upB ufficio parlamentare di bilancio

Sommario[*]

Il quadro internazionale resta caratterizzato dalle tensioni geopolitiche e dalla frammentazione degli scambi. La ripresa delle ostilità tra Stati Uniti e Iran ha fortemente limitato il traffico marittimo nello Stretto di Hormuz e si sono intensificati gli attacchi degli Houthi nello Stretto di Bab el-Mandeb. Le quotazioni del petrolio e del gas sono molto volatili e si mantengono più elevate rispetto all'inizio dell'anno. L'attività economica mondiale mostra comunque una certa resilienza agli shock e si espande a ritmi moderati; il Fondo monetario internazionale (FMI) prevede una crescita del PIL mondiale del 3,0 per cento nel 2026 e del 3,4 nel 2027. Nell'area dell'euro l'inflazione si è portata intorno al 3,0 per cento nel secondo trimestre, soprattutto per i rincari dell'energia. Le banche centrali mantengono un orientamento prudente, le aspettative di inflazione sono ancorate ma i rischi sui prezzi sono significativi.

Nel primo trimestre del 2026 il PIL italiano è cresciuto dello 0,3 per cento su base congiunturale e ha continuato a espandersi in primavera a un ritmo appena inferiore (0,2 per cento). I consumi delle famiglie si sono rafforzati in inverno, sostenuti dal recupero del potere d'acquisto e dall'occupazione, ma in prospettiva potrebbero risentire dell'accelerazione dei prezzi oltre che dell'aumento dell'incertezza. Gli investimenti nei primi mesi dell'anno sono aumentati, soprattutto nelle componenti che beneficiano dell'accelerazione degli interventi del PNRR. Le esportazioni hanno recuperato nel primo trimestre, ma l'incremento si è concentrato in pochi comparti caratterizzati da elevata volatilità; in primavera le vendite all'estero non sembrano essere state molto frenate dalle tensioni in Medio Oriente. L'occupazione cresce ma resta debole la partecipazione, soprattutto tra i giovani. L'inflazione italiana è salita al 3,0 per cento nel secondo trimestre, sospinta dai rincari energetici, per poi flettere lievemente in luglio.

L'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) stima che il PIL dell'Italia aumenterebbe dello 0,9 per cento nel 2026 e dello 0,6 nel 2027. Rispetto alle previsioni formulate in aprile, in occasione dell'esercizio di validazione del Documento di finanza pubblica, la crescita è stata rivista al rialzo di quattro decimi di punto percentuale quest'anno, incorporando i più favorevoli dati congiunturali, mentre è stata confermata per il 2027. L'attività economica nel 2026 beneficia della fase finale di attuazione del programma Next Generation EU *(NGEU). I rischi sono prevalentemente orientati al ribasso e riguardano le tensioni geopolitiche e commerciali, l'erraticità dei mercati energetici e finanziari, le tempistiche di realizzazione del PNRR e i fattori climatici e ambientali.*

---

[*] *A cura del Servizio analisi macroeconomica, con coordinamento di Libero Monteforte e contributi di Giacomo Caterini, Daniela Fantozzi, Cecilia Frale, Alessandro Girardi, Marco Fioramanti e Carmine Pappalardo; Nota completata con le informazioni disponibili al 31 luglio 2026.*

Il contesto internazionale

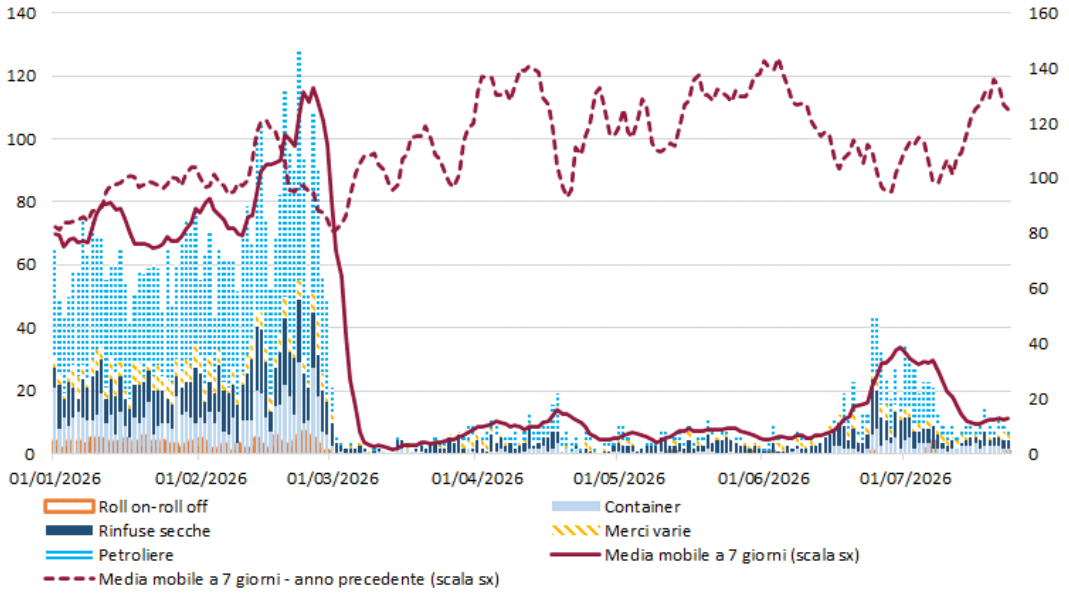
Le tensioni geopolitiche restano diffuse e significative

Il quadro macroeconomico internazionale continua a essere caratterizzato dalle contrapposizioni tra gli Stati oltre che dalla frammentazione degli scambi internazionali. Tra la fine di giugno e l'inizio di luglio si è osservato un allentamento delle tensioni in Medio Oriente, ma i successivi sviluppi hanno evidenziato la fragilità della tregua e il riaccendersi delle ostilità. Permangono pertanto elevati i rischi connessi all'evoluzione dello scenario geopolitico, che continuano a incidere sulle condizioni dei mercati finanziari, sui prezzi delle materie prime energetiche e sulle prospettive di crescita dell'economia mondiale.

Lo scorso 18 giugno gli Stati Uniti e l'Iran avevano sottoscritto un Memorandum d'intesa che prevedeva la riapertura dello Stretto di Hormuz e il ripristino della libera navigazione commerciale per un periodo di 60 giorni, nell'ambito di una tregua temporanea finalizzata a negoziare un accordo più ampio sulla sicurezza regionale e sul programma nucleare iraniano. La natura temporanea dell'intesa già prefigurava rischi sulle prospettive del traffico marittimo e delle forniture energetiche, poiché allo scadere dei sessanta giorni l'Iran avrebbe potuto reintrodurre restrizioni o pedaggi al transito. La tregua si è rapidamente dimostrata fragile e inefficace: il susseguirsi di attacchi e rivendicazioni reciproche ha compromesso il processo negoziale, mantenendo elevata l'incertezza sulla sicurezza dei trasporti navali e sulla regolarità delle forniture energetiche. Inoltre, la ripresa degli attacchi degli Houthi contro navi e infrastrutture saudite ha esteso le tensioni al Mar Rosso attraverso lo stretto di Bab el-Mandeb, accrescendo il rischio di ulteriori interruzioni delle forniture energetiche e di forti aumenti dei costi di trasporto marittimo.

I passaggi giornalieri di navi attraverso lo Stretto di Hormuz dall'avvio della guerra in Iran hanno subìto una drastica contrazione. Fino a febbraio i flussi erano elevati e in crescita, con una media mensile superiore a 93 transiti giornalieri e una netta prevalenza delle petroliere, che rappresentavano oltre la metà dei passaggi complessivi. Con lo scoppio del conflitto, dall'inizio di marzo si è registrato un blocco immediato del traffico nello Stretto di Hormuz, soprattutto per il trasporto di petrolio, che rappresenta circa il 60 per cento dei passaggi giornalieri (fig. 1). Dopo la tregua raggiunta agli inizi di aprile, la ripresa dei flussi di trasporto è risultata modesta e concentrata sulle rinfuse secche e sulle navi per merci varie, mentre il traffico delle petroliere è rimasto su livelli estremamente contenuti. Dalla firma dell'accordo tra Stati Uniti e Iran del 18 giugno alla prima metà di luglio si è osservato un progressivo recupero dei transiti, che hanno raggiunto in media tra giugno e luglio circa 23 passaggi giornalieri. A fine luglio il traffico nello Stretto di Hormuz si è nuovamente ridimensionato, attestandosi in media intorno a 11 transiti giornalieri (dati aggiornati al 23 luglio 2026). Nel complesso, la ripresa della navigazione osservata nelle settimane successive al Memorandum tra Stati Uniti e Iran è risultata parziale e temporanea, anche a causa del riacutizzarsi delle tensioni nell'area. I flussi marittimi

Fig. 1 – Transiti navali nello stretto di Hormuz
(passaggi giornalieri)



Fonte: *IMF PortWatch*. Informazioni aggiornate al 23 luglio 2026.

tramite Hormuz rimangono nettamente inferiori ai livelli precedenti al conflitto, con effetti ancora rilevanti sui costi di trasporto, sulle catene di approvvigionamento e sui mercati energetici; a questo collo di bottiglia si aggiunge anche la ripresa degli attacchi Houthi nello Stretto di Bab el-Mandeb, un nodo nevralgico dei trasporti intercontinentali di merci.

La temporanea attenuazione delle tensioni dopo la sottoscrizione del Memorandum d'intesa tra Stati Uniti e l'Iran si era riflessa rapidamente anche sui mercati energetici, determinando un sensibile ridimensionamento del premio per il rischio geopolitico incorporato nelle quotazioni delle materie prime. Il prezzo del Brent e quello del gas naturale europeo erano diminuiti agli inizi di luglio, rispetto ai massimi raggiunti durante la fase più acuta della crisi. Il successivo riacutizzarsi delle tensioni in Medio Oriente ha nuovamente intensificato il rischio geopolitico, ripercuotendosi sulle quotazioni energetiche. Permangono pertanto rischi per l'inflazione importata, soprattutto per le economie europee maggiormente dipendenti dalle forniture energetiche estere.

Il quadro globale si caratterizza anche per il processo di ridefinizione delle relazioni commerciali internazionali. L'inasprimento delle politiche protezionistiche e la ricerca di maggiore sicurezza delle catene di approvvigionamento continuano a rappresentare elementi di vulnerabilità per l'economia mondiale. L'entrata in vigore dei nuovi regolamenti europei, dal 1° luglio 2026, basati sull'intesa commerciale tra Stati Uniti e Unione europea del 2025, ha comunque ridotto il rischio di un'*escalation* tariffaria nei confronti del Vecchio Continente. L'accordo prevede l'eliminazione dei dazi dell'UE sulle importazioni di beni industriali statunitensi e l'applicazione da parte degli Stati Uniti di un tetto tariffario del 15 per cento sulla maggior parte delle esportazioni europee, incluse

quelle di auto e farmaci brevettati. Rimangono in vigore misure restrittive in alcuni comparti strategici, tra cui l'acciaio e l'alluminio, e persistono numerosi elementi di incertezza riguardo all'assetto definitivo della politica commerciale statunitense. Successivamente, il 24 luglio, gli Stati Uniti hanno introdotto un nuovo regime tariffario, motivato dall'asserita insufficiente applicazione dei divieti all'importazione di beni prodotti mediante lavoro forzato. Per i beni europei, il nuovo dazio è fissato al 10 per cento, fatte salve specifiche esenzioni e il più generale tetto tariffario del 15 per cento previsto dall'accordo USA-UE.

Nonostante le tensioni globali le principali economie avanzate rimangono solide, seppure con andamenti differenziati. Nel primo trimestre del 2026 il PIL statunitense è cresciuto del 2,1 per cento in termini annualizzati, sostenuto soprattutto dagli investimenti tecnologici, dalle esportazioni e dalla spesa pubblica, mentre le importazioni hanno frenato la crescita. Nel secondo trimestre il PIL degli Stati Uniti è aumentato dell'1,5 per cento (variazione annualizzata), sotto le attese degli analisti; il rallentamento del PIL ha riflesso la contrazione della spesa pubblica e la decelerazione degli investimenti e delle esportazioni. Le importazioni invece hanno registrato un aumento marcato, soprattutto per effetto della spesa delle imprese in attrezzature funzionali allo sviluppo dell'intelligenza artificiale.

Nel primo trimestre del 2026 il PIL dell'area dell'euro ha ristagnato, risentendo soprattutto della marcata contrazione dell'economia irlandese. Il prodotto dell'area ha ripreso vigore nel secondo trimestre, registrando un incremento congiunturale dello 0,4 per cento. Tra i principali Paesi, la Spagna e la Francia hanno accelerato (0,7 e 0,2 per cento rispettivamente), mentre la Germania e l'Italia hanno rallentato a un ritmo (0,2 per cento per entrambi) inferiore a quello della media dell'area.

Gli indicatori congiunturali prospettano una fase ciclica ancora moderatamente espansiva per l'economia mondiale. Le indagini presso i direttori degli acquisti segnalano una debole crescita dell'attività, con il PMI composito globale che si conferma superiore alla soglia di espansione (52,0 in giugno); dalla primavera scorsa gli indici relativi all'attività manifatturiera prospettano un'espansione più robusta di quella del terziario come non accadeva da oltre tre anni (fig. 2).

