolleranza al rischio e dell'aumento dei rischi percepiti.

Il totale dei finanziamenti relativi ai piani nazionali di ripresa e resilienza ha raggiunto 450 miliardi di euro. Dallo scorso luglio sono stati erogati oltre 20 miliardi in finanziamenti connessi con i piani dei singoli Stati membri. Entro la fine del 2026, in corrispondenza con la conclusione del programma *Next Generation EU*, saranno versate le ultime rate del dispositivo, per un ammontare di 123 miliardi. Nell'ambito di queste erogazioni finali, l'Italia riceverebbe una rata pari a 28,4 miliardi.

[8] Per maggiori informazioni, cfr. BCE, *July 2026 euro area bank lending survey*, comunicato stampa del 21 luglio 2026.

2 L'ECONOMIA ITALIANA

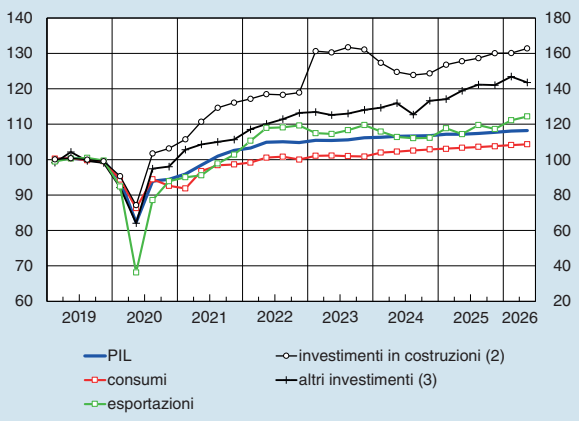
2.1 LA FASE CICLICA

Nel secondo trimestre del 2026 il PIL dell'Italia ha continuato a crescere, sospinto dalla domanda interna. Nel terzo, sulla base delle nostre valutazioni, l'attività economica avrebbe rallentato lievemente in un contesto di moderazione del reddito disponibile reale.

Nel secondo trimestre dell'anno in Italia è proseguita l'espansione del prodotto. L'attività economica è aumentata dello 0,2 per cento (0,3 nei tre mesi precedenti; fig. 13 e tav. 3). I consumi delle famiglie hanno continuato a crescere, soprattutto quelli di servizi e beni durevoli; gli acquisti di questi ultimi sono stati ancora favoriti dalle agevolazioni per i veicoli a basse emissioni. Gli investimenti hanno rallentato, risentendo della flessione della spesa per macchinari e attrezzature, che nei primi mesi dell'anno era stata sostenuta dagli incentivi fiscali rivolti rispettivamente alle piccole e medie imprese per l'acquisto di veicoli commerciali leggeri e alle imprese di autotrasporto per l'acquisto di mezzi pesanti. Gli investimenti in costruzioni hanno ripreso a crescere, trainati dal comparto dell'edilizia non residenziale, in cui si è mantenuta significativa la spesa per la realizzazione dei progetti del *Piano nazionale di ripresa e resilienza* (PNRR). È proseguita l'accumulazione di beni immateriali, favorita dalla transizione digitale. La domanda estera netta ha fornito un apporto negativo alla dinamica del prodotto.

Figura 13

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



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

Il valore aggiunto ha continuato ad aumentare nei servizi. L'attività nel terziario è stata sostenuta soprattutto dai settori coinvolti nei processi di transizione energetica e digitale, tra cui quelli di informazione e comunicazione e di consulenza scientifica e professionale. Un contributo positivo sarebbe inoltre provenuto dai comparti connessi con il turismo. Il valore aggiunto è invece diminuito nell'industria in senso stretto, nonostante il modesto incremento della produzione, riconducibile principalmente all'accumulo di scorte di prodotti finiti per far fronte ai rischi di approvvigionamento degli input produttivi generati dal conflitto in Medio Oriente (cfr. il paragrafo 2.2).

Nei mesi estivi l'attività avrebbe rallentato. I consumi delle famiglie avrebbero frenato, sebbene dalle inchieste qualitative siano emersi giudizi più favorevoli rispetto al trimestre precedente sulla situazione economica generale e personale (cfr. il paragrafo 2.3), in un contesto di debolezza del reddito reale disponibile. A sostenere l'attività economica avrebbero contributo i progetti finanziati dal PNRR ancora in corso di realizzazione nel comparto delle opere pubbliche, gli investimenti legati

alla difesa e alla transizione energetica e digitale, nonché la ripresa di alcuni settori manifatturieri in Germania, tra cui elettronica ed elettrotecnica, caratterizzati da forti interconnessioni con l'industria italiana[1]. L'accumulazione di capitale sarebbe aumentata in misura modesta, a causa della perdurante incertezza internazionale e del rincaro dei prezzi delle materie prime energetiche (cfr. il paragrafo 2.6). L'apporto della domanda estera netta all'espansione dell'attività economica sarebbe stato pressoché nullo (cfr. il paragrafo 2.4).

Tavola 3

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

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

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

Secondo le nostre proiezioni macroeconomiche di ottobre, a parità di giornate lavorative, il PIL aumenterà dello 0,9 per cento quest'anno, dello 0,7 nel prossimo e dello 0,8 nel 2028 (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana pubblicate in ottobre*).

LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ECONOMIA ITALIANA PUBBLICATE IN OTTOBRE

La Banca d'Italia ha pubblicato le proiezioni per l'economia italiana relative al periodo 2026-28[1]. Il quadro previsivo resta fortemente condizionato dall'evoluzione della crisi in Medio Oriente e dalle sue ripercussioni sui prezzi delle materie prime.

Nelle previsioni[2] si ipotizza che i prezzi del greggio e del gas naturale, desunti dalle quotazioni dei contratti futures, rimangano elevati fino ai primi mesi del prossimo anno, per poi attenuarsi nel corso

[1] Per maggiori dettagli, cfr. Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 16 ottobre 2026.
[2] Riguardo ai prezzi delle materie prime e ai tassi di interesse, le ipotesi sottostanti hanno natura tecnica e riflettono gli andamenti impliciti nelle quotazioni di mercato disponibili al 9 ottobre.

[1] Per approfondimenti, cfr. M. Flaccadoro, *The recent weakness in the German manufacturing sector*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 902, 2024.

del tempo. I tassi di interesse salgono su tutte le scadenze, con un conseguente graduale incremento dei costi di finanziamento per famiglie e imprese lungo tutto l'orizzonte di previsione. Il commercio mondiale si rafforza progressivamente, riflettendo l'ipotesi di un graduale dissolversi dell'incertezza e il proseguimento della fase espansiva degli investimenti riconducibili all'intelligenza artificiale. Lo scenario incorpora le informazioni sull'andamento della finanza pubblica contenute nel *Documento programmatico di finanza pubblica 2026* (DPFP 2026) approvato il 2 ottobre dal Consiglio dei ministri.

Sulla base di queste ipotesi, si stima che il PIL dell'Italia cresca dello 0,9 per cento nel 2026, dello 0,7 nel 2027 e dello 0,8 nel 2028 (tavola); al netto della correzione per le giornate lavorative, l'aumento nei tre anni sarebbe rispettivamente dell'1,0, dello 0,7 e dello 0,6 per cento. Nella seconda metà dell'anno in corso e nella prima del 2027 la spesa delle famiglie risentirebbe principalmente dei forti rincari dei prodotti energetici sui mercati internazionali; riprenderebbe vigore in seguito, con l'attenuarsi degli effetti legati alla crisi mediorientale. L'incremento dei costi di finanziamento inciderebbe sui piani di investimento delle imprese, soprattutto nell'ultimo anno del periodo di previsione. La crescita delle esportazioni sarebbe sostenuta dal rafforzamento degli scambi internazionali; risulterebbe inferiore a quella della domanda estera potenziale, in parte trainata dalla filiera dei beni ad alta tecnologia, alla quale l'Italia partecipa in misura ancora limitata. L'occupazione continuerebbe ad aumentare a un ritmo moderato e il tasso di disoccupazione rimarrebbe pressoché stabile lungo l'orizzonte previsivo, su livelli intorno al 6 per cento. L'inflazione al consumo salirebbe al 3,2 per cento quest'anno, raggiungendo un picco nel quarto trimestre, sospinta dalla componente energetica; scenderebbe al 2,4 nel 2027 e all'1,7 nel 2028. Al netto dei beni energetici e alimentari, l'incremento dei prezzi al consumo si collocherebbe intorno al 2 per cento lungo l'intero orizzonte previsivo.

Tavola

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

VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Banca d'Italia (ottobre)	0,9	0,7	0,8	3,2	2,4	1,7
FMI (ottobre)	0,8	0,6	–	3,3	2,8	–
OCSE (settembre)	0,9	0,6	–	3,0	2,6	–
Commissione europea (maggio)	0,5	0,6	–	3,2	1,8	–
MEF quadro programmatico (ottobre)	1,0	0,8	0,9	3,0	2,3	1,6
MEF quadro tendenziale (ottobre)	1,0	0,6	0,8	3,0	2,3	1,6
UPB (agosto)	0,9	0,6	–	3,1	2,3	–
per memoria: Banca d'Italia (giugno)	0,5	0,4	0,9	3,1	2,0	1,9

Fonte: Banca d'Italia, *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana*, 16 ottobre 2026 e *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 12 giugno 2026; FMI, *World Economic Outlook. Resilience Under Strain, Urgent Choices*, ottobre 2026 (le previsioni per il 2028 sono disponibili in World Economic Outlook Database); OCSE, *OECD Economic Outlook, Interim Report. Weathering Successive Shocks*, settembre 2026; Commissione europea, *European Economic Forecast. Spring 2026*, maggio 2026; Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), *Documento programmatico di finanza pubblica 2026*, ottobre 2026; Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), *Nota sulla congiuntura*, agosto 2026.
(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia e dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative. Senza questa correzione, nelle nostre previsioni il PIL crescerebbe dell'1,0 per cento nel 2026, dello 0,7 nel 2027 e dello 0,6 nel 2028. – (2) Misurata sull'IPCA. Le previsioni dell'UPB sono riferite al deflatore dei consumi.