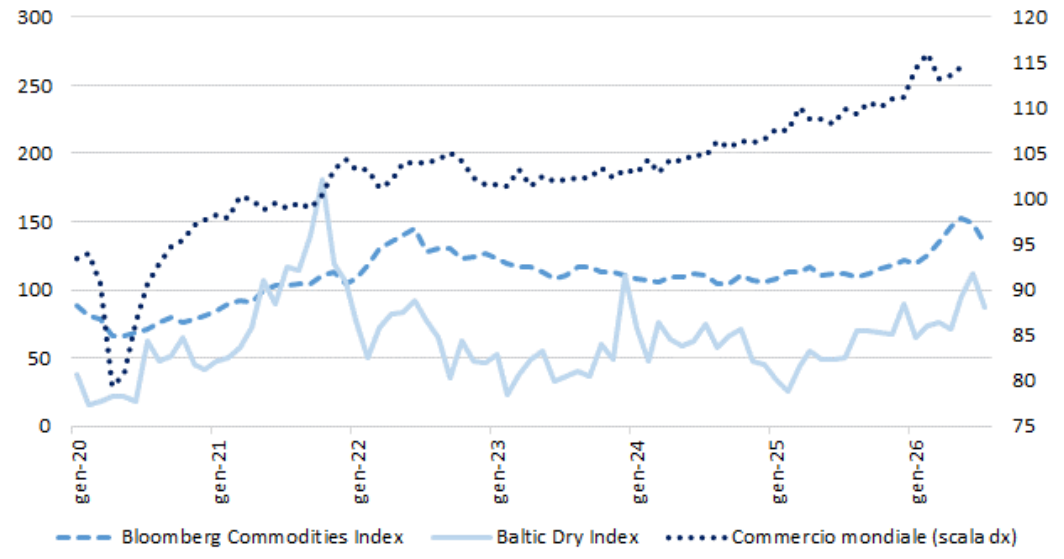
Le crescenti contrapposizioni nelle relazioni tra gli Stati non hanno frenato gli scambi internazionali su scala globale. Dopo il forte calo di marzo, ad aprile il commercio mondiale ha registrato un aumento dello 0,3 per cento rispetto al mese precedente e un'ulteriore accelerazione a maggio (1,0 per cento la variazione sul mese precedente), segnalando una stabilizzazione dei flussi commerciali globali dopo le precedenti interruzioni (fig. 3). Anche il Baltic Dry Index era migliorato nella tarda primavera ma successivamente ha subìto una diminuzione riflettendo la minore domanda globale di merci e una maggiore disponibilità di navi sul mercato. Il Bloomberg Commodities Index è aumentato gradualmente fino a raggiungere un massimo nel mese di giugno, per poi

ripiegare, con l'allentamento delle tensioni sui mercati delle materie prime industriali e agricole e il miglioramento delle prospettive di offerta.

Fig. 2 – Indice JP Morgan globale PMI

Fonte: LSEG.

Fig. 3 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2021 = 100)



Fonte: LSEG.

Le previsioni aggiornate del Fondo monetario internazionale

Le stime del *World Economic Outlook* (WEO) dell'aggiornamento di luglio 2026 delineano una fase dell'economia mondiale di crescita moderata e fortemente eterogenea tra le principali aree. Rispetto alle previsioni di aprile il FMI ha limato la crescita globale per il 2026 (al 3,0 per cento, dal 3,1 di aprile), mentre ha migliorato di due decimi di punto quella del 2027, al 3,4 per cento. La revisione per quest'anno riflette l'indebolimento delle prospettive delle economie avanzate, in particolare dell'area dell'euro, per la quale la crescita del PIL nel 2026 è stata ridotta allo 0,9 per cento, con una revisione al ribasso di 0,2 punti percentuali, a causa della debolezza della domanda interna, degli effetti delle tensioni commerciali e dell'incertezza geopolitica. Per gli Stati Uniti le stime sul PIL rimangono sostanzialmente invariate sul 2026 (2,3 per cento) e vengono lievemente migliorate per il 2027 (2,2 per cento), grazie alla tenuta della domanda interna. Tra le economie emergenti, la Cina beneficia di una revisione al rialzo delle prospettive sul PIL (4,6 per cento nel 2026), sebbene i dati del secondo trimestre abbiano riportato una variazione tendenziale pari al 4,3 per cento, al di sotto delle aspettative e inferiore al 5,0 per cento del primo trimestre. Nonostante il peggioramento delle prospettive di crescita, le attese sul commercio mondiale risultano più favorevoli rispetto ad aprile, con una dinamica prevista al 3,5 per cento nel 2026 e al 4,3 nel 2027. La revisione al rialzo delle attese sugli scambi riflette l'attenuazione delle tensioni commerciali e la solidità del ciclo tecnologico globale, che spinge soprattutto gli scambi con i paesi asiatici (Corea, Malesia, Taiwan) esportatori netti di *hardware* (tab. 1).

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO *Update* luglio 2026			Differenze con WEO aprile 2026	
	2025	2026	2027	2026	2027
Prodotto mondiale	3,5	3,0	3,4	-0,1	*0,2*
Economie avanzate	*1,9*	*1,7*	*1,8*	*-0,1*	*0,1*
Stati Uniti	*2,1*	*2,3*	*2,2*	0,0	*0,1*
Area dell'euro	*1,4*	*0,9*	*1,2*	*-0,2*	*0,0*
Economie emergenti	*4,5*	*3,8*	*4,5*	-0,1	*0,3*
Cina	*5,0*	*4,6*	*4,1*	*0,2*	*0,1*
Commercio mondiale	5,0	3,5	4,3	0,7	0,5

Fonte: FMI, *World Economic Outlook update*, luglio 2026.

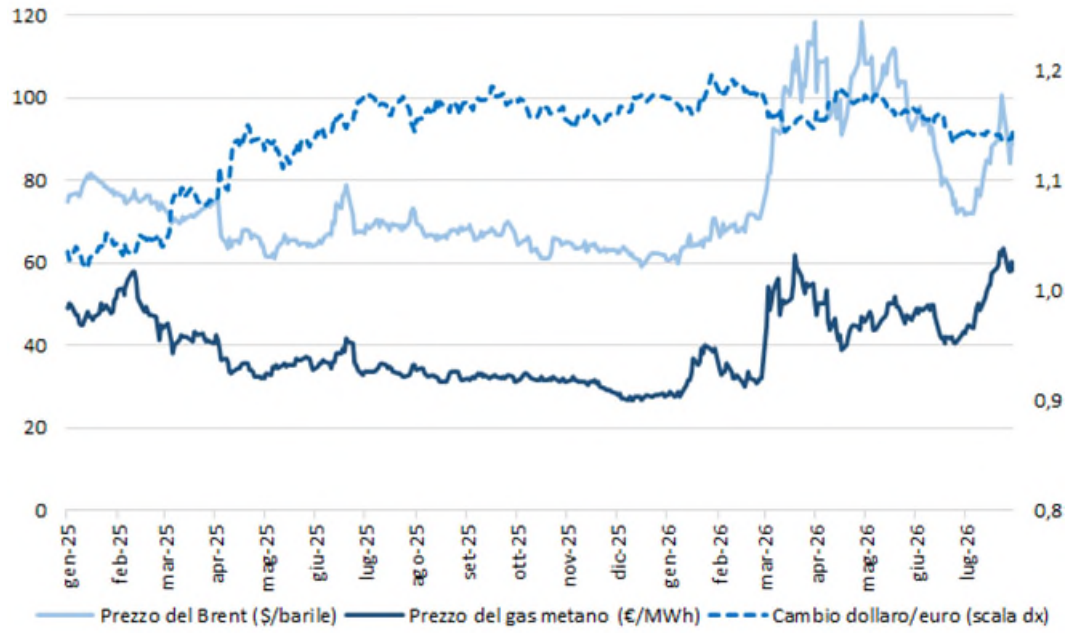
Le quotazioni dei beni energetici sono volatili e restano elevate

Il temporaneo allentamento delle tensioni geopolitiche successive alla tregua in Medio Oriente si è riflesso rapidamente sui mercati energetici ma restano significativi i fattori di incertezza sul quadro geopolitico, specialmente in Medio Oriente, alimentando l'erraticità delle quotazioni. Dopo il forte incremento registrato tra marzo e aprile (circa il 60 per cento rispetto a febbraio), il prezzo del Brent è diminuito dai massimi di circa 118 dollari

per barile di fine aprile a meno di 80 dollari a metà giugno (fig. 4); nello stesso periodo il prezzo del gas naturale europeo è sceso da oltre 62 a meno di 45 euro per MWh. Dalla seconda metà di luglio, tuttavia, il riacutizzarsi delle tensioni ha determinato una nuova risalita delle quotazioni, con il Brent tornato intorno ai 100 dollari al barile e il gas oltre i 60 euro per MWh. Nel complesso, i prezzi dell'energia restano superiori ai livelli osservati all'inizio dell'anno, continuando a rappresentare un fattore di rischio per i costi di produzione e per l'inflazione, soprattutto nelle economie europee maggiormente dipendenti dalle importazioni energetiche.

Il tasso di cambio, che registrava una quotazione media di 1,14 dollari per euro a fine luglio, si è deprezzato rispetto ai mesi primaverili riflettendo anche la maggiore esposizione dell'area euro allo *shock* energetico.

Fig. 4 – Prezzo del petrolio, del gas e tasso di cambio
(quotazioni petrolio in dollari e gas in euro)



Fonte: LSEG.

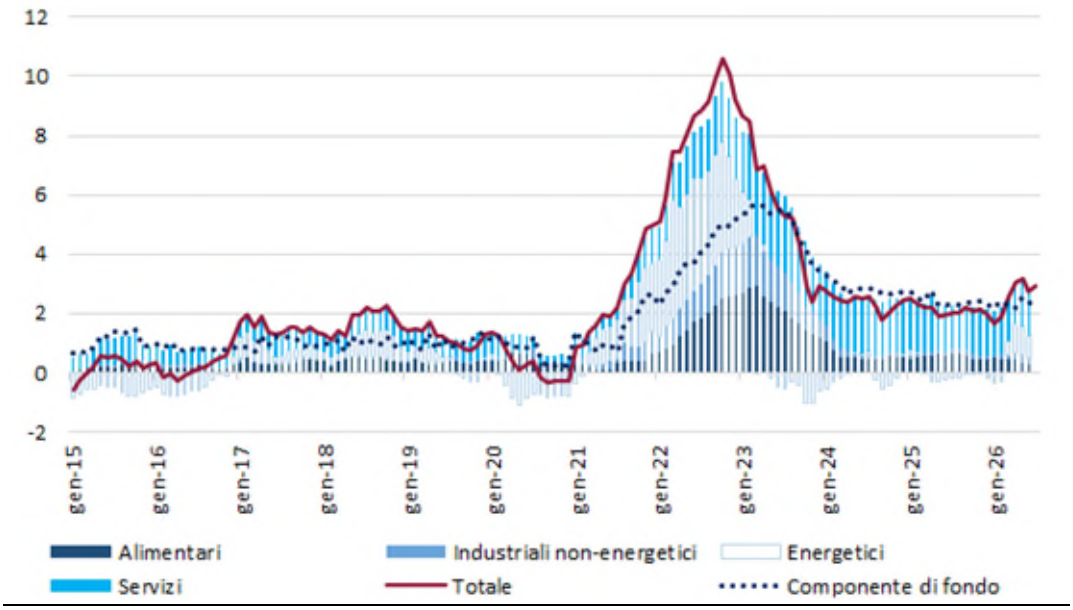
L'inflazione dell'area dell'euro eccede l'obiettivo della banca centrale

Le tensioni sui mercati energetici indotte dalla guerra in Medio Oriente hanno spinto l'inflazione nelle principali economie avanzate. Nell'area dell'euro la dinamica dei prezzi al consumo nella media del secondo trimestre è aumentata nell'intorno del 3,0 per cento (fig. 5), riflettendo soprattutto il forte rincaro dei prezzi dell'energia; in luglio l'inflazione al consumo si è confermata relativamente alta, al 2,9 per cento, mentre la componente di fondo è più bassa, al 2,5 per cento. Oltre alle pressioni sui prezzi energetici si evidenzia una dinamica ancora sostenuta delle componenti interne, in particolare dei servizi; non

emergono comunque al momento effetti di secondo ordine su salari e prezzi. Anche negli Stati Uniti l'inflazione ha superato l'obiettivo della Federal Reserve, evidenziando l'ulteriore rafforzamento delle pressioni inflazionistiche nel secondo trimestre dell'anno, sia nella componente generale sia in quella di fondo (rispettivamente al 3,8 e 2,7 per cento secondo l'indice CPI).

In tale contesto, le prospettive di politica monetaria sono divenute meno favorevoli rispetto a quelle delineate all'inizio dell'anno. La Banca centrale europea, nella riunione dello scorso giugno, ha aumentato i tassi di riferimento di 25 punti base, evidenziando come l'evoluzione dei prezzi dell'energia e delle tensioni geopolitiche rappresenti il principale elemento di rischio per lo scenario inflazionistico. Nelle proiezioni di giugno l'Eurosistema ha rivisto al rialzo le stime di inflazione per il 2026 (3,0 per cento) e al ribasso quelle di crescita (0,8 per cento), prospettando uno scenario caratterizzato da un temporaneo rafforzamento delle pressioni sui prezzi con un'attività economica debole. La Riserva Federale nella riunione di fine luglio ha invece mantenuto invariati i tassi, ritenendo che i rincari derivassero prevalentemente da uno *shock* energetico temporaneo e non rilevando, finora, significativi effetti di secondo ordine su salari e prezzi. L'orientamento resta tuttavia prudente e in seno al Federal Open Market Committee (FOMC) è emerso in luglio un dissenso, con tre dei dodici componenti in favore di un incremento dei tassi d'interesse ufficiali; la politica monetaria deve contemperare la necessità di bilanciare il sostegno all'attività economica con un'inflazione ancora superiore all'obiettivo, sebbene le aspettative a lungo termine rimangano ancorate.

Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)

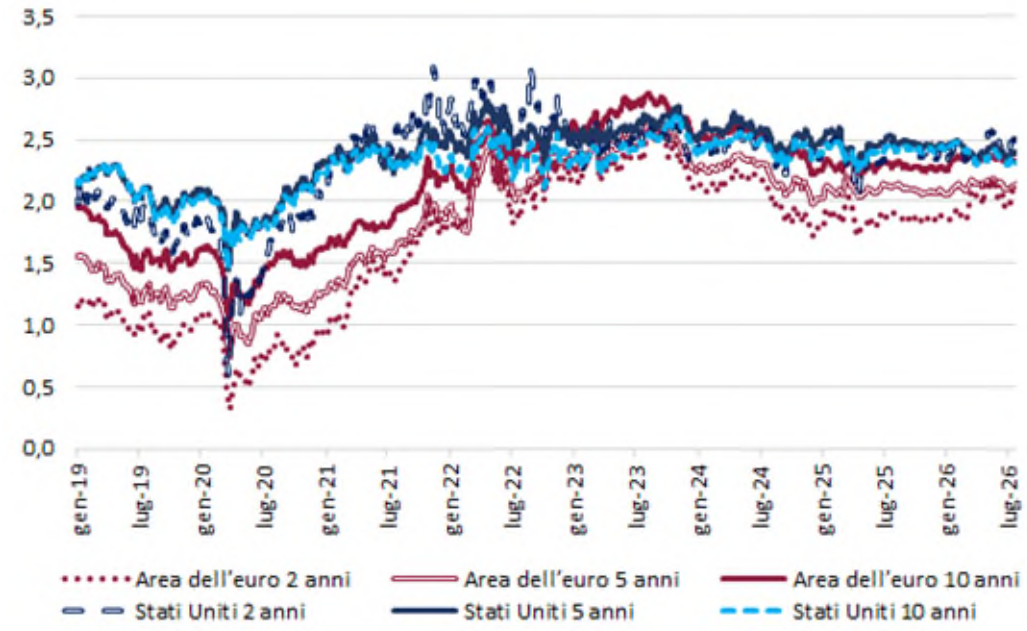


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

I rendimenti dei titoli di Stato a luglio sono aumentati, sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, in un contesto di elevata volatilità. I rischi inflazionistici indotti dalle nuove tensioni in Medio Oriente e le indicazioni non univoche provenienti dalla Federal Reserve hanno indotto i mercati a ridimensionare le attese di riduzione dei tassi ufficiali, orientando verso l'alto i tassi d'interesse a lungo termine.

Tra giugno e luglio 2026 le aspettative di inflazione implicite nei mercati finanziari (fig. 6) sono apparse differenziate tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. Nell'area dell'euro le attese sono rimaste pressoché stabili su tutte le principali scadenze e si sono lievemente ridotte a luglio sulla scadenza decennale, confermando il sostanziale ancoraggio delle aspettative all'obiettivo della Banca centrale europea (BCE). Negli Stati Uniti le aspettative implicite sulla dinamica dei prezzi hanno registrato una moderata diminuzione in luglio, sulle scadenze a 5 e 10 anni, riflettendo il ridimensionamento delle quotazioni energetiche rispetto ai massimi raggiunti nei mesi precedenti e la convinzione degli operatori che lo *shock* non sia destinato a tradursi in pressioni inflazionistiche persistenti.

Fig. 6 – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation-linked swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti
(punti percentuali)



Fonte: LSEG.

L'economia italiana

Nel secondo trimestre l'attività economica ha appena rallentato

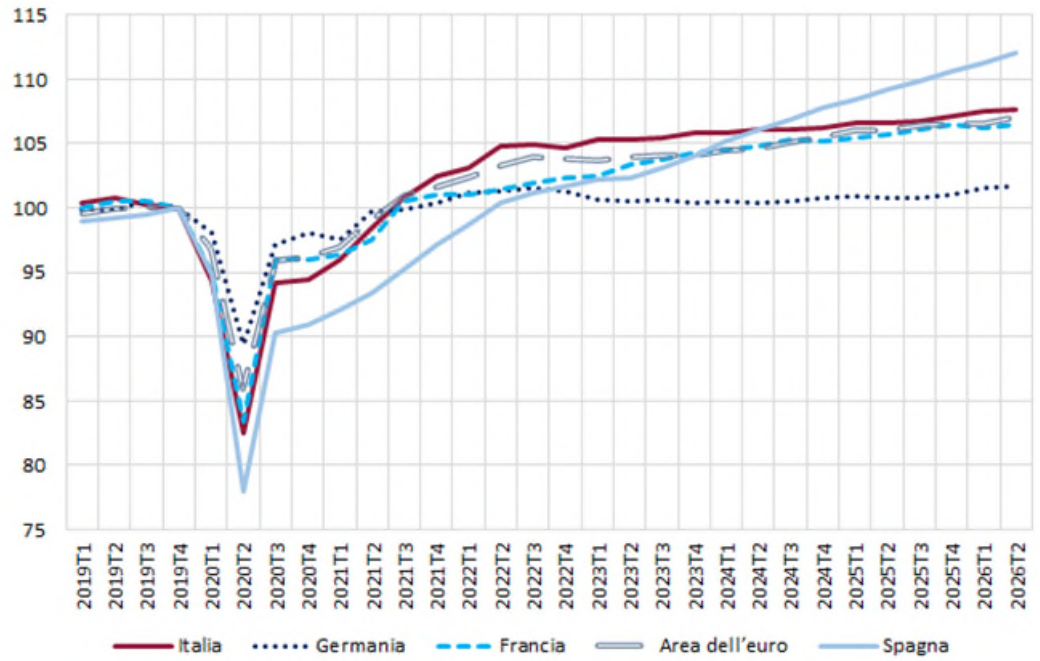
Nel primo trimestre di quest'anno il PIL ha segnato una crescita congiunturale dello 0,3 per cento, come già in autunno. All'espansione del PIL hanno contribuito positivamente sia la domanda nazionale al netto delle scorte (per quattro decimi di punto percentuale), sia la domanda estera netta (quasi un punto), mentre la variazione delle scorte ha sottratto oltre un punto alla crescita. Sul versante dell'offerta l'incremento del valore aggiunto (0,3 per cento) è stato trainato dal terziario, in particolare dai servizi di commercio, trasporto e alloggio (0,4 per cento), dai servizi ICT (1,1 per cento) e dalle attività immobiliari (1,3 per cento); il valore aggiunto nell'industria in senso stretto ha rallentato allo 0,1 per cento, nelle costruzioni e nell'agricoltura si è ridotto rispettivamente dello 0,3 e 0,5 per cento.

Nel secondo trimestre, sulla base dei dati di natura preliminare rilasciati la settimana scorsa, il PIL è aumentato dello 0,2 per cento su base congiunturale; l'incremento rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno è di un punto percentuale. La variazione acquisita per il 2026 si attesta allo 0,8 per cento, ma nei conti annuali la correzione per i giorni lavorativi dovrebbe tradursi in una crescita maggiore per circa un decimo di punto percentuale. La dinamica primaverile dell'attività economica sarebbe la sintesi di una crescita nei servizi e di una flessione dell'agricoltura e dell'industria (l'insieme delle costruzioni e dell'industria in senso stretto). Dal lato della domanda vi sarebbe stato un contributo positivo della componente domestica tale da eccedere l'apporto negativo di quella estera netta. La dinamica congiunturale del PIL dell'Italia in primavera è risultata in linea con quella tedesca e francese, ma pari a circa la metà di quella dell'area dell'euro; si conferma vivace la fase ciclica della Spagna, con una crescita trimestrale dello 0,7 per cento, che potrebbe anche giovarsi, nel breve periodo, della recente vittoria dei mondiali di calcio[2]. Nel confronto con i livelli pre-pandemia l'attività economica del nostro Paese risulta superiore per circa otto punti percentuali, un differenziale inferiore a quello della Spagna (circa dodici punti) e lievemente superiore a quelli della Francia e dell'area dell'euro; al contrario, il PIL della Germania si mantiene sui volumi di fine 2019 (fig. 7).

Quanto alle dinamiche regionali, sulla base delle stime preliminari rilasciate dall'Istat a fine giugno la dinamica del PIL del Mezzogiorno nel 2025 (0,6 per cento) sarebbe stata superiore a quella del Centro-Nord (0,5 per cento), come avviene già da alcuni anni. Secondo le più recenti previsioni pubblicate da SVIMEZ tale tendenza dovrebbe proseguire anche nel 2026, in virtù soprattutto dell'impulso derivante dal PNRR, per poi invertirsi il prossimo anno.

[2] Mello, M. (2024). A kick for the GDP: the effect of winning the FIFA World Cup. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *86*(6), 1313-1341.

Fig. 7 – PIL dell'area dell'euro e delle sue maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)

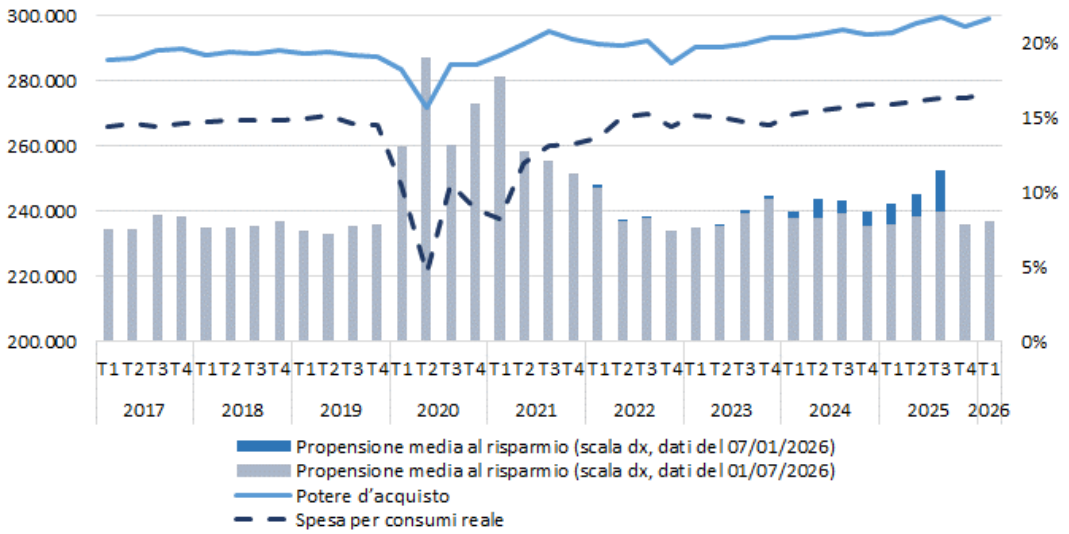


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

I consumi delle famiglie aumentano, ma restano improntati alla cautela

Nei primi mesi del 2026 i consumi privati hanno accelerato, pur in presenza di un indebolimento del clima di fiducia delle famiglie e in un contesto geopolitico che cominciava a deteriorarsi. Nel primo trimestre dell'anno i consumi privati sono cresciuti in volume per mezzo punto percentuale su base congiunturale, un ritmo superiore a quello dei trimestri precedenti. La spesa delle famiglie ha beneficiato del rimbalzo del potere d'acquisto, aumentato di otto decimi di punto percentuale rispetto al trimestre precedente, recuperando quasi interamente la flessione occorsa in autunno. L'incremento del reddito disponibile in termini nominali (1,6 per cento), in parte mitigato dalla dinamica dei prezzi, si è tradotto in un aumento della spesa a prezzi correnti dell'1,4 per cento, per cui la propensione al risparmio è appena aumentata all'8,0 per cento, un valore che recepisce anche le profonde revisioni che hanno interessato la serie storica. In particolare, nei dati trimestrali pubblicati dall'Istat in aprile, coerenti con i conti annuali del 2025, il tasso di risparmio per il terzo trimestre dello scorso anno è stato ridotto in misura marcata, circa tre punti percentuali: ciò si ascrive sia alla revisione al ribasso del reddito disponibile lordo (circa 7 miliardi per il trimestre estivo) sia a quella al rialzo dei consumi nominali (per circa 3 miliardi). La revisione, seppur meno profonda, ha riguardato anche il primo semestre dello scorso anno (1,5 punti in media) e i quattro trimestri del 2024 (poco meno di un punto in media). In definitiva, negli ultimi dati il tasso di risparmio oscilla nell'intorno dell'otto per cento nel periodo post-pandemico (fig. 8).

Fig. 8 – Potere d'acquisto, consumi e propensione al risparmio delle famiglie
(milioni di euro, valori concatenati al 2020 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

L'espansione della spesa delle famiglie sembrerebbe essere proseguita in primavera, nonostante l'aumento dell'inflazione indotto dalla guerra in Medio Oriente. Secondo le elaborazioni dell'UPB l'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio sarebbe aumentato su base congiunturale di oltre mezzo punto percentuale nel secondo trimestre, in virtù di una crescita lieve della componente dei beni e marcata per quella dei servizi. Indicazioni sostanzialmente analoghe giungono dai dati Istat sulle vendite al dettaglio in volume di maggio, la cui debole variazione acquisita per il trimestre primaverile è ascrivibile principalmente alla componente non alimentare.