Rispetto alle proiezioni pubblicate lo scorso giugno, le stime di crescita sono state riviste al rialzo di 0,4 punti percentuali nel 2026, di 0,3 nel 2027, e al ribasso di 0,1 punti percentuali nel 2028. La revisione al rialzo per l'anno in corso riflette un impatto del conflitto in Medio Oriente meno

marcato di quanto atteso in giugno, con effetti di trascinamento positivi anche per il 2027. Per quest'ultimo anno, alla revisione positiva contribuirebbero inoltre le maggiori spese per la difesa e la sicurezza energetica previste nel DPFP 2026. Le previsioni di inflazione sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali nell'anno in corso e di 0,4 nel prossimo, soprattutto a causa dei prezzi più alti delle materie prime e dei prodotti petroliferi raffinati; per il 2028 sono state corrette al ribasso di 0,2 punti percentuali, per via di effetti base negativi più marcati legati alla riduzione delle quotazioni energetiche. Per il biennio 2026-27 le proiezioni di crescita e inflazione riportate in questo riquadro sono simili a quelle formulate più di recente dai principali previsori istituzionali.

L'incertezza che circonda tali proiezioni rimane elevata. Il protrarsi delle ostilità tra Stati Uniti e Iran, alimentando ulteriormente l'incertezza geopolitica e sospingendo i prezzi dei beni energetici, potrebbe determinare un'inflazione ancora più alta e persistente e indebolire le prospettive di crescita. L'attività economica potrebbe inoltre risentire sia di un irrigidimento delle condizioni finanziarie – in connessione con nuovi aumenti dei rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine sui mercati internazionali – sia di ricadute negative sul commercio mondiale e sulle valutazioni azionarie derivanti da un possibile rallentamento degli investimenti legati all'intelligenza artificiale e da un peggioramento delle prospettive reddituali delle imprese operanti nel settore. Per contro, una crescita più sostenuta potrebbe derivare da una risoluzione del conflitto mediorientale.

2.2 LE IMPRESE

Nel secondo trimestre la crescita economica è stata sostenuta dall'espansione dei servizi e delle costruzioni. Nei mesi estivi il valore aggiunto nell'industria in senso stretto avrebbe sostanzialmente ristagnato, con notevoli differenze tra i settori. L'attività nelle costruzioni si sarebbe ridotta, anche per effetto delle elevate temperature che avrebbero frenato l'operatività nei cantieri. Sarebbe invece proseguita la fase espansiva nei servizi, soprattutto nei comparti di informazione e comunicazione e nel turismo. Gli investimenti sarebbero aumentati in misura più contenuta, risentendo dell'incertezza connessa con il conflitto in Medio Oriente.

Nel secondo trimestre il valore aggiunto e il fatturato dell'industria sono diminuiti, a fronte dell'incremento, seppure modesto, della produzione industriale (figg. 14.a e 14.b)**.** Quest'ultimo è in parte dovuto all'accumulo di scorte di prodotti finiti per assicurare continuità nelle forniture in caso di interruzioni delle catene globali del valore legate agli sviluppi geopolitici. La produzione è rimasta su livelli particolarmente elevati nei settori collegati alla difesa e alla transizione digitale. Il forte calo delle importazioni di carburanti dai paesi del Golfo Persico ha sospinto la ripresa della produzione nell'industria petrolchimica e in quella della raffinazione del nostro paese, aumentata di circa il 10 per cento rispetto ai tre mesi precedenti. Anche nell'industria automobilistica l'attività è nuovamente cresciuta, in parte sostenuta dagli incentivi per l'acquisto di veicoli a basse emissioni. È invece proseguita la debolezza nei comparti tradizionali, in particolare dell'abbigliamento, del mobile e del tessile; gli acquisti di questi prodotti possono essere facilmente rinviati e risentono più di altri del clima di incertezza[2].

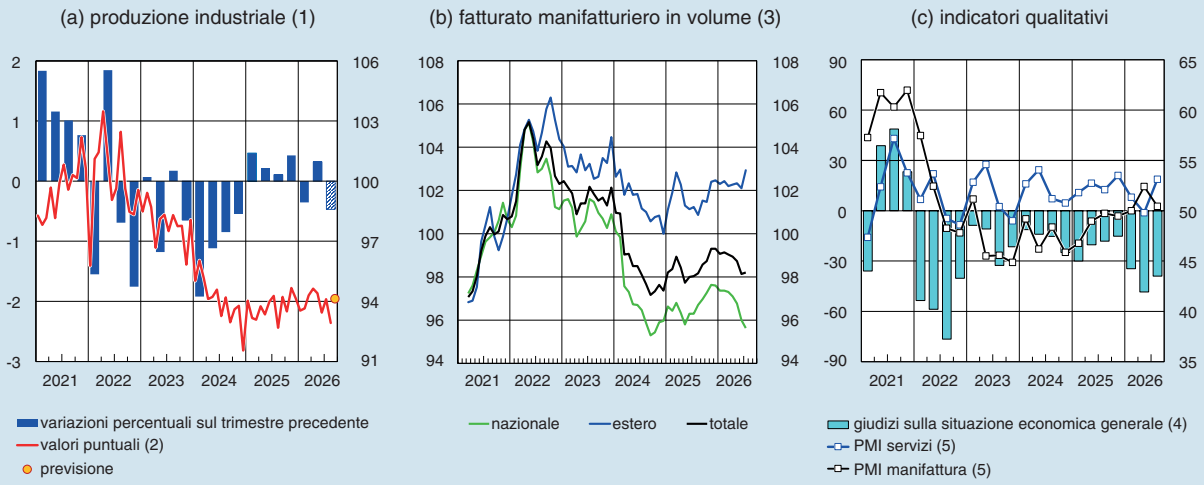
L'attività ha continuato a espandersi nel terziario ed è tornata a crescere nelle costruzioni. Nel secondo trimestre l'espansione nei servizi è stata trainata soprattutto dai settori maggiormente coinvolti nei processi di trasformazione digitale ed energetica, come quelli di informazione e comunicazione e di consulenza scientifica e professionale, proseguendo la tendenza in atto dal 2025. Un contributo positivo è provenuto anche dalle attività legate al turismo, che hanno risentito in maniera limitata del conflitto e dei rischi connessi di blocco del traffico aereo (cfr. il riquadro: *I recenti sviluppi del*

[2] F. Corsello, A. Foschi, M. Fruzzetti e M. Riggi, *Household consumption in Italy: basket composition and responsiveness to macroeconomic shocks*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1044, 2026.

comparto turistico in Italia). Dopo il ristagno nel primo trimestre, il valore aggiunto nelle costruzioni è tornato a salire, supportato dall'attività nel settore non residenziale.

Figura 14

Produzione industriale, fatturato manifatturiero e indicatori qualitativi nell'industria e nei servizi
(dati trimestrali, se non diversamente specificato)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Standard & Poor's Global Ratings e Terna.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. Il cerchio giallo rappresenta la previsione per settembre 2026, l'ultima barra indica quella per il 3° trimestre 2026. – (2) Dati mensili. Indice: 2021=100. Scala di destra. – (3) Dati mensili, volumi, media mobile di tre mesi terminante nel mese di riferimento. Indice: 2021=100. – (4) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 ottobre 2026). – (5) Dati trimestrali medi. Indici di diffusione relativi all'attività economica nel settore. Scala di destra.

I RECENTI SVILUPPI DEL COMPARTO TURISTICO IN ITALIA

Il turismo è la principale voce delle esportazioni italiane di servizi, delle quali nel 2025 rappresentava il 38 per cento a prezzi correnti; costituisce inoltre l'unica componente dei servizi a generare strutturalmente un avanzo con l'estero ampio e persistente, intorno all'1 per cento del PIL[1].

Nei primi mesi del 2026 la spesa dei viaggiatori stranieri in Italia è cresciuta in misura significativa rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, anche grazie agli arrivi in occasione dei Giochi olimpici invernali[2]. Dopo una modesta flessione in marzo con l'avvio del conflitto in Medio Oriente, le entrate turistiche sono tornate rapidamente a salire (figura, pannello a); nel complesso della prima metà dell'anno sarebbero aumentate del 4,4 per cento.

L'impatto della crisi mediorientale sui flussi turistici è stato attenuato soprattutto da tre fattori. In primo luogo, il rialzo delle tariffe aeree è stato contenuto, nonostante i rincari dei prodotti energetici.

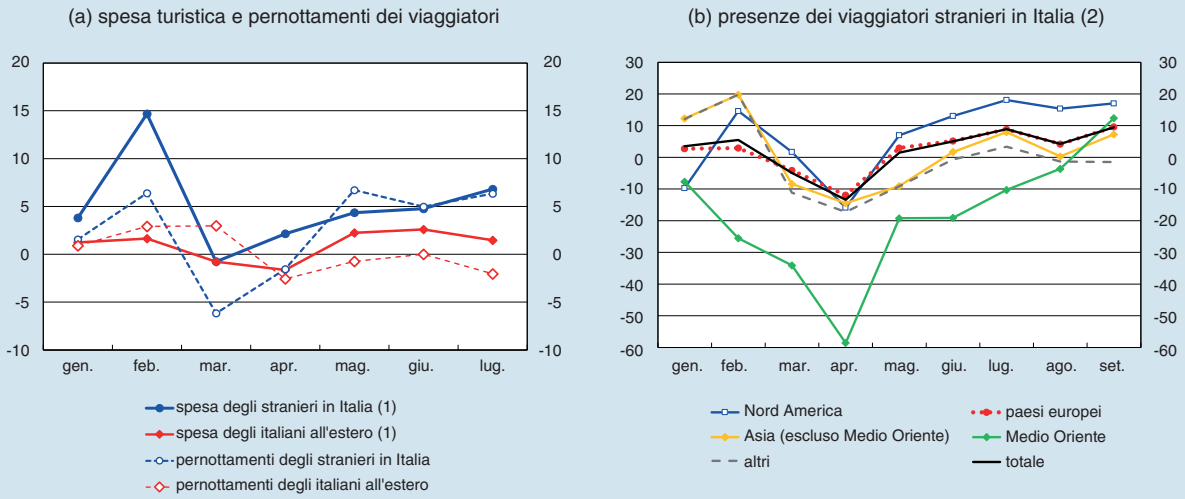
[1] L'unico altro settore del terziario in surplus significativo è quello dei servizi di lavorazione per conto terzi (pari allo 0,2 per cento del PIL nel 2025). Negli altri maggiori paesi dell'Unione europea il saldo della voce "viaggi" nel 2025 era pari, in rapporto al PIL, al 4,2 per cento in Spagna, allo 0,7 in Francia e a -1,7 in Germania. In Italia la voce è in avanzo dal 1947; cfr. E. Tosti, *La ricostruzione della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia (1945-1969)*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 694, 2022.

[2] La spesa riconducibile ai viaggiatori arrivati per assistere alle Olimpiadi sarebbe di circa 0,4 miliardi di euro; cfr. V. Amato (a cura di), *Un'analisi dei flussi turistici internazionali connessi con i Giochi Olimpici Invernali del 2026*, Banca d'Italia, Statistiche. Metodi e fonti: approfondimenti, 28 agosto 2026.