Nella media del secondo trimestre le opinioni dei consumatori sono peggiorate su base congiunturale; nondimeno le indagini più recenti, riferite a luglio, indicano un recupero del clima di fiducia diffuso a tutte le componenti.

L'accumulazione di capitale è rimasta robusta in inverno, ma le imprese temono le tensioni internazionali

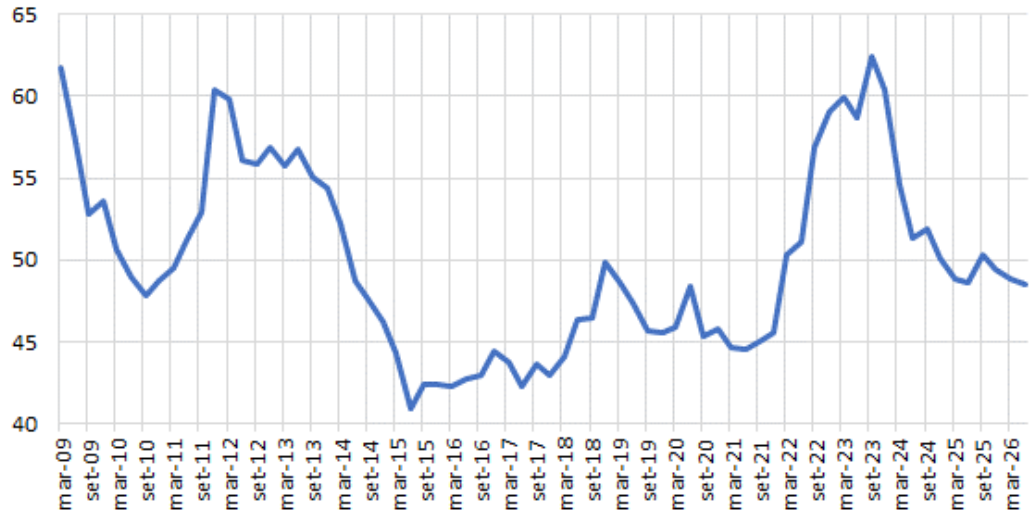
Nel primo trimestre dell'anno in corso gli investimenti sono cresciuti di sette decimi di punto percentuale, rallentando moderatamente rispetto allo scorcio finale del 2025. L'accumulazione è stata sostenuta per gli impianti e macchinari, in crescita del 2,3 per cento dopo la sostanziale stasi autunnale; riguardo alle costruzioni, il recupero dell'edilizia non residenziale (1,3 per cento), che ha beneficiato dell'accelerazione dei lavori del PNRR, ha compensato solo in parte la battuta d'arresto della componente abitativa (-2,7 per cento). La quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, si è ridotta di mezzo punto rispetto al trimestre precedente (al 42,8 per cento), confermando la tendenza decrescente in atto dal 2023;

anche il *mark-up* per il totale dell'economia si è ridotto in misura simile, rispecchiando una tendenza in flessione in tutti i settori.

Le prospettive dell'accumulazione di capitale appaiono incerte, con notevole variabilità settoriale. Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, svolta tra maggio e giugno, sono peggiorati rispetto al trimestre precedente in tutti i settori i giudizi sulla situazione economica generale. L'indagine riporta condizioni per investire sfavorevoli e in peggioramento, pur continuando a prospettare – eccetto che nell'industria in senso stretto – un'espansione per la spesa in investimenti rispetto allo scorso anno.

Riguardo all'intermediazione finanziaria, secondo la rilevazione sul credito bancario della Banca d'Italia (BLS), in primavera la domanda di prestiti da parte delle imprese è aumentata, quella di mutui da parte delle famiglie è rimasta complessivamente stabile e quella di credito finalizzato al consumo è leggermente cresciuta. A maggio si è registrato un aumento dei prestiti erogati sia alle famiglie sia alle società non finanziarie, rispettivamente del 2,6 e del 3,5 per cento su base tendenziale. Sul versante dell'offerta, le condizioni applicate dagli istituti bancari alle imprese sono state lievemente allentate nel trimestre appena concluso; segnali analoghi giungono dall'andamento dell'indicatore sulle difficoltà di accesso al mercato del credito dell'UPB, che, nei trimestri più recenti, segnala la prosecuzione della fase di allentamento delle tensioni rispetto ai picchi registrati nello scorso biennio (fig. 9). Secondo la Banca d'Italia, nei dodici mesi terminanti in giugno, le misure a sostegno della transizione climatica avrebbero favorito condizioni di accesso al credito meno restrittive per le imprese impegnate in attività *green* e accresciuto la domanda delle famiglie per mutui finalizzati all'acquisto di abitazioni a maggiore efficienza energetica.

Fig. 9 – Indicatore dell'UPB sulle difficoltà di accesso al credito (1)
(indice di diffusione; soglia tra condizioni restrittive ed espansive = 50)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Per i dettagli metodologici si rimanda alla Nota sulla congiuntura di ottobre 2023 dell'UPB.

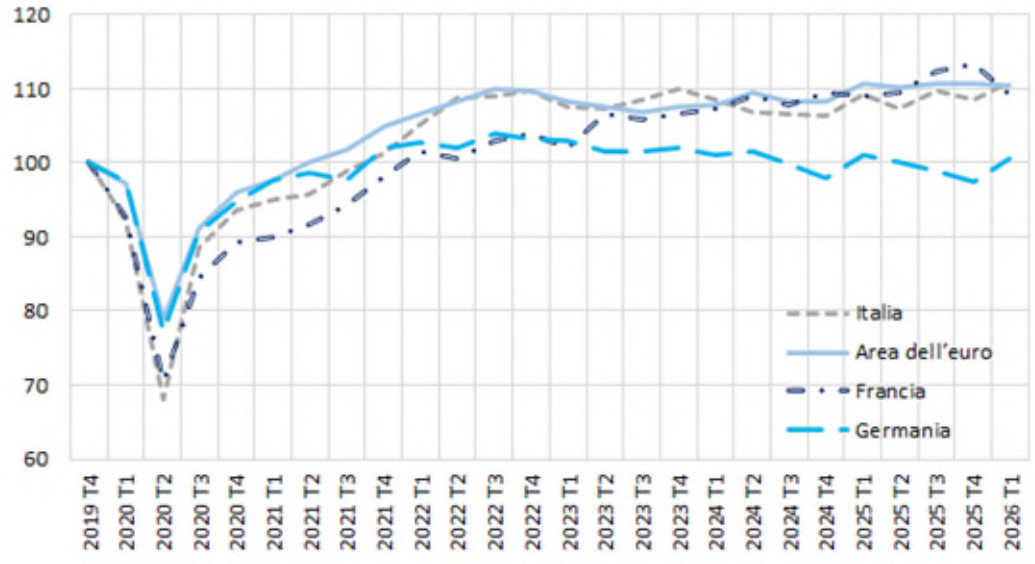
Le esportazioni hanno recuperato nei primi mesi dell'anno, ma le inchieste presso le imprese mostrano segnali di fragilità

Nel primo trimestre dell'anno in corso, le esportazioni italiane di beni e servizi in volume sono aumentate del 2,2 per cento sul periodo precedente, recuperando la flessione dell'1,0 per cento dello scorcio finale del 2025. Nel confronto europeo, i volumi di esportazioni dell'Italia sono aumentati rispetto al periodo precedente la pandemia più che in Germania e sostanzialmente in linea con la Francia e l'area dell'euro (fig. 10).

L'incremento delle vendite all'estero nel periodo invernale ha interessato in eguale misura i beni e i servizi e ha riguardato i mercati esterni all'area dell'euro (3,8 per cento, contro lo 0,1 nell'area), su pochi comparti specialistici quali la cantieristica navale, i metalli preziosi e la farmaceutica. Nel complesso, il recupero non appare riconducibile a un rafforzamento diffuso della domanda estera: l'incremento dei flussi riflette in misura rilevante categorie merceologiche caratterizzate da elevata volatilità e specifiche aree geografiche di destinazione.

Secondo i dati mensili più recenti nel bimestre aprile-maggio le esportazioni di beni in volume, al netto della stagionalità, sono rimaste pressoché invariate rispetto al primo trimestre, nonostante la flessione di quelle verso il Medio Oriente. La stabilità del dato aggregato indica che l'impatto diretto delle tensioni nel Golfo Persico sui volumi esportati è stato contenuto, anche per effetto della tenuta degli altri mercati di destinazione e dell'andamento di alcune componenti settoriali particolarmente volatili. Anche gli ordini esteri e il PMI manifatturiero sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre i tempi di consegna si sono allungati per le tensioni nelle catene di approvvigionamento.

Fig. 10 – Esportazioni dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

Il relativo indice PMI è sceso sui livelli più bassi dalla fine del 2022, segnalando che le tensioni internazionali stanno incidendo sulle condizioni di approvvigionamento, oltre che sulla domanda. Nel complesso le inchieste prospettano esportazioni ancora su livelli elevati, ma caratterizzate da una marcata esposizione a fattori settoriali e geopolitici.

Il surplus di conto corrente, corretto per la stagionalità e i giorni lavorativi, è salito nei primi tre mesi dell'anno all'1,8 per cento del PIL, dallo 0,8 del trimestre precedente, sostenuto dalla ripresa delle esportazioni, dal calo delle importazioni e dal miglioramento del saldo dei redditi primari. Alle esportazioni di servizi hanno contribuito anche le entrate legate ai Giochi olimpici invernali 2026 di Milano-Cortina. In prospettiva, tuttavia, il rincaro delle materie prime energetiche è atteso determinare un peggioramento del saldo esterno: secondo le stime della Banca d'Italia, il disavanzo energetico potrebbe ampliarsi di circa mezzo punto di PIL nel 2026, per poi ridursi gradualmente negli anni successivi.

Nel primo trimestre del 2026 le importazioni di beni e servizi sono diminuite nelle serie in volume di contabilità nazionale dello 0,7 per cento sul trimestre precedente, riassorbendo in parte l'aumento dell'1,3 per cento registrato negli ultimi tre mesi del 2025. La contrazione è dovuta ai servizi (-3,4 per cento), mentre gli acquisti di beni sono rimasti sostanzialmente invariati.

Con esportazioni in crescita e importazioni in calo, il commercio estero ha nel complesso apportato 0,9 punti percentuali alla crescita trimestrale del PIL in inverno, più che compensando quindi la flessione della domanda nazionale al lordo delle scorte (-0,7 punti percentuali).

Le indicazioni più recenti sull'industria sono discordanti

Dopo la battuta d'arresto invernale (-0,2 per cento), nei primi due mesi primaverili la produzione industriale si è rafforzata rispetto alla media del trimestre precedente, conducendo a una variazione acquisita di sette decimi di punto percentuale nel secondo trimestre. Al contrario, pur con un rimbalzo in maggio, il fatturato in volume dell'industria si è ridotto per sette decimi di punto fra marzo e maggio rispetto ai tre mesi precedenti, delineando un quadro meno favorevole.[3] Anche le indagini congiunturali forniscono indicazioni eterogenee: a luglio l'indice PMI della manifattura si è collocato a 51,3, confermandosi in territorio espansivo sin dai primi mesi di quest'anno; al contrario, l'indice Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere si è ridotto nel secondo trimestre su base congiunturale, pur rimbalzando a luglio.

[3] Andamenti divergenti di produzione industriale e fatturato possono dipendere da molteplici fattori, fra cui: 1) disallineamenti temporali fra produzione e vendita; 2) aumento della produzione finalizzata alla costituzione di scorte in presenza di attese di rialzo dei costi delle materie prime e dei prezzi; 3) variazioni nella composizione qualitativa dei beni venduti, con uno sbilanciamento riguardo ai settori in cui i fattori tecnologici rilevano maggiormente.

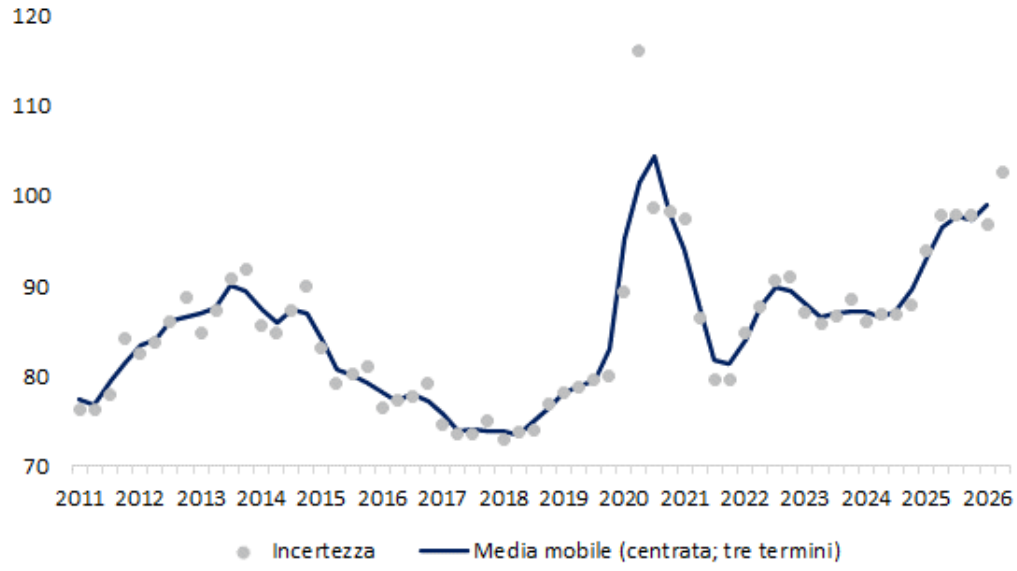
Dopo aver rallentato su base mensile ad aprile (dall'1,9 per cento di marzo allo 0,8), la produzione nelle costruzioni in maggio ha ristagnato. Ciononostante, la variazione acquisita nel secondo trimestre rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno è marcata, pari al due per cento. Anche nell'edilizia le valutazioni delle imprese risentono delle tensioni globali, oltre che di fattori climatici: l'indice sul clima di fiducia rilevato dall'Istat per il comparto si è contratto per oltre un punto nel secondo trimestre di quest'anno; allo stesso modo, l'indice PMI delle costruzioni si colloca da alcuni mesi in territorio restrittivo, flettendo di quattro punti in giugno (a 45,4) in virtù del calo della domanda, dei ritardi nelle consegne e della perdita di ore lavorate a causa delle temperature estreme.

Dopo la stasi dell'autunno scorso, nei primi tre mesi del 2026 il valore aggiunto dei servizi ha accelerato allo 0,4 per cento; la crescita è ascrivibile a tutti i comparti, a eccezione delle attività finanziarie e assicurative (-1,2 per cento) e del settore pubblico in fase stagnante. Nel secondo trimestre l'indice di fiducia dei servizi di mercato ha registrato un calo di circa cinque punti rispetto al periodo invernale, mentre il PMI del terziario in giugno è tornato a collocarsi in territorio espansivo dopo la momentanea contrazione occorsa nei mesi precedenti. Il fatturato in volume è cresciuto dello 0,2 per cento nel trimestre marzo-maggio rispetto al precedente.

In riferimento alla natalità d'impresa, sulla base dei dati di Movimprese, nel 2025 si era registrato un saldo attivo tra aperture e chiusure di attività pari a quasi 57.000 unità, corrispondente a una crescita dello *stock* dell'1,0 per cento su base annua. Nei primi tre mesi di quest'anno il saldo fra iscrizioni e cessazioni è debolmente positivo, mentre nello stesso periodo dell'anno si osserva usualmente un saldo negativo che riflette le chiusure maturate nello scorcio finale dell'esercizio precedente. La natalità d'impresa rimane guidata dalle società di capitali e dalle attività dei servizi.

Nel complesso, nei tre mesi primaverili l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si è ridotto di oltre due punti rispetto alla media invernale. Il peggioramento dei giudizi appare riconducibile alle tensioni globali, che destabilizzano le aspettative; negli ultimi mesi l'incertezza di famiglie e imprese, secondo la misura elaborata dall'UPB, si è intensificata in misura non trascurabile (fig. 11).

Fig. 11 – Indice di incertezza dell'UPB
(numero indice, 1993 T1=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'occupazione continua a crescere; si interrompe il recupero dei salari reali

Nel primo trimestre è proseguita l'espansione del mercato del lavoro, sebbene in presenza di segnali di indebolimento della partecipazione; il numero di persone occupate è aumentato (0,4 per cento secondo la contabilità nazionale trimestrale), soprattutto nelle costruzioni (0,8 per cento) e nei servizi (0,5 per cento). Le ore complessivamente lavorate sono cresciute dello 0,3 per cento, meno dell'occupazione; le ore *pro capite* si sono quindi ridotte, per il secondo trimestre consecutivo, segnalando una moderazione dell'intensità di utilizzo del lavoro diffusa, con l'eccezione della manifattura. La domanda di lavoro ha rallentato: il tasso di posti vacanti è sceso principalmente nelle costruzioni e, in misura minore, nei servizi e nella manifattura, mantenendosi tuttavia largamente al di sopra dei livelli pre-pandemia. La produttività oraria è rimasta stazionaria, poiché il recupero nei servizi ha compensato le dinamiche sfavorevoli negli altri principali settori.

Nello stesso periodo, le ore complessivamente autorizzate nell'ambito della Cassa integrazione guadagni (CIG) e dei Fondi di solidarietà si sono ridotte per il secondo trimestre consecutivo. Nell'industria in senso stretto le ore di CIG sono diminuite di circa un quarto (rispetto al corrispondente trimestre del 2025), anche per la flessione della componente straordinaria; nell'edilizia sono invece tornate ad aumentare.

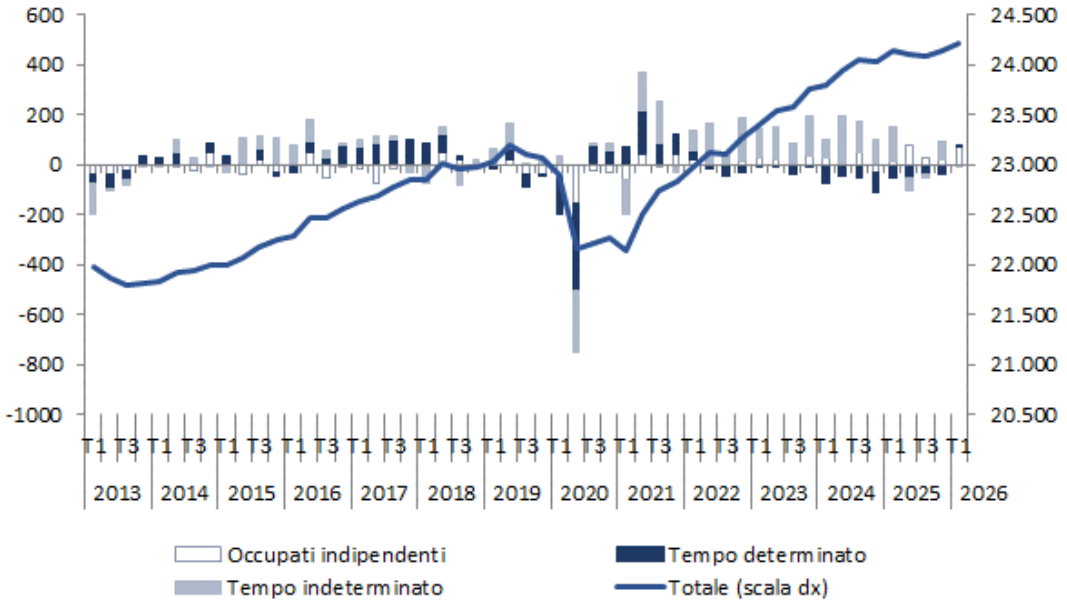
Secondo la Rilevazione sulle forze di lavoro, la crescita dell'occupazione nel trimestre invernale è interamente ascrivibile al recupero del lavoro autonomo (1,4 per cento la variazione congiunturale, 72.000 unità in più); la fase espansiva di questa componente data da oltre un anno (fig. 12) e sono stati raggiunti valori nettamente al di sopra di quelli

pre-pandemici. L'occupazione dipendente a tempo indeterminato è lievemente diminuita, mentre quella a termine ha segnato un rialzo (0,3 per cento), interrompendo una fase di contrazione durata quasi quattro anni. La flessione del lavoro a tempo determinato, che caratterizza le dinamiche occupazionali dalla fase post-pandemica, nel corso del 2025 si è associata alla maggiore stabilità dell'occupazione e a una minore mobilità; nel 2023-24 aveva invece riflesso la maggiore propensione delle imprese a trattenere e a stabilizzare il personale, in presenza di un'elevata tensione tra domanda e offerta di lavoro e di difficoltà nel reperire competenze qualificate (si veda il riquadro "Alcune evidenze sul *labour hoarding* derivanti dalle inchieste presso le imprese" nella Nota sulla congiuntura UPB di aprile 2024).

La ripresa dell'occupazione a termine nel primo trimestre di quest'anno si è accompagnata alla riduzione delle trasformazioni di contratti a termine in rapporti a tempo indeterminato, evidenziata dai dati di flusso dell'Osservatorio INPS sul mercato del lavoro per il settore privato non agricolo. Nel complesso, la creazione netta di posizioni lavorative è aumentata (5,1 per cento rispetto all'analogo periodo del 2025), sostenuta soprattutto dai contratti stagionali e a tempo determinato nei settori del terziario legati al turismo.

L'incremento dell'occupazione nel primo trimestre ha interessato in misura simile uomini e donne. Per classi di età, è stato particolarmente marcato (0,7 per cento) per la componente più anziana (50-64 anni), riflettendo ancora in larga misura un effetto di composizione demografica, dovuto al progressivo ingresso in questa fascia di coorti numerose di lavoratori già occupati, provenienti dalla classe dei 35-49enni.

Fig. 12 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali assolute; livelli in migliaia di unità)



Fonte: Istat.

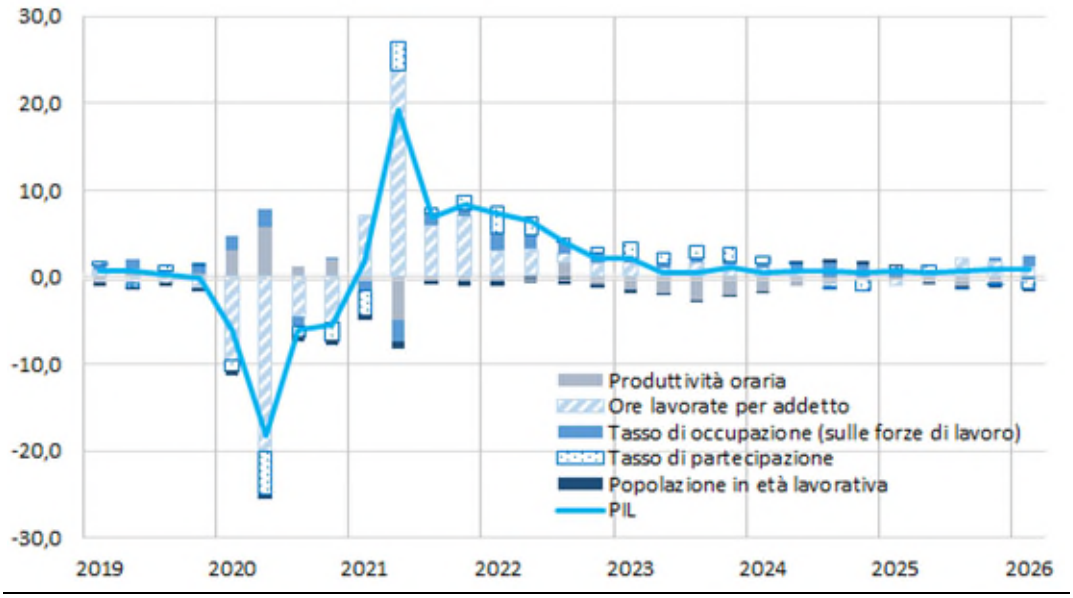
Secondo indicazioni preliminari, il numero di occupati ha continuato a espandersi nel trimestre primaverile (0,5 per cento su base congiunturale), sostenuto dal recupero dell'occupazione dipendente a tempo indeterminato. Il tasso di occupazione (15-64 anni) è salito, raggiungendo un nuovo massimo storico (63,0 per cento).

Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro (15-64 anni) è lievemente diminuito nel primo trimestre (di circa un decimo di punto, al 66,3 per cento), per la flessione dell'offerta di lavoro, dovuta al calo delle persone in cerca di un impiego, a fronte di una popolazione in età lavorativa pressoché stabile. La partecipazione ha continuato a migliorare tra i 50-64enni, mentre si è ancora indebolita nelle classi più giovani, sulla cui offerta di lavoro ha inciso la maggiore frequenza di attività di studio e formazione professionale. Nello stesso periodo, nell'area dell'euro e nelle sue principali economie il tasso di attività è invece rimasto sostanzialmente invariato; rispetto al primo trimestre del 2025, il divario dell'Italia dalla media dell'area si è ampliato, di circa un punto percentuale, soprattutto per la più debole dinamica delle forze di lavoro. Il tasso di disoccupazione (15-64 anni) ha continuato a diminuire (al 5,4 per cento nel primo trimestre; 0,4 punti in meno rispetto al quarto trimestre del 2025), riflettendo soprattutto minori passaggi dall'occupazione alla disoccupazione e una minore propensione degli inattivi alla ricerca di un impiego, con conseguenti minori ingressi nelle forze di lavoro. Secondo i dati preliminari relativi al trimestre primaverile, il tasso di disoccupazione si sarebbe sostanzialmente stabilizzato sui livelli dei precedenti tre mesi.

Il numero degli inattivi è ancora aumentato nel primo trimestre e il tasso di inattività (al 33,7 per cento) è ritornato sui valori di tre anni prima. Dalla primavera del 2025 l'aumento dell'inattività ha riguardato soprattutto la frazione più giovane della popolazione (15-34 anni); alla componente maschile è riconducibile una quota significativa della variazione complessiva nell'ultimo anno (circa l'80 per cento). L'indicatore di sottoutilizzo del lavoro è diminuito marginalmente (al 14,6 per cento), riflettendo il calo della disoccupazione; sono invece rimasti sostanzialmente stabili sia gli inattivi più vicini al mercato del lavoro, in particolare le persone disponibili a lavorare pur non cercando un impiego, sia i sottoccupati. Le indicazioni preliminari per il secondo trimestre prospettano una diminuzione degli inattivi in tutte le fasce di età (con l'eccezione dei 15-24enni), e un calo del relativo tasso (al 33,3 per cento).