Figura

Turismo internazionale in Italia nel 2026

(variazioni percentuali sullo stesso periodo dell'anno precedente)



Fonte: per il pannello (a), elaborazioni su dati Banca d'Italia; per il pannello (b), elaborazioni su dati di telefonia mobile.
(1) Spesa a prezzi correnti. – (2) L'area del Nord America comprende: Bermuda, Canada, Groenlandia, Saint-Pierre e Miquelon, Stati Uniti. L'area dei paesi europei comprende: paesi dell'Unione europea, Albania, Andorra, Bielorussia, Bosnia ed Erzegovina, Fær Øer, Gibilterra, Guernsey, Islanda, Isola di Man, Jan Mayen, Jersey, Kosovo, Liechtenstein, Macedonia del Nord, Moldavia, Monaco, Montenegro, Norvegia, Regno Unito, Russia, Serbia, San Marino, Svalbard, Svizzera, Turchia, Ucraina. L'area dell'Asia (escluso il Medio Oriente) comprende: Afghanistan, Armenia, Azerbaigian, Bangladesh, Bhutan, Brunei, Cambogia, Cina, Corea del Nord, Corea del Sud, Filippine, Georgia, Giappone, Hong Kong, India, Indonesia, Kazakistan, Kirghizistan, Laos, Macao, Malaysia, Maldive, Mongolia, Myanmar, Nepal, Pakistan, Singapore, Sri Lanka, Tagikistan, Taiwan, Territorio britannico dell'Oceano Indiano (incluse le Isole Chagos), Thailandia, Timor Est, Turkmenistan, Uzbekistan, Vietnam. L'area del Medio Oriente comprende: Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Giordania, Iran, Iraq, Israele, Kuwait, Libano, Oman, Qatar, Siria, territori palestinesi (Cisgiordania e Striscia di Gaza), Yemen.

In secondo luogo, gli arrivi dall'Europa (a cui sono riconducibili i due terzi delle entrate turistiche) e dal Nord America non hanno risentito sensibilmente del conflitto, a causa della distanza dell'Italia dalle aree coinvolte; sulla base dei dati di telefonia mobile, il calo delle presenze dei viaggiatori europei e nordamericani all'avvio delle ostilità è stato modesto, mentre il successivo recupero è risultato rapido e deciso (figura, pannello b). Infine, il flusso dei turisti che provengono dal Medio Oriente o che comunque transitano per gli hub aeroportuali della regione incide in maniera limitata sul totale: in particolare, nel 2025 il peso degli introiti turistici riconducibile ai viaggiatori provenienti dal Medio Oriente era pari al 2,5 per cento del totale, mentre quello relativo ai viaggiatori provenienti dal resto dell'Asia era del 6,4 e quello dei viaggiatori dall'Oceania del 2,4 per cento.

I dati di telefonia mobile suggeriscono un incremento nelle presenze dei viaggiatori esteri anche nel terzo trimestre, periodo in cui tipicamente si concentra una quota rilevante delle esportazioni di servizi turistici[3].

Per quanto riguarda i turisti italiani, la spesa per viaggi all'estero nei primi sette mesi del 2026 sarebbe aumentata dell'1,0 per cento rispetto all'anno precedente (figura, pannello a). Allo stesso tempo non si è osservata una crescita del turismo domestico. Secondo l'indagine dell'Istat relativa al *Movimento dei clienti negli esercizi ricettivi*, nei primi otto mesi dell'anno il numero dei pernottamenti dei residenti sul territorio nazionale sarebbe rimasto sostanzialmente stazionario. L'espansione del comparto sarebbe quindi stata sostenuta interamente dai viaggiatori stranieri.

[3] Gli introiti rilevati tra luglio e settembre rappresentano circa il 38 per cento del totale del 2025.

Sulla base di un ampio insieme di indicatori, il quadro del settore dell'accoglienza nei mesi estivi risulterebbe complessivamente positivo. In particolare, secondo nostre stime[4], la spesa per alloggio e ristorazione – principale componente della spesa turistica – sarebbe leggermente aumentata, contribuendo a sostenere il PIL nel terzo trimestre.

[4] Le stime tengono conto non solo degli introiti da flussi turistici internazionali, ma anche degli indicatori sui pernottamenti, del traffico aereo e autostradale, delle indicazioni sui consumi di Confcommercio, nonché degli indicatori qualitativi sulla fiducia delle imprese.

Gli investimenti hanno continuato a espandersi. Nel comparto dell'ingegneria civile e dei lavori specializzati gli investimenti sono nettamente cresciuti, ancora sostenuti dal PNRR, mentre quelli in abitazioni si sono ridotti. Tra le componenti diverse dalle costruzioni è proseguito l'incremento degli investimenti in beni immateriali. Questi ultimi continuano ad aumentare da oltre due anni e la loro incidenza sul PIL è salita al 3,4 per cento (dal 3,2 nel 2023); rispetto agli altri investimenti, sono meno sensibili al ciclo economico e più reattivi agli incentivi all'innovazione e alle trasformazioni strutturali dell'economia[3]. Sono invece diminuiti gli investimenti in macchinari e attrezzature, soprattutto nella componente dei mezzi di trasporto, i cui acquisti erano fortemente cresciuti nel primo trimestre grazie al sostegno fiscale per il rinnovo del parco dei veicoli commerciali.

Nel terzo trimestre il valore aggiunto nell'industria avrebbe sostanzialmente ristagnato; la produzione si sarebbe indebolita. Tali andamenti sono in linea con le indicazioni del PMI del settore manifatturiero, che nella media del trimestre estivo si è ridotto per effetto dell'esaurirsi dell'accumulo precauzionale di scorte di prodotti finiti (fig. 14.c). Dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* della Banca d'Italia condotta tra agosto e settembre emergono giudizi lievemente sfavorevoli sulla domanda corrente nell'industria in senso stretto, a fronte di prospettive positive sulla dinamica delle vendite. Dalle più recenti indagini dell'Istat provengono tuttavia segnali più favorevoli sulla produzione, in parte riconducibili alla ripresa di alcuni comparti dell'industria tedesca, tra cui quelli dell'elettronica, dell'elettrotecnica e della difesa, fortemente integrati con la manifattura italiana; indicazioni coerenti con questo quadro emergono dal sondaggio sullo stato della congiuntura a livello regionale condotto dalle Filiali della Banca d'Italia.

Sarebbe proseguito il buon andamento dei servizi. Nei mesi estivi l'indice PMI relativo all'attività corrente è migliorato, raggiungendo il livello più alto dallo scorso dicembre. Le aziende dei servizi intervistate nelle inchieste della Banca d'Italia continuano a formulare giudizi positivi sulla domanda corrente e sugli ordini futuri. Secondo le indagini dell'Istat, in settembre l'indicatore del clima di fiducia è lievemente diminuito rispetto ad agosto, ma rimane comunque superiore a quello del secondo trimestre; sono ancora saliti gli indici relativi alle attese di nuovi ordini per le attività legate a turismo, logistica, informazione e comunicazione.

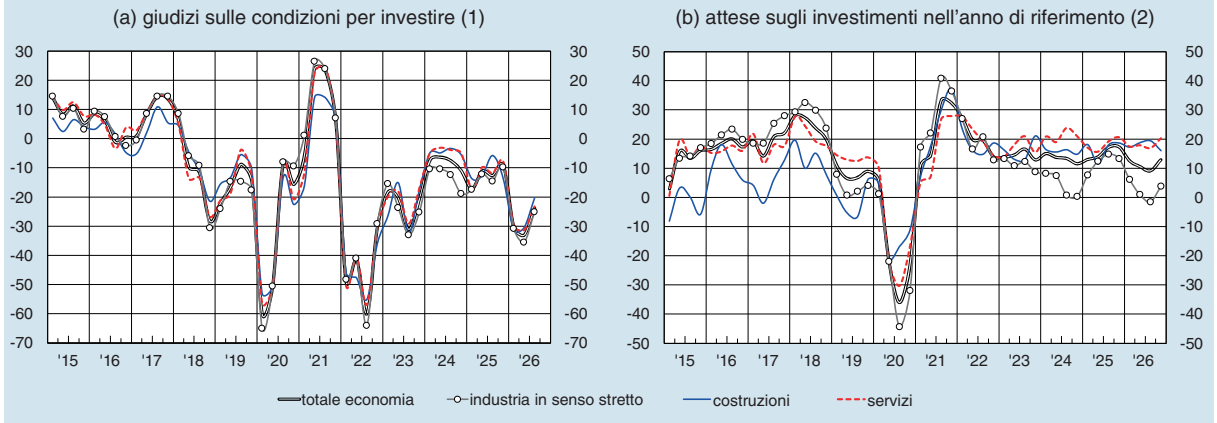
L'attività si sarebbe ridotta nelle costruzioni. Nel terzo trimestre il settore avrebbe risentito delle alte temperature, che avrebbero frenato i lavori nei cantieri. Dall'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* i giudizi delle imprese del settore sulla situazione economica generale si sono mantenuti sfavorevoli, nonostante quelli sulla domanda continuino a essere leggermente positivi, in linea con la rilevazione precedente; le prospettive sulle condizioni operative restano negative, seppure in miglioramento.

[3] T. Ropele e G. Zevi, *Investment dynamics in the euro area: drivers, composition, and cross-country differences*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 1059, 2026.

L'accumulazione di capitale avrebbe continuato a espandersi, anche se in misura più contenuta rispetto alla prima parte dell'anno. Al persistente apporto positivo dei fattori strutturali legati alla transizione energetica e digitale si sarebbero contrapposti gli effetti negativi dei rincari energetici e le attese sia di irrigidimento delle condizioni di offerta del credito, sia di indebolimento della domanda causati dalle perduranti tensioni in Medio Oriente. Le indagini della Banca d'Italia presso le imprese segnalano un'espansione dei programmi di accumulazione di capitale per il complesso del 2026, nonostante le condizioni per investire siano ritenute ancora sfavorevoli (fig. 15).

Figura 15

Giudizi sulle condizioni per investire e attese sulla spesa per investimenti
(dati trimestrali; punti percentuali)



Fonte: *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 ottobre 2026.
(1) Saldi tra giudizi di miglioramento e di peggioramento rispetto al trimestre precedente. – (2) Saldi tra attese di aumento e di diminuzione rispetto all'anno precedente. La prima indicazione delle attese sull'anno di riferimento viene rilevata nel 4° trimestre dell'anno precedente.

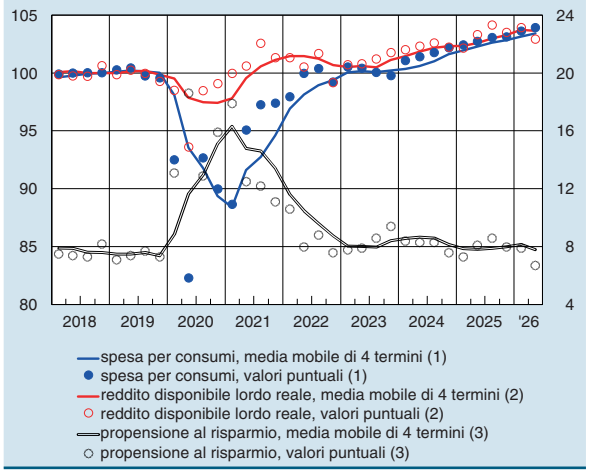
2.3 LE FAMIGLIE

Nel secondo trimestre i consumi delle famiglie sono cresciuti nonostante il calo dei redditi reali; il tasso di risparmio è diminuito. Nei mesi estivi i consumi avrebbero continuato ad aumentare, seppure a un ritmo più contenuto, risentendo dei rincari energetici e della cautela nelle decisioni di acquisto delle famiglie.

I consumi delle famiglie sono saliti in primavera. L'espansione ha riguardato principalmente la spesa per servizi, salita per il secondo trimestre consecutivo, e quella per beni durevoli, in parte sospinta dagli incentivi per l'acquisto di veicoli a bassa emissione. Sono tornati a crescere gli acquisti di beni semidurevoli, mentre quelli di beni non durevoli hanno ristagnato. Il reddito disponibile è diminuito in termini reali e il tasso di risparmio è sceso (fig. 16).

Figura 16

Consumi, reddito e propensione al risparmio
(dati trimestrali destagionalizzati; numeri indice e valori percentuali)



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

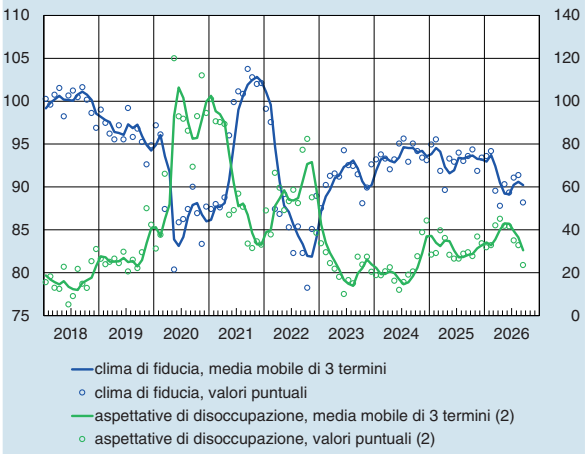
Nei mesi estivi i consumi sarebbero ancora aumentati, seppure in misura più contenuta rispetto al secondo trimestre. L'indice del clima

di fiducia dei consumatori è leggermente risalito (fig. 17), pur restando al di sotto della media storica; vi hanno contribuito attese più favorevoli sia sulla situazione finanziaria personale, sia sull'andamento generale dell'economia. Nel complesso le decisioni di consumo restano improntate alla cautela, come indicano la debolezza delle vendite al dettaglio, le intenzioni di acquisto contenute (soprattutto di beni durevoli) e il calo delle immatricolazioni (sulle quali in particolare ha inciso l'esaurimento degli incentivi per l'acquisto di veicoli a basse emissioni).

Sulla base dei dati preliminari dell'*Indagine congiunturale sulle famiglie italiane*, condotta dalla Banca d'Italia tra la fine di agosto e l'inizio di ottobre, la necessità di far fronte a spese impreviste resta la motivazione prevalente per coloro che effettuano risparmio precauzionale; hanno però assunto crescente rilevanza i timori legati all'inflazione (cfr. il paragrafo 2.6), specialmente tra le famiglie meno abbienti, per le quali i beni energetici rappresentano una quota importante del paniere di consumo. In caso di ulteriori rincari di tali prodotti, quasi nove famiglie su dieci hanno dichiarato che modificherebbero le proprie abitudini di spesa nei mesi successivi, soprattutto riducendo i consumi o rinviando acquisti e altre decisioni di spesa importanti.

Figura 17

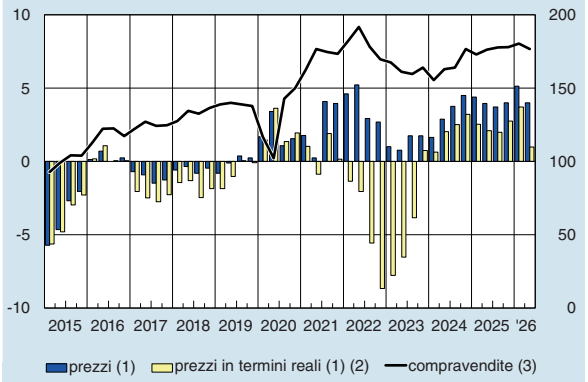
Clima di fiducia dei consumatori (1)
(dati mensili; indici: 2018=100 e punti percentuali)



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

Figura 18

Compravendite e prezzi delle abitazioni
(dati trimestrali; variazioni percentuali e numeri indice)



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

Nel mercato immobiliare sono emersi segnali di rallentamento. In primavera la crescita dei prezzi delle abitazioni sul periodo corrispondente è stata più contenuta rispetto a quella dei tre mesi precedenti, riflettendo la decelerazione delle quotazioni sia nel segmento delle abitazioni esistenti, sia in quello delle case nuove. Il volume delle compravendite è diminuito (fig. 18). In base al *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto dalla Banca d'Italia tra giugno e luglio, nel secondo trimestre il rallentamento dei prezzi di vendita ha riguardato tutte le aree del Paese, ma è stato più marcato nel Nord Ovest. Nonostante condizioni di accesso al credito ancora distese, il calo della domanda di abitazioni è proseguito, seppure meno che nei tre mesi antecedenti. Secondo le nostre elaborazioni basate sugli annunci pubblicati sulla piattaforma digitale Immobiliare.it, nei mesi estivi la domanda di abitazioni è stata considerevole. Gli agenti immobiliari intervistati nel sondaggio indicano che i canoni di locazione hanno continuato ad aumentare, sebbene a ritmi più moderati nel confronto con i trimestri precedenti.

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

Nel secondo trimestre la crescita delle importazioni ha superato quella delle esportazioni. Il saldo di conto corrente è diminuito, soprattutto per il forte rialzo dei prezzi dei beni energetici causato dal conflitto in Medio Oriente. La domanda estera di titoli italiani è stata elevata. La posizione creditoria netta sull'estero è rimasta stabile. Nel bimestre luglio-agosto le esportazioni di beni avrebbero ristagnato, il turismo internazionale si sarebbe ulteriormente espanso.

Nel secondo trimestre sono aumentate sia le esportazioni sia, in misura maggiore, le importazioni. Le vendite all'estero in volume hanno continuato a salire, con intensità pressoché analoga per i beni e per i servizi (tav. 4). Sono cresciute significativamente le esportazioni di beni destinate ai mercati dell'area dell'euro, in particolare verso la Germania, mentre sono scese quelle verso i paesi esterni all'area. A livello settoriale il contributo principale è provenuto dai prodotti petroliferi raffinati, dagli autoveicoli, dagli altri mezzi di trasporto, nonché dal comparto alimentare; le vendite della farmaceutica, della metallurgia e dei prodotti in metallo sono invece diminuite, dopo la forte espansione nei trimestri precedenti. Le importazioni sono aumentate sia per i servizi sia, meno marcatamente, per i beni. Per questi ultimi l'incremento ha riflesso i maggiori acquisti dai paesi esterni all'area, a fronte di una flessione di quelli provenienti dai paesi interni; a livello merceologico, ha interessato i metalli e i prodotti minerari.

Nei mesi estivi le esportazioni di beni sarebbero rimaste stabili e il turismo internazionale avrebbe continuato a crescere. In base alle nostre elaborazioni su dati di commercio estero ancora parziali, al netto della stagionalità, nel bimestre luglio-agosto le vendite di beni in volume avrebbero ristagnato rispetto alla media dei tre mesi precedenti. I giudizi delle imprese manifatturiere sugli ordini esteri e il corrispondente indice PMI si collocano, nella media del terzo trimestre, su livelli inferiori alle rispettive soglie di espansione, delineando un quadro di perdurante debolezza della domanda estera (fig. 19). L'indicatore PMI sui tempi di consegna segnala un'attenuazione dei ritardi nelle forniture, che si erano accentuati nei mesi antecedenti a causa

Tavola 4

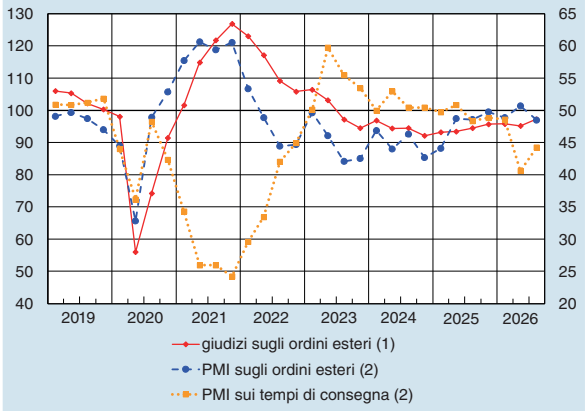
Esportazioni e importazioni in volume (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	2025	2025		2026	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Esportazioni	**1,7**	**2,4**	**-1,0**	**2,3**	**1,0**
Beni	**1,2**	**3,1**	**-1,4**	**1,9**	**1,1**
in paesi dell'area dell'euro	1,2	2,7	-2,1	0,1	4,2
in paesi esterni all'area (2)	1,2	3,4	-0,9	3,1	-1,1
Servizi	**3,4**	**-0,4**	**0,7**	**3,8**	**0,7**
Importazioni	**4,2**	**2,0**	**1,4**	**-0,1**	**1,5**
Beni	**3,6**	**1,6**	**1,6**	**0,2**	**1,1**
da paesi dell'area dell'euro	6,8	3,1	1,5	-1,1	-1,2
da paesi esterni all'area (2)	0,3	..	1,7	1,7	3,7
Servizi	**6,1**	**3,4**	**0,6**	**-1,0**	**2,8**

Fonte: elaborazioni su dati Istat di contabilità nazionale e di commercio estero.
(1) Valori concatenati; dati annuali grezzi; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. – (2) Include i paesi non specificati e, per le esportazioni, le provviste di bordo.