Scomponendo la variazione tendenziale del PIL in termini dei contributi delle principali variabili del mercato del lavoro (incluse produttività del lavoro e demografia), la crescita economica nel primo trimestre è stata sostenuta dall'incidenza dell'occupazione sulle forze di lavoro e dalle ore lavorate per occupato, il cui contributo si è gradualmente ridotto (fig. 13). Si è invece accentuato l'apporto negativo del tasso di partecipazione; si conferma sfavorevole, come avviene dal trimestre finale del 2022, il contributo della produttività oraria del lavoro; dalla fine dello scorso anno, è risultato negativo anche quello della popolazione in età lavorativa.

Fig. 13 – Crescita del PIL in termini reali e mercato del lavoro
(variazioni percentuali tendenziali; contributi alla crescita)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

Nel primo trimestre la crescita tendenziale delle retribuzioni contrattuali si è lievemente ridotta (al 2,6 per cento); in aprile-giugno la dinamica contrattuale è risultata appena inferiore e, per la prima volta dopo oltre due anni, anche più bassa dell'inflazione. La minore domanda di lavoro e la bassa quota di contratti del settore privato in attesa di rinnovo (pari al 10,7 per cento in giugno) prefigurano una moderazione salariale anche nella seconda metà dell'anno. Sulla base dei contratti in vigore fino a giugno, l'Istat stima per il 2026 una crescita media delle retribuzioni contrattuali del 2,4 per cento, analoga a quella prevista per l'indice IPCA-NEI.

Le retribuzioni orarie di fatto nel primo trimestre sono aumentate del 3,2 per cento su base annua, consentendo un parziale recupero della perdita di potere d'acquisto accumulata nel 2021-23; nello stesso periodo le retribuzioni sono aumentate in termini reali, ma restano basse, inferiori dell'8,3 per cento rispetto alla media del 2020. Il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto poco più dei redditi da lavoro per ora lavorata, segnalando una nuova, ma meno accentuata, flessione tendenziale della produttività oraria.

L'inflazione è aumentata per i rincari energetici, ma resta bassa la componente di fondo

L'inflazione italiana è salita negli ultimi mesi verso il 3,0 per cento, ma la componente di fondo si mantiene modesta grazie alla dinamica in attenuazione dei prezzi dei servizi. Le spinte a monte della catena di produzione si intensificano, ma le aspettative sembrano rientrare dopo il picco dei mesi primaverili.

Nel secondo trimestre dell'anno la dinamica dei prezzi ha raggiunto il 3,0 per cento (fig. 14), oltre il doppio dei tre mesi precedenti. Riguardo ai principali raggruppamenti dell'indice nazionale NIC, i prezzi dei beni energetici si sono impennati (11,3 per cento), per le turbolenze legate alla crisi geopolitica in Medio Oriente. La componente alimentare è tuttavia rimasta moderata (2,4 per cento) e quella dei servizi ha rallentato (2,6 per cento da 3,0 del primo trimestre); ne è derivata una flessione della componente di fondo, all'1,6 per cento dal 2,0 di inizio anno.

In luglio, secondo i dati provvisori, l'inflazione è scesa lievemente, al 2,8 per cento sulla base dell'indice NIC, in conseguenza del rallentamento dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (10,6 per cento da 13,3), degli alimentari non lavorati (3,8 per cento da 4,4) e dei servizi vari[4] (1,8 per cento da 2,5). La componente di fondo è rimasta stabile mentre l'inflazione acquisita per il 2026 è salita al 2,7 per cento. Nella misura armonizzata si registra in luglio un calo congiunturale dei prezzi (-1,0 per cento) dovuto ai saldi estivi che il NIC non considera e una diminuzione della variazione annua di un decimo di punto percentuale (2,9 per cento). L'inflazione italiana ha reagito più velocemente allo *shock* derivante dalla guerra in Medio Oriente di quella dell'area dell'euro, per cui il differenziale negativo sulla dinamica dei prezzi, che era negativo fino al primo trimestre, si è sostanzialmente chiuso in primavera (fig. 15). Come già accaduto durante la crisi energetica scaturita dall'inizio della guerra in Ucraina, anche in questo caso l'aumento dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali si è riflesso in una dinamica dei prezzi al consumo di beni energetici più pronunciata in Italia rispetto all'area dell'euro.

L'aumento dell'inflazione non è molto diffuso tra le singole voci del paniere (fig. 16), infatti l'incremento dei mesi recenti resta confinato ad alcune voci con variazione estrema: nel secondo trimestre la quota di beni e servizi con inflazione sotto il due per cento si è confermata intorno al 60 per cento, mentre è aumentata lievemente (al 12 per cento) quella relativa a incrementi dei prezzi superiori al 5 per cento, che dalla primavera scorsa hanno riguardato energia, gas, combustibili, lubrificanti per mezzi di trasporto ma anche servizi domestici.

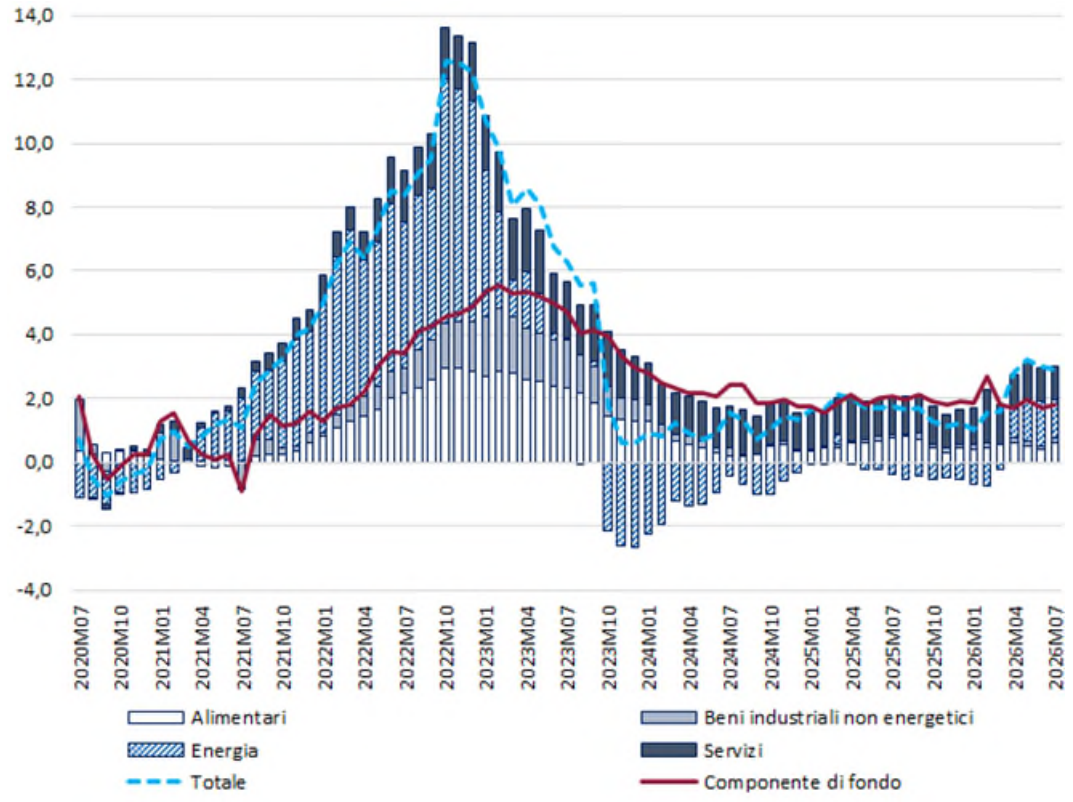
A monte della catena di produzione si palesano le spinte legate ai rincari degli energetici, che sembrano per ora essersi scaricate a valle solo parzialmente (fig. 17). I prezzi all'import, dopo aver invertito in marzo la tendenza deflattiva in atto da quasi un anno, hanno accelerato vistosamente in aprile e si sono ancora rafforzati in maggio (6,5 per cento tendenziale), a riflesso dei rincari dei prodotti energetici e intermedi (chimici e metalli). Anche i prezzi alla produzione dell'industria, soprattutto sul mercato estero, stanno risentendo dalla primavera dei rincari dei prodotti energetici e in giugno si trovano ad un livello di quasi il 6 per cento superiore a quello di un anno prima. Nelle costruzioni i rialzi dei costi dei materiali e dei carburanti hanno spinto la dinamica in maggio; su base

[4] Secondo la classificazione Istat i Servizi vari comprendono le seguenti voci: l'istruzione, i servizi medici, i servizi per l'assistenza, i servizi finanziari, professioni liberali, servizio funebre, servizi veterinari, servizi assicurativi privati connessi alla salute.

annua la crescita dei prezzi per edifici accelera ancora in giugno, quella per strade invece rallenta.

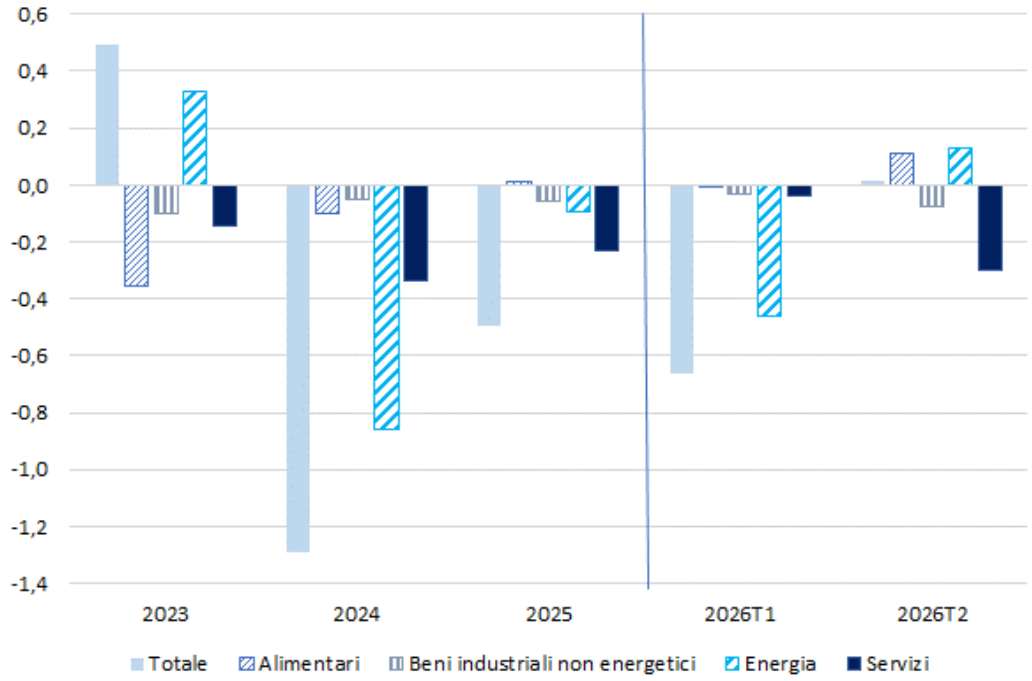
Le aspettative di consumatori e imprese sembrano aver superato il picco, ma restano in tensione, soprattutto quelle delle famiglie (fig. 18) che dopo essere schizzate in aprile permangono su livelli elevati, sebbene in fase di rientro. La percentuale di imprese intervistate nelle indagini Istat che si attendono prezzi di vendita in aumento sta diminuendo gradualmente, dopo la brusca salita dei mesi primaverili; il saldo tra le imprese che attendono incrementi e decrementi è sceso in luglio, riportandosi su valori non distanti da quelli di inizio anno. Anche l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, relativa al secondo trimestre dell'anno, evidenzia un aumento delle attese sui prezzi delle imprese per i successivi 12 mesi, nonché una crescita dei listini. Incidono i rincari degli input produttivi connessi al conflitto in Medio Oriente, che la maggior parte delle imprese interpellate dichiara di aver trasferito, o di volere trasferire, sui prezzi di vendita, seppur in misura contenuta. I direttori degli acquisti intervistati per l'indice PMI segnalano che in giugno si sono attenuate le pressioni sui prezzi riguardo alle interruzioni nelle catene di approvvigionamento.