Figura 19

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



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

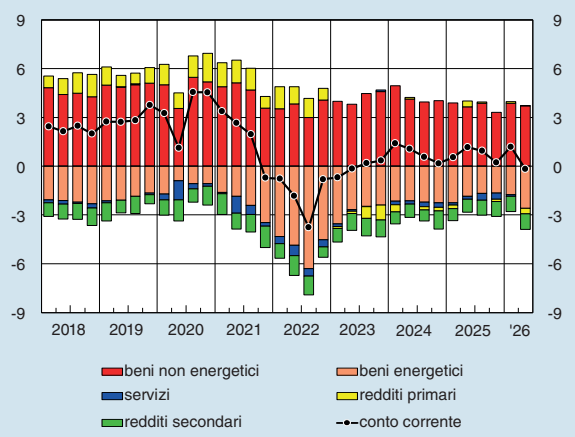
del conflitto in Medio Oriente. Le presenze di viaggiatori stranieri in Italia sarebbero salite nel terzo trimestre rispetto allo stesso periodo del 2025 (cfr. il riquadro: *I recenti sviluppi del comparto turistico in Italia*).

Il saldo di conto corrente è diminuito[4]**.** Nel secondo trimestre il saldo di conto corrente, corretto per i fattori stagionali e in rapporto al PIL, è risultato pressoché in pareggio, in calo dall'avanzo del trimestre precedente (tav. 5 e fig. 20). L'aumento delle quotazioni di petrolio, prodotti petroliferi e gas naturale ha ampliato il disavanzo dei beni energetici, che è rimasto tuttavia ben al di sotto del picco raggiunto nel terzo trimestre del 2022[5]. Secondo le nostre stime, a parità di consumi il disavanzo sarà più alto di quasi un punto percentuale di PIL nel 2026, nell'ipotesi che i prezzi del petrolio e del gas naturale siano coerenti con lo scenario delle proiezioni macroeconomiche per l'Italia (cfr. il riquadro: *Le proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana pubblicate in ottobre*). È peggiorato anche il saldo dei redditi primari.

La domanda estera di titoli italiani è stata elevata. Nel secondo trimestre il saldo degli investimenti di portafoglio è tornato negativo (tav. 5), principalmente per effetto dei consistenti acquisti di titoli di portafoglio italiani da parte degli operatori esteri (78,9 miliardi). Gli investimenti dall'estero hanno riguardato per oltre due terzi i titoli pubblici – in un contesto di significative emissioni nette – e per la restante quota i titoli di debito emessi dal settore privato. Gli acquisti di titoli esteri dei residenti hanno invece rallentato, riflettendo la minore domanda di titoli obbligazionari, solo parzialmente compensata dai maggiori investimenti in quote di fondi comuni.

Figura 20

Saldo del conto corrente e sue componenti
(dati trimestrali destagionalizzati in valore; in percentuale del PIL)



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

Tavola 5

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di euro)

VOCI	2025	2025		2026	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Conto corrente	**15,6**	**10,7**	**1,3**	**-0,2**	**-0,6**
Conto corrente corretto per la stagionalità e per i giorni lavorativi	16,3	5,4	1,3	6,8	-1,0
per memoria: in % del PIL (1)	0,7	0,9	0,2	1,2	-0,2
Conto capitale	**4,2**	**-1,3**	**5,2**	**0,2**	**1,9**
Conto finanziario	**2,2**	**4,7**	**12,4**	**-17,7**	**5,2**
Investimenti diretti	-3,1	2,3	2,6	1,7	0,4
Investimenti di portafoglio	-36,6	23,6	-14,5	0,8	-46,9
Derivati	-3,0	-3,1	..	1,6	-2,4
Altri investimenti (2)	43,2	-18,5	24,8	-23,0	50,0
Variazione riserve ufficiali	1,7	0,4	-0,3	1,3	4,0
Errori e omissioni	**-17,5**	**-4,6**	**6,0**	**-17,7**	**3,9**

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

[4] Le serie di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero sono state recentemente riviste, per tenere conto di aggiornamenti delle fonti e affinamenti delle metodologie di compilazione. Nel conto corrente le revisioni più rilevanti hanno riguardato il saldo dei beni, in seguito al recepimento delle nuove stime dell'Istat relative alle transazioni attivate da soggetti IVA non residenti. Ne è conseguita una significativa revisione al ribasso delle importazioni e delle esportazioni di beni e un modesto aumento delle esportazioni di servizi di lavorazione. In media, dal 2018 al 2025 il saldo di conto corrente è stato rivisto verso il basso di 0,3 punti percentuali di PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Revisione delle statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero (settembre 2026)*, 30 settembre 2026.

[5] Per un'analisi sull'impatto della crisi energetica degli anni 2021-22, cfr. C. Giordano ed E. Tosti, *Weathering the storm: a characterization of the recent terms-of-trade shock in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 831, 2024.

Il saldo debitorio TARGET si è ridotto. Il saldo debitorio della Banca d'Italia su TARGET è diminuito nel secondo trimestre, portandosi alla fine di giugno a 335,6 miliardi; nel trimestre successivo è nuovamente sceso, a 324,2 miliardi al termine di settembre.

La posizione netta sull'estero è stabile. Alla fine di giugno la posizione netta sull'estero era creditoria per 335 miliardi, pari al 14,6 per cento del PIL, pressoché invariata rispetto al trimestre precedente (328 miliardi; 14,4 per cento del PIL). Il calo del valore delle riserve, dovuto alla flessione del prezzo dell'oro, è stato compensato da apprezzamenti delle attività di portafoglio, legati all'andamento favorevole dei mercati azionari.

2.5 IL MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste nel complesso favorevoli, in linea con l'andamento congiunturale. L'occupazione è cresciuta nel secondo trimestre, stabilizzandosi nei mesi estivi. Il tasso di disoccupazione è leggermente salito, riflettendo l'espansione dell'offerta di lavoro, soprattutto nelle coorti più anziane della popolazione. Solo una quota ridotta dei contratti collettivi è in attesa di rinnovo; le retribuzioni, in lieve rallentamento dall'inizio dell'anno, manterrebbero una dinamica contenuta anche nello scorcio del 2026.

Nel secondo trimestre è proseguito l'aumento dell'occupazione. Secondo i *Conti economici trimestrali* (CET), il numero di occupati ha continuato a salire (fig. 21.a), soprattutto nei servizi privati, in particolare nel commercio, nel turismo e nelle attività finanziarie e assicurative, e in misura minore nella manifattura. L'incremento dell'occupazione ha riguardato sia la componente autonoma, che ha ormai pienamente recuperato la riduzione del periodo della pandemia, sia quella alle dipendenze. Dopo sei trimestri di crescita, l'occupazione è invece scesa nelle costruzioni, a fronte di una marcata espansione delle ore lavorate per addetto. Il ricorso alla Cassa integrazione guadagni è ancora diminuito: nei mesi primaverili il numero di ore autorizzato si è ridotto del 10 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

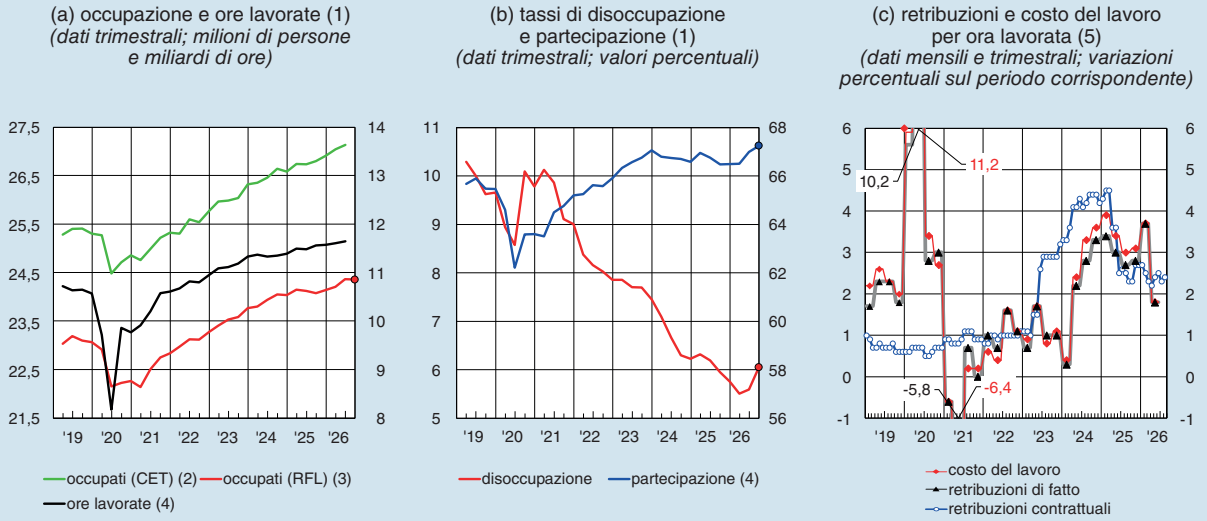
La partecipazione al mercato del lavoro si è rafforzata. Il tasso di attività è aumentato sia tra gli ultracinquantenni, su cui continuano a incidere gli effetti delle riforme pensionistiche, sia nelle altre fasce di età, dopo due anni di sostanziale stagnazione. L'incremento dell'offerta di lavoro si è riflesso in un lieve rialzo del tasso di disoccupazione, che resta comunque su livelli storicamente contenuti (fig. 21.b). Il tasso di disoccupazione giovanile è sceso; la quota di persone tra 15 e 29 anni che non sono né occupate né inserite in corsi di istruzione o formazione è risultata pressoché stabile, al 13,1 per cento, quasi 2 punti percentuali al di sopra della media dell'area dell'euro.

Nei mesi estivi l'occupazione è rimasta invariata e il tasso di disoccupazione è cresciuto. Sulla base dei dati provvisori della *Rilevazione sulle forze di lavoro* (RFL), nel periodo luglio-agosto l'occupazione si sarebbe stabilizzata con un calo delle posizioni a termine. Il tasso di disoccupazione è salito al 6,1 per cento, dal 5,8 del bimestre precedente, ancora sospinto da un aumento della partecipazione. Secondo l'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia tra agosto e settembre, le attese sull'occupazione a tre mesi si mantengono positive, ma su livelli inferiori rispetto alla prima parte dell'anno. Le prospettive rimangono deboli nella manifattura, nel comparto del commercio e turismo e, più in generale, tra le imprese di minore dimensione.

La dinamica retributiva resta moderata. Nei mesi primaverili le retribuzioni contrattuali nel settore privato non agricolo hanno rallentato, portandosi su tassi di crescita inferiori a quelli dell'inflazione al consumo; le retribuzioni orarie di fatto, che includono anche le componenti salariali eccedenti i minimi tabellari, hanno segnato un incremento ancora più contenuto. La decelerazione salariale ha più che compensato il peggioramento della dinamica della produttività: il tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è sceso al 2,6 per cento sui dodici mesi, un punto percentuale in meno

Figura 21

Occupazione, disoccupazione, partecipazione e costo del lavoro



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

rispetto al primo trimestre dell'anno (cfr. il paragrafo 2.6). La dinamica delle retribuzioni contrattuali si è mantenuta moderata nel bimestre luglio-agosto (fig. 21.c). Nei prossimi mesi non si prefigurano particolari pressioni al rialzo, anche in virtù della bassa quota di dipendenti con contratti in attesa di rinnovo nel settore privato (meno dell'11 per cento)[6]. Inoltre, il sistema di contrattazione collettiva vigente non prevede di norma meccanismi automatici di indicizzazione delle retribuzioni all'inflazione; i pochi contratti che li includono fanno in genere riferimento all'indice dei prezzi al netto dei beni energetici importati (IPCA-NEI), che ha una dinamica meno pronunciata dell'indice generale.

Nel settore pubblico sono stati siglati, più tempestivamente di quanto avvenuto nel recente passato, i rinnovi contrattuali dei principali comparti. La maggiore rapidità dei negoziati è stata favorita anche dalla programmazione pluriennale della spesa nel quadro delle nuove regole di governance europea[7].

2.6 LA DINAMICA DEI PREZZI

Nei mesi più recenti l'inflazione al consumo è aumentata, portandosi al 4,1 per cento in settembre, sostenuta dalle pressioni sui prezzi dell'energia. I rincari causati dal conflitto in Medio Oriente si sono riflessi sulle tariffe dell'elettricità e del gas, che – seppure in forte incremento – restano inferiori ai livelli osservati durante la crisi energetica degli anni 2021-22. Tuttavia, il persistere di elevate quotazioni delle materie prime energetiche prefigura ulteriori aumenti delle bollette in autunno. L'inflazione di fondo è rimasta inferiore al 2 per cento. Famiglie e imprese continuano ad attendersi rialzi dei prezzi nel breve periodo, sebbene in misura più contenuta rispetto alla scorsa primavera.

[6] Il dato diffuso dall'Istat non tiene ancora conto del recente rinnovo del comparto del legno e arredo, siglato lo scorso settembre, che occupa poco più dell'1 per cento dei dipendenti considerati dall'indagine sulle retribuzioni contrattuali.

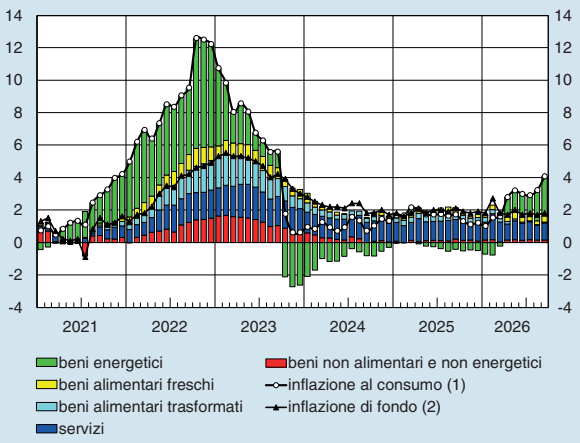
[7] Per maggiori dettagli, cfr. il Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29 (PSBMT 2025-29).

L'inflazione è salita. Secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è cresciuto in settembre del 4,1 per cento sui dodici mesi (3,2 in agosto; fig. 22 e tav. 6). L'inflazione di fondo, che esclude i beni energetici e quelli alimentari, è lievemente aumentata per via dell'accelerazione dei prezzi dei servizi, ma si mantiene su valori contenuti. I rincari dei prodotti tecnologici – interessati da tensioni nell'offerta globale dei semiconduttori legate alla forte domanda per investimenti in intelligenza artificiale – stanno esercitando pressioni al rialzo sull'inflazione dei beni industriali non energetici. Tra le componenti più volatili, l'inflazione dei beni energetici è cresciuta per effetto del rialzo sia dei prezzi dei carburanti sia delle bollette di gas ed elettricità; quella dei beni alimentari è salita, guidata dai prezzi degli alimentari freschi, ma rimane su valori moderati.

Figura 22

Inflazione al consumo, contributi delle sue componenti e inflazione di fondo

(dati mensili; variazioni percentuali e punti percentuali)



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

Tavola 6

Indicatori di inflazione in Italia

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

PERIODO	IPCA (1)				NIC (2)	IPP (3)
	Indice generale	Beni alimentari	Beni energetici	Al netto di energetici e alimentari	Indice generale	Indice generale
2022	8,7	8,0	51,4	3,3	8,2	42,8
2023	5,9	9,2	1,1	4,6	5,7	-8,3
2024	1,1	2,4	-10,1	2,2	1,0	-5,7
2025	1,6	2,9	-2,3	1,9	1,5	2,7
2026 – gen.	1,0	2,2	-6,2	1,8	1,0	-2,1
feb.	1,5	2,5	-6,6	2,7	1,5	-3,7
mar.	1,6	2,7	-2,1	1,8	1,7	5,4
apr.	2,8	2,9	9,3	1,7	2,7	8,8
mag.	3,2	2,5	12,0	2,0	3,2	9,1
giu.	3,0	1,8	12,9	1,7	3,0	6,8
lug.	2,9	1,4	11,7	1,8	2,9	9,3
ago.	3,2	1,3	17,1	1,7	3,3	13,5
set.	(4,1)	(2,0)	(22,3)	(1,8)	(4,2)	....

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat. I numeri tra parentesi indicano stime preliminari.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale; differisce dall'indice armonizzato essenzialmente per una diversa modalità di rilevazione dei prezzi dei prodotti medicinali e delle vendite promozionali. – (3) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

I rincari delle materie prime energetiche continuano a trasmettersi ai prezzi dei carburanti, soprattutto del gasolio e, in misura crescente, a quelli di gas ed elettricità. Sulla base dei valori medi settimanali pubblicati dal Ministero dell'Ambiente e della sicurezza energetica, dall'inizio del conflitto i prezzi finali sono saliti in media di 35 centesimi al litro per la benzina e di 55 centesimi per il gasolio[8], risentendo anche dell'aumento dei margini di raffinazione, che hanno raggiunto i livelli più alti degli ultimi vent'anni. Nei mesi estivi il Governo è intervenuto ripetutamente per prorogare il taglio, terminato il 5

[8] L'ultima rilevazione è del 12 ottobre 2026.

ottobre, dell'accisa sul gasolio. Dalla fine di settembre, inoltre, le maggiori compagnie di distribuzione dei carburanti hanno introdotto su base volontaria e temporanea un tetto al prezzo di benzina e gasolio; attorno alla metà di ottobre l'iniziativa ha raccolto per la benzina l'adesione di circa il 50 per cento delle stazioni di servizio, per il gasolio del 70 per cento. La diminuzione media del prezzo giornaliero fra il 27 settembre e il 12 ottobre è stata intorno ai 10 centesimi sia per la benzina sia per il gasolio, quasi interamente dovuta alle stazioni che hanno messo in atto la riduzione. Secondo le nostre valutazioni più aggiornate, l'iniziativa attenuerà di almeno 3,5 punti percentuali l'inflazione energetica, che secondo le stime preliminari a settembre è stata pari al 22,3 per cento.

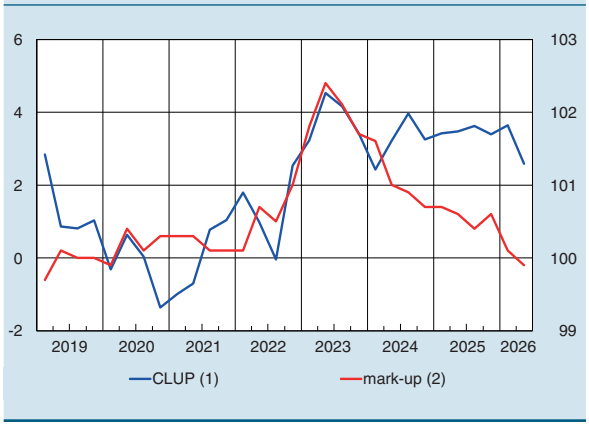
Da febbraio la trasmissione dei rincari energetici alle bollette di gas ed elettricità ha contribuito per quasi la metà al rialzo dell'inflazione energetica, con effetti più marcati nei mesi estivi. In settembre i prezzi al consumo di elettricità e gas risultavano superiori rispettivamente di circa il 12 e il 20 per cento ai livelli di febbraio, pur mantenendosi al di sotto di quelli osservati durante la crisi energetica del biennio 2021-22. Il forte rialzo delle quotazioni del gas naturale nell'ultimo mese prefigura tuttavia ulteriori aumenti delle bollette in autunno. L'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA) ha annunciato per il quarto trimestre del 2026 un incremento di circa il 37 per cento delle tariffe di elettricità per i clienti vulnerabili serviti in maggior tutela.

Le pressioni all'origine restano elevate. In agosto i prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato interno sono aumentati del 13,5 per cento su base annua. La dinamica è rimasta sostenuta anche al netto della componente energetica, soprattutto per i beni di investimento e per quelli intermedi; è proseguita invece la flessione dei prezzi alla produzione dei beni alimentari. In settembre gli indici PMI dei prezzi degli input sono saliti notevolmente sia nella manifattura sia nei servizi, risentendo delle difficoltà di approvvigionamento delle materie prime e degli alti costi dell'energia, pur mantenendosi al di sotto del picco raggiunto nei mesi primaverili.

Nel secondo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha rallentato. Nel settore privato non agricolo nei mesi primaverili il CLUP è cresciuto del 2,6 per cento su base annua (fig. 23), 1 punto percentuale in meno rispetto al primo trimestre dell'anno. La marcata decelerazione riflette il rallentamento del costo del lavoro per ora lavorata (all'1,8 per cento, dal 3,7), che ha più che compensato il peggioramento della dinamica della produttività (-0,8 per cento, da 0,1). I margini di profitto (mark-up) hanno continuato a ridursi, in particolare nei servizi privati e nell'industria in senso stretto. Per effetto di questi andamenti la quota dei profitti[9] sul valore aggiunto è diminuita, pur collocandosi su livelli superiori a quelli precedenti la pandemia (cfr. il riquadro: *La dinamica recente della quota del lavoro sul valore aggiunto in Italia e nell'area dell'euro* del capitolo 8 nella *Relazione annuale* sul 2025).