Fig. 14 – Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), contributi delle componenti e componente di fondo (1)
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



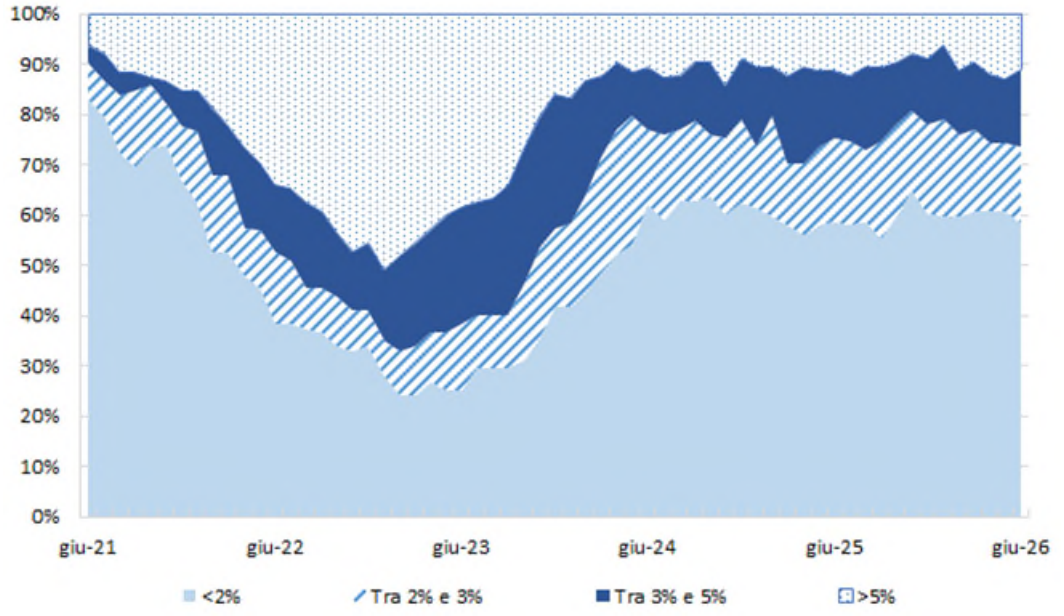
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato, oltre alla variazione della componente di fondo. La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

Fig. 15 – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)
(differenze in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Differenze, sull'inflazione armonizzata totale e sui contributi delle sue componenti, tra l'Italia e l'area dell'euro.

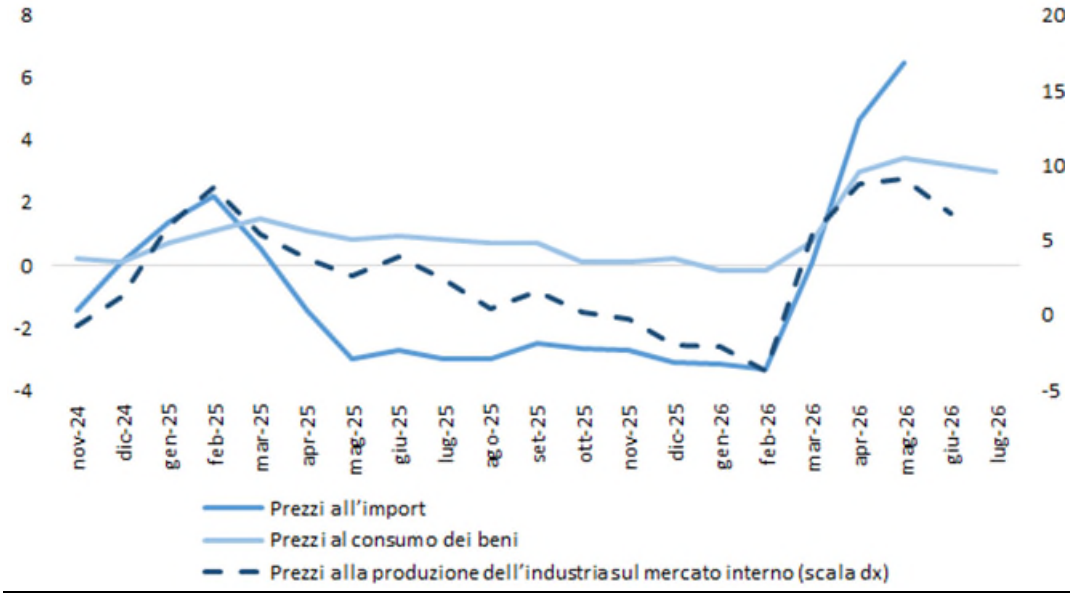
Fig. 16 – Incidenza di voci elementari del paniere dell'IPCA con variazioni dei prezzi superiori a determinate soglie
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

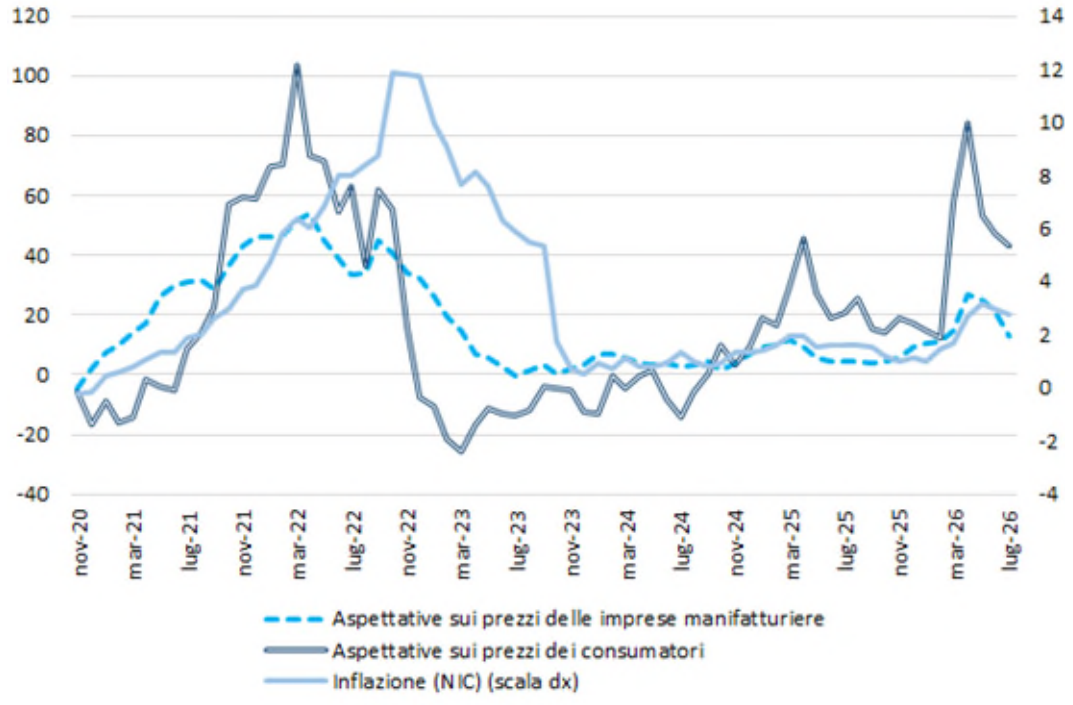
upB ufficio parlamentare di bilancio

Fig. 17 – Prezzi al consumo, all'importazione e alla produzione nell'industria
(variazioni percentuali tendenziali)



Fonte: Istat.

Fig. 18 – Inflazione al consumo (NIC) e aspettative sui prezzi delle indagini Istat (1)
(saldi e variazioni percentuali)



Fonte: Istat.
(1) Le aspettative delle famiglie hanno un orizzonte di 12 mesi in avanti, quelle delle imprese manifatturiere di 3 mesi.

upB ufficio parlamentare di bilancio

Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana

Di seguito si presentano le previsioni macroeconomiche dell'UPB per l'economia italiana nel biennio 2026-27. Rispetto al quadro formulato in aprile per la validazione dello scenario macroeconomico del Documento di finanza pubblica (DFP) 2026, si recepisce l'aggiornamento delle variabili esogene internazionali e delle informazioni più recenti sull'andamento ciclico. Per quanto riguarda il quadro internazionale si assume che le ostilità nel Golfo Persico non si acuiscano ulteriormente.

L'attività economica nel biennio 2026-27

Le stime incorporano le informazioni recentemente diffuse dall'Istat sul PIL nel secondo trimestre, aumentato dello 0,2 per cento su base congiunturale. Nel 2026 il PIL dell'Italia è atteso crescere dello 0,9 per cento (tab. 2), sostenuto dall'aumento dell'occupazione e

Tab. 2 – Previsioni dell'economia italiana (1)

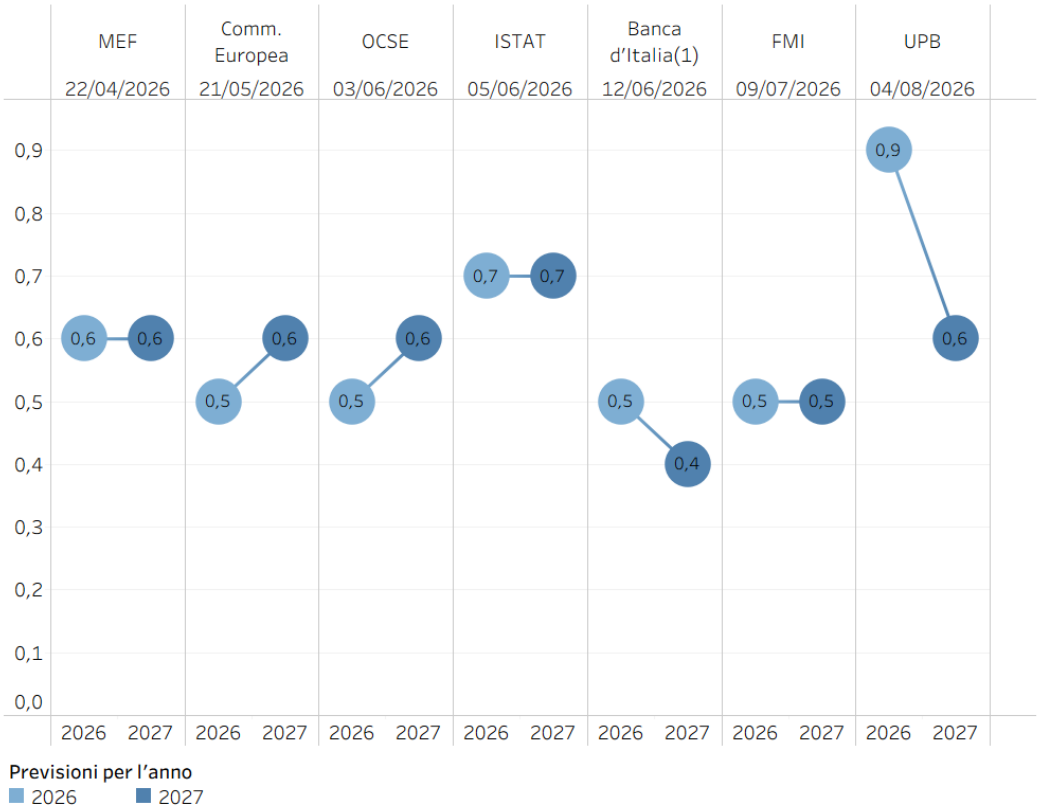
	2025	2026	2027
ESOGENE INTERNAZIONALI			
Commercio internazionale	4,4	4,6	3,0
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	69,1	88,9	77,8
Cambio dollaro/euro	1,13	1,15	1,15
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	36,3	51,1	43,9
QUADRO ITALIANO			
PIL	0,5	0,9	0,6
Importazioni beni e servizi	3,6	1,8	1,7
Consumi finali nazionali	0,9	0,5	0,4
- Consumi famiglie e ISP	1,1	0,7	0,5
- Spesa della PA	0,6	-0,1	0,0
Investimenti	3,5	2,5	0,9
Esportazioni beni e servizi	1,2	1,9	1,8
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL			
Esportazioni nette	-0,7	0,0	0,0
Scorte	-0,2	-0,1	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	1,5	0,9	0,5
PREZZI E CRESCITA NOMINALE			
Deflatore importazioni	-0,9	4,8	1,4
Deflatore esportazioni	1,0	2,3	1,6
Deflatore consumi	1,4	3,1	2,3
Deflatore PIL	2,0	2,0	2,2
PIL nominale	2,5	2,9	2,8
MERCATO DEL LAVORO			
Costo del lavoro per dipendente	2,8	2,8	3,0
Occupazione (ULA)	1,3	0,9	0,7
Tasso di disoccupazione	6,1	5,2	5,0

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione (percentuale), il tasso di cambio, il prezzo del petrolio e il prezzo del gas (livelli). Per effetto degli arrotondamenti sui tassi di crescita, alla prima cifra decimale, la somma delle variazioni delle quantità in volume e dei relativi deflatori può non coincidere con le dinamiche nominali.

da una dinamica ancora vivace dell'accumulazione di capitale. Nel 2027 il PIL rallenterebbe allo 0,6 per cento, riflettendo un minor contributo della domanda interna, a fronte di un apporto della componente estera netta che si manterrebbe nullo.

Le previsioni presentate in questa Nota tengono conto, a differenza di quelle degli altri istituti riportate in figura 19, della stima preliminare del PIL nel trimestre scorso (comunicata dall'Istat il 30 luglio). Nel comparare le proiezioni per il 2026, inoltre, occorre considerare l'eterogeneità delle ipotesi, con particolare riferimento all'evoluzione dei prezzi delle materie prime, alla dinamica del commercio mondiale, ai tassi d'interesse, alla finanza pubblica e all'impatto atteso del PNRR (per le valutazioni dell'UPB si veda al riguardo il Riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo e l'impatto del PNRR").

Fig. 19 – Previsioni recenti sul PIL dell'Italia (1)
(variazioni percentuali annue)



(1) Previsione sul dato corretto per i giorni lavorativi.

Le previsioni sulle componenti della spesa

Nel biennio 2026-27 l'attività economica sarebbe sostenuta dalla domanda nazionale al netto delle scorte, il cui contributo alla crescita del PIL sarebbe pari a 0,9 punti percentuali nel 2026 e a 0,5 punti nel 2027, mentre la domanda estera netta fornirebbe un apporto sostanzialmente neutrale in entrambi gli anni. In riferimento alle componenti della

domanda interna, gli investimenti mostrerebbero una dinamica più marcata rispetto ai consumi, pur decelerando nel 2027 per il minore contributo del PNRR.