Figura 23

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



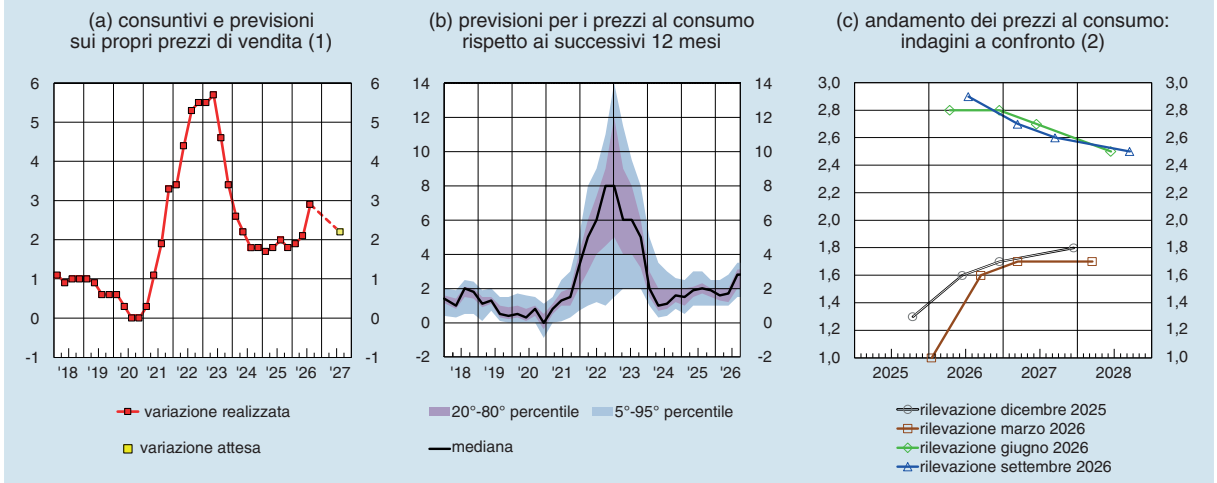
Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; settore privato non agricolo. – (2) Il mark-up è definito come il rapporto tra il deflatore dell'output e i costi totali variabili. Indice: 4° trim. 2019=100; totale economia; scala di destra.

[9] Il mark-up diffuso dall'Istat è definito come il rapporto tra il deflatore dell'output e i costi totali variabili, inclusi quelli del lavoro e degli input intermedi; la quota dei profitti desunta dalla contabilità nazionale considera invece la distribuzione del valore aggiunto tra remunerazione del lavoro e profitti. Le due misure sono correlate, ma possono divergere per effetto della dinamica dei costi intermedi che sono compresi nella prima ma non nella seconda.

Prevalgono attese di rialzo dei prezzi da parte di famiglie e imprese, ma in misura più moderata che in primavera. Secondo le indagini dell'Istat, nei mesi estivi sono rimaste prevalenti tra le famiglie le attese di un aumento dei prezzi nei successivi dodici mesi, ma si sono ridotte quelle di forte crescita. Le aziende intervistate nell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* della Banca d'Italia prevedono un incremento dei propri listini del 2,2 per cento nei successivi dodici mesi, in lieve rallentamento rispetto alla rilevazione precedente (fig. 24).

Figura 24

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



Fonte: elaborazioni sui risultati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*, Banca d'Italia, Statistiche, 8 ottobre 2026.
(1) Media (depurata dalle osservazioni anomale) delle risposte delle imprese ai quesiti sul tasso di variazione dei propri prezzi rispetto ai 12 mesi precedenti e su quello atteso nei successivi 12 mesi. – (2) La data in legenda indica il mese in cui l'indagine è stata condotta. Il primo punto di ciascuna curva rappresenta l'ultimo dato definitivo disponibile dell'inflazione al momento della realizzazione dell'indagine (tipicamente riferito a 2 mesi prima); il dato viene fornito nel questionario come riferimento per la formulazione delle aspettative delle imprese. Il secondo punto rappresenta la media delle previsioni degli intervistati sul valore dell'inflazione a 6 mesi rispetto alla data dell'indagine; il terzo punto la media a 12 mesi; il quarto la media a 24 mesi.

2.7 IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

In estate i tassi di interesse sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono saliti, mentre quelli sui nuovi mutui sono rimasti sostanzialmente invariati. Il credito alle imprese ha ulteriormente accelerato, con una dinamica che continua a essere sostenuta anche dai finanziamenti a breve termine, a fronte delle maggiori esigenze di liquidità connesse con i rincari energetici; l'espansione dei prestiti resta concentrata nelle imprese più grandi. Anche la dinamica dei prestiti alle famiglie si è rafforzata. Nel secondo trimestre le banche hanno leggermente allentato i criteri di offerta sui prestiti alle società non finanziarie, lasciandoli invariati sui mutui. Le emissioni nette di obbligazioni da parte delle imprese hanno rallentato e i loro rendimenti medi sono ulteriormente aumentati.

La raccolta bancaria si è indebolita e il suo costo è lievemente salito. Tra maggio e agosto il tasso di crescita sui dodici mesi della provvista bancaria si è ridotto (all'1,2 per cento, dal 4,1), principalmente per effetto della flessione dei depositi di non residenti[10]. Il costo marginale della raccolta è leggermente aumentato (fig. 25.a), risentendo del rialzo del costo dei depositi con durata prestabilita e di quello

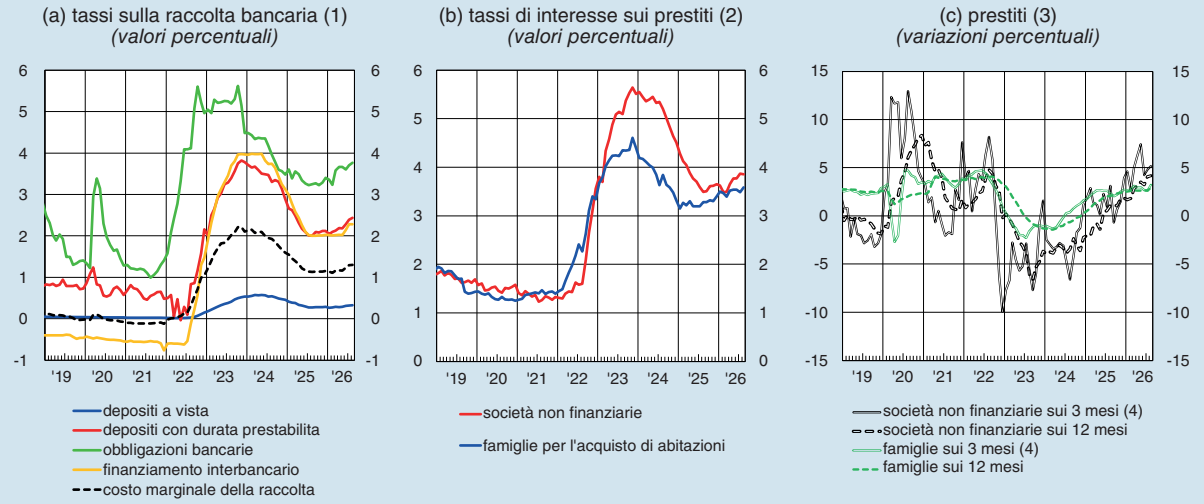
[10] Tale andamento è riconducibile soprattutto al riassorbimento di alcune operazioni infragruppo effettuate nel 2025.

dei tassi sul mercato interbancario (connesso con l'innalzamento dei tassi ufficiali dell'Eurosistema)[11]. I tassi sui depositi a vista sono cresciuti di soli 4 punti base, un incremento molto inferiore rispetto a quello delle altre forme di raccolta.

Il costo medio dei prestiti alle imprese è salito, mentre quello dei mutui è rimasto pressoché invariato. Tra maggio e agosto il tasso medio applicato ai nuovi prestiti alle società non finanziarie è aumentato di circa 10 punti base (fig. 25.b); dall'avvio del conflitto in Medio Oriente la variazione si è collocata intorno a 35 punti base, mentre nello stesso periodo quella dell'Euribor a 3 mesi è stata di circa 50 punti base. Tra maggio e agosto il costo medio dei nuovi mutui alle famiglie, prevalentemente a tasso fisso, è salito di 4 punti base.

Figura 25

Costo della raccolta bancaria, costo e andamento del credito in Italia
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Bloomberg e ICE Bank of America Merrill Lynch.
(1) Il costo marginale della raccolta è calcolato come media ponderata del costo delle varie fonti di provvista delle banche, utilizzando come pesi le rispettive consistenze. Si tratta del costo che la banca sosterrebbe per incrementare di un'unità il proprio bilancio, ricorrendo alle fonti di finanziamento in misura proporzionale alla composizione del passivo in quel momento. – (2) Media ponderata dei tassi di interesse sui nuovi prestiti a breve, a medio e a lungo termine, con pesi pari alla media mobile a 24 mesi dei flussi di nuove erogazioni; per le società non finanziarie sono inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (3) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Le variazioni percentuali sui 3 mesi sono in ragione d'anno. – (4) I dati sono depurati dalla componente stagionale secondo una metodologia conforme alle linee guida del sistema statistico europeo.

La dinamica del credito si è rafforzata sia per le imprese sia per le famiglie. Tra maggio e agosto i prestiti alle società non finanziarie hanno nuovamente accelerato (al 4,2 per cento sui dodici mesi; fig. 25.c). Vi hanno contribuito la minore flessione dei prestiti con scadenza superiore a 5 anni e il maggiore incremento dei finanziamenti con durata originaria a breve termine, anche in risposta alle esigenze di liquidità emerse a seguito dei rincari energetici. Il credito ha continuato a contrarsi per le piccole imprese (-4,6 per cento) e ad aumentare per le aziende più grandi (4,7 per cento). La crescita dei prestiti si è indebolita nei settori della manifattura e delle costruzioni, mentre si è rafforzata per le aziende dei servizi e soprattutto negli altri settori, che comprendono anche le imprese operanti nella fornitura di energia. La dinamica del credito alle famiglie si è irrobustita: al rallentamento dei prestiti finalizzati all'acquisto di abitazioni si sono contrapposte una lieve accelerazione del credito al consumo e una riduzione meno accentuata dei prestiti con altre finalità.

[11] Tra la fine di agosto e l'inizio di ottobre i tassi di interesse sul mercato interbancario e i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono aumentati di circa 30 e 40 punti base, rispettivamente.