I consumi privati aumenterebbero, sebbene a ritmi moderati, mentre gli investimenti fornirebbero un impulso rilevante nel 2026. La spesa delle famiglie aumenterebbe di poco più di mezzo punto percentuale nella media del biennio 2026-27, sostenuta dalla dinamica dell'occupazione. L'accelerazione dei prezzi al consumo nel 2026 limiterebbe il recupero del potere d'acquisto e l'anno prossimo la spesa resterebbe condizionata da un clima di fiducia debole e da una persistente cautela nelle decisioni di acquisto, soprattutto per i beni durevoli.

Nel biennio 2026-27 gli investimenti fissi lordi sono attesi in aumento rispettivamente del 2,5 e dello 0,9 per cento. La dinamica sarebbe sostenuta nel primo anno di previsione, anche in relazione alla concentrazione finale degli interventi finanziati dal programma NGEU, per poi rallentare sensibilmente nel 2027 con il venire meno del relativo impulso. Le indicazioni congiunturali recenti suggeriscono che l'accumulazione si concentrerebbe nelle componenti non residenziali e in quelle connesse con la transizione digitale ed energetica, mentre nel residenziale rimarrebbe più debole.

Nel 2026 le esportazioni di beni e servizi crescerebbero dell'1,9 per cento, a fronte di un'espansione molto più marcata del commercio internazionale (4,6 per cento); nel 2027 la variazione delle vendite all'estero (1,8 per cento) si manterrebbe meno vivace rispetto agli scambi mondiali (3,0 per cento). Il differenziale rispetto alla domanda globale è compatibile con un'ulteriore erosione delle quote di mercato (calcolate in volume), pur risentendo della diversa composizione settoriale e geografica delle vendite. Le importazioni aumenterebbero dell'1,8 per cento nel 2026 e dell'1,7 nel 2027, in linea con l'evoluzione della domanda interna. In entrambi gli anni il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL risulterebbe pressoché nullo. Il profilo delle esportazioni nel 2026 incorporerebbe il rimbalzo osservato a inizio anno, in parte riconducibile a fattori temporanei e a comparti caratterizzati da elevata volatilità. Il cambio del dollaro rispetto all'euro si manterrebbe a 1,15, un livello più elevato rispetto al 2025, mentre il rialzo del prezzo del petrolio e del gas nel 2026 determinerebbe un marcato aumento del deflatore delle importazioni; tali pressioni si attenuerebbero nel 2027 con la discesa delle quotazioni energetiche.

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti nel 2026 si manterrebbe all'1,1 per cento del PIL (come nel 2025) e aumenterebbe all'1,3 nel 2027. Nel 2026 il peggioramento delle ragioni di scambio, desumibile da una crescita del deflatore delle importazioni pari a circa il doppio di quella del deflatore delle esportazioni (4,8 contro 2,3 per cento), eserciterebbe pressioni sul saldo commerciale, soprattutto attraverso la componente energetica. La tenuta dell'avanzo complessivo in rapporto al PIL implicherebbe dunque il contributo favorevole delle altre componenti della bilancia corrente, in particolare dei servizi e dei redditi primari. Nel 2027 la riduzione delle quotazioni di petrolio e gas e la più contenuta dinamica dei prezzi all'importazione (1,4

per cento a fronte dell'1,6 del deflatore delle esportazioni) favorirebbero un recupero delle ragioni di scambio e un'attenuazione delle pressioni sul saldo dei beni.

Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione

L'input di lavoro, misurato in termini di unità di lavoro standard (ULA), rallenterebbe allo 0,9 per cento nel 2026 e allo 0,7 nel 2027. L'elasticità implicita dell'input di lavoro rispetto al prodotto si porterebbe verso l'unità, dopo avere registrato valori elevati nel biennio precedente; la produttività del lavoro rimarrebbe quindi pressoché stagnante. Anche il numero delle persone occupate crescerebbe a ritmi più contenuti; quest'anno l'incremento sarebbe sostenuto soprattutto dal lavoro autonomo, a fronte di una sostanziale stabilità dell'occupazione dipendente. La domanda di lavoro si indebolirebbe gradualmente, in particolare nel 2027, in connessione con il rallentamento dell'attività economica e la minore dinamica degli investimenti.

L'offerta di lavoro è attesa sostanzialmente stazionaria nel 2026. L'aumento delle forze di lavoro nella frazione più anziana, riconducibile soprattutto alla composizione demografica, compenserebbe le riduzioni nelle altre fasce di età. In presenza di una popolazione in età lavorativa in calo, il tasso di occupazione salirebbe oltre il 63 per cento nell'anno finale di previsione. Il tasso di disoccupazione diminuirebbe in misura marcata quest'anno (al 5,2 per cento, quasi un punto percentuale in meno rispetto al 2025) e lievemente nel prossimo, per attestarsi intorno al cinque per cento nella media del 2027. Tale flessione rifletterebbe la tenuta dell'occupazione, minori transizioni dall'occupazione alla disoccupazione e la debole dinamica dell'offerta di lavoro.

Il deflatore dei consumi delle famiglie accelererebbe nella media del 2026 al 3,1 per cento, principalmente per effetto del rialzo delle quotazioni energetiche. Nello scenario di previsione si ipotizza un lieve apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro che attenuerebbe la traslazione dei rincari sui prezzi interni. Pur assumendo una graduale riduzione delle tensioni sui mercati energetici, una parte dei maggiori costi si trasmetterebbe con ritardo alle componenti non energetiche dei prezzi. Con l'attenuarsi dell'impulso dello *shock* energetico, il deflatore dei consumi rallenterebbe al 2,3 per cento.

Il costo del lavoro aumenterebbe del 2,8 per cento nel 2026, un ritmo sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente ma inferiore a quello dei prezzi al consumo; ne deriverebbe un'erosione in termini reali dei redditi da lavoro per occupato, che tornerebbero a recuperare nel 2027, grazie alla flessione dell'inflazione al consumo. Il deflatore del PIL crescerebbe poco sopra il 2,0 per cento nella media del periodo di previsione. Nel 2026 la sua dinamica sarebbe più contenuta di quella del deflatore dei consumi, poiché quest'ultimo incorpora direttamente l'inflazione importata. L'aumento del deflatore delle importazioni, superiore a quello delle esportazioni, determinerebbe

inoltre un deterioramento delle ragioni di scambio. Nel 2027, con il recupero delle ragioni di scambio, la dinamica del deflatore del PIL tornerebbe sostanzialmente in linea con quella dei consumi. Dal lato della formazione del reddito, la crescita dei prezzi interni sarebbe soprattutto sostenuta dall'aumento del costo del lavoro.

Le principali revisioni rispetto alle previsioni di primavera

Rispetto al quadro macroeconomico formulato dall'UPB in aprile, in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni del DFP 2026, le proiezioni sull'attività economica sono state riviste al rialzo quest'anno (per 0,4 punti percentuali), incorporando la stima del PIL per il secondo trimestre, oltre alle revisioni storiche sul dato del primo trimestre. Il miglioramento riflette soprattutto il più favorevole profilo acquisito nella prima metà dell'anno, cui hanno contribuito il buon andamento degli investimenti e delle esportazioni; quest'ultimo è in parte riconducibile a fattori temporanei e a comparti caratterizzati da elevata volatilità. Nel 2027 l'attenuazione dell'impulso del PNRR e una dinamica delle esportazioni inferiore a quella del commercio mondiale riportano verso le prospettive dell'attività economica prefigurate in aprile; pertanto, la proiezione di crescita del PIL per l'anno prossimo è rimasta invariata. Con riferimento alle variabili di prezzo, la dinamica del deflatore dei consumi privati è stata sostanzialmente confermata.

I rischi della previsione

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana è esposto a rischi, bilaterali ma prevalentemente orientati al ribasso, riconducibili a fattori in larga parte esogeni rispetto alle dinamiche interne. Le principali fonti di incertezza riguardano le tensioni geopolitiche e commerciali, l'orientamento dei mercati finanziari e delle politiche economiche, nonché i rischi climatici e ambientali.

Le tensioni geopolitiche e commerciali continuano a rappresentare le maggiori fonti di incertezza per lo scenario internazionale. Riguardo alle ostilità in Medio Oriente, mentre si cerca un accordo per la riapertura dello Stretto di Hormuz, si acuiscono le criticità sullo Stretto di Bab el-Mandeb. Per quanto attiene alle politiche commerciali, il nuovo accordo tariffario tra Stati Uniti e UE ha attenuato nel breve termine il rischio di un'*escalation* delle misure protezionistiche per le esportazioni dall'UE, ma in prospettiva resta un'elevata incertezza sulle politiche commerciali globali.

Sulle attese degli investimenti interni gravano fattori di rischio connessi con l'evoluzione del quadro internazionale ma anche nazionali, principalmente ascrivibili alle tempistiche di realizzazione dei progetti del PNRR. In controtendenza, l'aumento della spesa per la difesa potrebbe sostenere l'accumulazione di capitale; tuttavia, poiché sarebbe finanziato prevalentemente con risorse nazionali, potrebbe ripercuotersi sui conti pubblici.

I mercati azionari europei e degli Stati Uniti hanno finora tenuto rispetto agli shock geopolitici, tuttavia nelle ultime settimane si è evidenziata la volatilità su alcuni mercati, in particolare asiatici e tecnologici. Nel comparto obbligazionario i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a lunga scadenza sono saliti su livelli storicamente elevati. La tenuta dei principali mercati non esclude la possibilità di correzioni repentine: un brusco aumento dell'avversione al rischio degli operatori, eventualmente innescato da un ridimensionamento delle aspettative sulla redditività degli investimenti sull'intelligenza artificiale, si trasmetterebbe rapidamente ai prezzi dei titoli sovrani, con effetti più pronunciati per quelli dei paesi caratterizzati da un elevato debito pubblico, tra cui l'Italia. Restano anche incerti i prossimi interventi delle banche centrali, che saranno in larga parte orientati dall'evoluzione dell'inflazione e delle attese sui prezzi.

Infine, ma non meno importanti, i rischi climatici e ambientali si confermano un elemento strutturale di vulnerabilità. Il ridimensionamento degli obiettivi di decarbonizzazione in diverse economie avanzate, unitamente agli effetti ambientali dei conflitti e al danneggiamento delle infrastrutture energetiche, rende più difficile contenere l'aumento delle temperature. Il riscaldamento globale continua a generare eventi meteorologici estremi con impatti diretti sull'attività economica, sui prezzi e sui bilanci pubblici.

Riquadro – Le ipotesi dell'esercizio previsivo e l'impatto del PNRR

Le ipotesi sul contesto internazionale. – L'esercizio si riferisce al biennio 2026-27 ed è basato su variabili esogene internazionali aggiornate sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 28 luglio. In particolare si assume: 1) il commercio mondiale di beni e servizi in ripresa nel 2026 (al 4,6 per cento dal 4,4 del 2025) e in rallentamento nel prossimo anno (al 3,0 per cento); 2) un lieve peggioramento delle condizioni monetarie e creditizie, soprattutto per il 2027, con il tasso di interesse a breve nell'area euro che si attesta nell'anno in corso al 2,4 per cento, per salire al 2,8 nel 2027; 3) il tasso di cambio in leggero apprezzamento nel periodo 2026-27 (1,15 il rapporto dollaro-euro) rispetto alla quotazione media del 2025 (1,13); 4) un significativo incremento del prezzo del greggio nel 2026 (88,9 dollari per barile) cui seguirebbe, secondo le quotazioni dei mercati *futures*, un calo intorno a 77,8 dollari nel prossimo; 5) un rialzo delle quotazioni in euro del gas a circa 47,5 euro/MWh nella media del biennio 2026-27, da 36,3 euro/MWh del 2025.

L'impatto macroeconomico del PNRR nell'orizzonte di previsione. – Le valutazioni dell'UPB sugli impatti del PNRR sono state presentate nel Rapporto sulla politica di bilancio 2026 dell'UPB (cfr. il riquadro "Un aggiornamento della valutazione sull'impatto macroeconomico del PNRR"). Si considerano le risorse destinate ai progetti addizionali, finanziati sia con fondi europei sia con risorse nazionali, sotto forma di sovvenzioni e prestiti. L'esercizio valuta gli effetti della spesa corrente e in conto capitale previsti dalla versione del Piano approvata lo scorso marzo, che recepisce il consuntivo degli interventi realizzati nel periodo 2020-25 e ridefinisce i programmi di spesa per il quinquennio 2026-30. Non si considerano gli effetti riconducibili alle riforme e ai progetti del Piano strutturale di bilancio di medio termine (PSB). Le simulazioni, effettuate con il modello econometrico MeMo-It in uso all'UPB, indicano che nel 2027, al termine dell'orizzonte di analisi, il livello del PIL sarebbe superiore di oltre l'1,4 per cento rispetto allo scenario di base, ossia a quello che si sarebbe osservato in assenza del Piano. Il massimo impatto si registrerebbe nel 2026, quando il livello del PIL risulterebbe più elevato di 1,8 punti percentuali rispetto allo scenario di riferimento. In termini di crescita annuale, il PNRR contribuirebbe per 0,5 punti percentuali nel 2026, mentre fornirebbe un contributo negativo di simile entità (-0,4 punti percentuali) nel 2027, riflettendo il venir meno dell'impulso espansivo associato alla fase di attuazione del Piano.