Nel secondo trimestre le banche hanno allentato di poco i criteri di offerta sui prestiti alle imprese mentre hanno lasciato invariati quelli sui mutui. Nell'ultima indagine sul credito bancario[12] gli intermediari italiani hanno segnalato un modesto allentamento dei propri criteri di offerta sui nuovi finanziamenti alle imprese. Gli sviluppi geopolitici e le tensioni sui mercati energetici hanno continuato a indurre le banche ad adottare un atteggiamento più cauto nella valutazione del rischio di credito. L'aumento della domanda di credito da parte delle società non finanziarie ha riflesso in prevalenza le maggiori esigenze di finanziamento delle scorte e del capitale circolante, nonché le operazioni di ristrutturazione e rinegoziazione del debito. Secondo le informazioni più recenti desunte dalle indagini presso le imprese condotte dall'Istat e dalla Banca d'Italia, le condizioni di accesso al credito bancario sono lievemente peggiorate nel terzo trimestre del 2026; tra le imprese manifatturiere, il deterioramento è stato più marcato per le aziende con meno di 50 addetti.

Per quanto riguarda le famiglie, i criteri di offerta sono rimasti invariati per i mutui, mentre sono stati ulteriormente irrigiditi per il credito al consumo. La domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni si è mantenuta stabile, quella di finanziamenti con finalità di consumo è invece leggermente salita; quest'ultima è stata principalmente sostenuta, secondo le valutazioni degli intermediari, dalla spesa per beni durevoli e dal miglioramento della fiducia dei consumatori.

Le emissioni obbligazionarie delle imprese hanno rallentato e i rendimenti sono aumentati. In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni nette obbligazionarie delle imprese è sceso rispetto a maggio. Tra l'inizio di luglio e i primi di ottobre i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie italiane sono saliti (al 4,7 per cento), in misura superiore rispetto ai tassi di mercato a lungo termine.

2.8 LA FINANZA PUBBLICA

In base al Documento programmatico di finanza pubblica approvato dal Governo lo scorso 2 ottobre, l'indebitamento netto si ridurrebbe al 2,9 per cento del PIL nel 2026 e salirebbe al 3,4 nel 2027, per poi diminuire nuovamente al 3,2 nel 2028 e al 2,3 nel 2029. Il debito pubblico aumenterebbe fino al 2027, collocandosi al 138,5 per cento del prodotto, per poi iniziare a scendere, al 137,9 nel 2028 e al 136,6 nel 2029. Tali andamenti sarebbero coerenti con il quadro di regole europee, in considerazione del fatto che l'Esecutivo intende ricorrere all'attivazione della clausola nazionale di salvaguardia, utilizzabile per interventi nei settori dell'energia e della difesa nel biennio 2027-28.

Il Governo prevede che nel 2026 l'indebitamento netto scenda al 2,9 per cento. Con il *Documento programmatico di finanza pubblica 2026* (DPFP 2026) approvato lo scorso 2 ottobre, l'Esecutivo ha aggiornato le stime tendenziali per i conti pubblici e fissato gli obiettivi di bilancio per il prossimo triennio[13]. Nel 2026 l'indebitamento netto si collocherebbe al 2,9 per cento del PIL (tav. 7); l'incidenza del debito salirebbe al 138,1 per cento (1,4 punti percentuali in più rispetto al 2025). Nell'anno in corso la crescita dell'indicatore di spesa netta[14] sarebbe pari all'1,6 per cento, in linea con il limite raccomandato dal Consiglio della UE.

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

[13] Per ulteriori dettagli, cfr. *Audizione preliminare all'esame del Documento programmatico di finanza pubblica 2026*, testimonianza del Capo del Dipartimento Economia e statistica della Banca d'Italia A. Brandolini, Commissioni riunite 5ª della Camera dei deputati (Bilancio, tesoro e programmazione) e 5ª del Senato della Repubblica (Programmazione economica e bilancio), Camera dei deputati, Roma, 12 ottobre 2026.

[14] La spesa netta è l'aggregato di riferimento per il monitoraggio dei conti pubblici in base alla nuova governance economica europea. Essa è costituita dalle uscite delle Amministrazioni pubbliche al netto delle seguenti voci: (a) spesa per interessi; (b) misure discrezionali sul lato delle entrate; (c) spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi europei; (d) spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dalla UE; (e) componente ciclica delle uscite per le indennità di disoccupazione (che includono le erogazioni della Cassa integrazione guadagni); (f) misure una tantum; (g) altre misure temporanee.

Tavola 7

Obiettivi e stime dei conti pubblici del 2026
(in percentuale del PIL, se non diversamente specificato)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				*Per memoria:*	
	indebitamento netto	indebitamento netto strutturale	avanzo primario	variazione del debito (1)	crescita del PIL reale	crescita del PIL nominale
Obiettivi						
Ottobre 2025 (2)	2,8	2,9	1,2	1,2	0,7	2,7
Ottobre 2026 (3)	2,9	....	1,2	1,4	1,0	2,7
Stime tendenziali						
Aprile 2025 (4)	2,8	....	1,2	....	0,8	3,0
Aprile 2026 (5)	2,9	....	1,2	....	0,6	2,4
Ottobre 2026 (3)	2,9	....	1,2	1,4	1,0	2,7

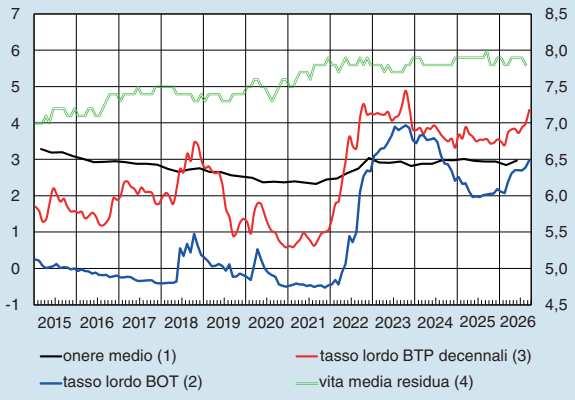
Fonte: DPFP 2025 e 2026, *Documento di finanza pubblica 2025* (DFP 2025) e DFP 2026.
(1) Variazione del rapporto tra il debito e il PIL rispetto all'anno precedente. – (2) DPFP 2025. – (3) DPFP 2026. – (4) DFP 2025. – (5) DFP 2026.

Le entrate tributarie sono in crescita. Nei primi otto mesi del 2026 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 13,4 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo del 2025 (risultando pari a 89,3 miliardi)[15]; le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono cresciute del 2,5 per cento (9,4 miliardi). L'andamento è riconducibile principalmente a quello delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente e dall'IVA.

In agosto il debito delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 3.200,8 miliardi, in rialzo di 103,8 rispetto al termine del 2025. La vita media residua del debito è leggermente diminuita, a 7,8 anni. La quota del debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia è scesa al 16,4 per cento, proseguendo la flessione in atto dal 2022. Alla fine di giugno l'onere medio del debito è leggermente aumentato, collocandosi al 3,0 per cento, dal 2,9 al termine del 2025 (fig. 26).

Figura 26

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



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

L'indebitamento netto è migliorato nella prima metà dell'anno. Secondo i conti trimestrali diffusi dall'Istat il 5 ottobre, nei primi sei mesi del 2026 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari al 5,4 per cento del PIL, in calo di 0,3 punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2025. Tale dinamica è stata guidata da quella del saldo primario, in rialzo di 0,6 punti.

A legislazione vigente, nel prossimo triennio il disavanzo si ridurrebbe gradualmente. Le stime tendenziali del DPFP 2026 indicano che l'indebitamento netto resterebbe al 2,9 per cento del PIL nel 2027, per poi scendere fino al 2,2 nel 2029. Nel confronto con il percorso del Piano strutturale di bilancio di medio termine 2025-29 (PSBMT 2025-29), concordato con le autorità europee a gennaio

[15] A settembre il fabbisogno del settore statale è stato pari a 27,0 miliardi, in aumento di 1,5 rispetto allo stesso mese del 2025.

del 2025, la crescita della spesa netta risulterebbe lievemente più elevata nel 2027 e più moderata nei due anni successivi.

Nel quadro programmatico il disavanzo aumenterebbe rispetto alle stime tendenziali. Nei programmi il disavanzo si amplierebbe, rispetto al tendenziale, di 0,5 punti percentuali del PIL nel 2027 e nel 2028 e di 0,1 punti nel 2029: l'indebitamento netto crescerebbe al 3,4 per cento nel 2027 per poi tornare a scendere in seguito, al 3,2 nel 2028 e al 2,3 nel 2029 (tav. 8). La differenza con il quadro a legislazione vigente riflette principalmente maggiori spese per difesa ed energia connesse con l'attivazione della clausola nazionale di salvaguardia[16], di cui il Governo intende avvalersi nel prossimo biennio.

Tavola 8

Consuntivi e obiettivi ufficiali dei principali indicatori di finanza pubblica (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	2025	2026	2027	2028	2029
Indebitamento netto	3,1	2,9	3,4	3,2	2,3
Avanzo primario	0,8	1,2	0,9	1,4	2,4
Spesa per interessi	3,8	4,2	4,3	4,6	4,7
Indebitamento netto strutturale	3,6	3,2	3,5	3,3	2,4
Debito (2)	136,7	138,1	138,5	137,9	136,6

Fonte: DPFP 2026.
(1) Dati di consuntivo per il 2025 e obiettivi ufficiali per gli anni 2026-29. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Al lordo del sostegno finanziario ai paesi dell'area dell'euro.

Per ciascuna di queste due voci di spesa la flessibilità richiesta è pari a 0,3 punti percentuali del PIL all'anno. Secondo le valutazioni del DPFP 2026, escludendo tali margini l'andamento della spesa netta nel triennio sarebbe coerente con il percorso del PSBMT 2025-29.

Il rapporto fra il debito e il prodotto nel quadro programmatico salirebbe al 138,5 per cento nel 2027, per poi scendere fino al 136,6 nel 2029.

[16] La clausola consente a uno Stato membro di deviare temporaneamente dal percorso di spesa netta concordato per un massimo dell'1,5 per cento del PIL per ciascuno degli anni dal 2025 al 2028. L'attivazione avviene su richiesta dello Stato membro, previa raccomandazione della Commissione europea e con voto a maggioranza qualificata del Consiglio europeo. Lo scorso giugno la Commissione, pur lasciando invariato il massimale complessivo, ha esteso il perimetro di applicazione della clausola anche alle misure per rafforzare la robustezza del sistema energetico e per accelerare la transizione dai combustibili fossili. Finora il Consiglio ha attivato la clausola per 18 Stati membri; l'Italia ha presentato richiesta lo scorso 10 settembre.