



## Sommario\*

*Lo scoppio del conflitto in Medio Oriente ha nuovamente turbato gli equilibri economici globali, con ripercussioni che si prospettano significative. La guerra ha comportato la distruzione o il danneggiamento di rilevanti infrastrutture energetiche e indotto forti restrizioni al transito lungo rotte strategiche (in particolare attraverso lo Stretto di Hormuz); ne sono derivati significativi rincari dei prezzi delle materie prime e interruzioni delle catene di approvvigionamento globali. Si prospettano consistenti impatti sull'inflazione importata, soprattutto in Europa, dove l'aumento della dinamica e delle attese sui prezzi inciderà sulle prossime decisioni di politica monetaria. Parallelamente, le recenti evoluzioni sulla disciplina legislativa alla base dei dazi degli Stati Uniti hanno portato a un regime tariffario provvisorio, accrescendo quindi l'incertezza su come saranno tassati gli scambi internazionali a partire dall'estate.*

*Prima della guerra il contesto globale appariva frammentato ma in moderato sviluppo. Negli Stati Uniti la crescita aveva rallentato nella parte finale del 2025, pur rimanendo più dinamica rispetto a quella dell'area dell'euro. La Cina manteneva ritmi produttivi sostenuti, trainati anche dalle esportazioni nonostante i dazi adottati dagli Stati Uniti. Nelle ultime previsioni il Fondo monetario internazionale (FMI) ha rivisto al ribasso le stime di crescita per il 2026, soprattutto per i paesi emergenti e l'area dell'euro; i rischi delle previsioni, prevalentemente riconducibili alle tensioni geopolitiche, sono qualificati al ribasso.*

*Nel 2025 il PIL italiano è cresciuto dello 0,5 per cento, come previsto l'anno scorso dall'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB). L'attività è stata sostenuta dalla domanda interna, mentre il contributo degli scambi con l'estero è stato negativo, per la prima volta dal 2023. La dinamica è stata più debole rispetto alla media dell'area dell'euro, come già accaduto nel 2024. Il mercato del lavoro ha continuato a espandersi, ma con segnali di rallentamento nella seconda metà dell'anno. Le retribuzioni hanno recuperato solo parzialmente restando significativamente al di sotto dei livelli pre 2020 in termini reali. L'inflazione, sebbene in lieve aumento, si è confermata nel 2025 costantemente inferiore a quella dell'area dell'euro. Tuttavia, il mese scorso le attese delle famiglie sulla dinamica dei prezzi si sono impennate, riflettendo i timori dei consumatori sulle ripercussioni della guerra in Medio Oriente.*

*La fiducia delle imprese in marzo ha tenuto, soprattutto nelle costruzioni e nei servizi di mercato. Considerando anche altri indicatori tempestivi, l'UPB stima che nel primo trimestre il PIL sarebbe aumentato, sebbene in misura moderata; gli effetti del conflitto in Medio Oriente dovrebbero tuttavia manifestarsi nei dati sull'attività economica dei trimestri successivi.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica, con coordinamento di Monteforte L. e contributi di Caterini G., Fantozzi D., Frate C., Girardi A., Fioramanti M. e Pappalardo C.; Nota completata con le informazioni disponibili al 14 aprile 2026.

## ***Il contesto internazionale***

### ***La guerra in Medio Oriente ha peggiorato lo scenario globale***

Il quadro macroeconomico internazionale è condizionato dall'incertezza geopolitica, recentemente acuitasi a causa del conflitto in Medio Oriente. A partire dalla fine di febbraio, la guerra di Stati Uniti e Israele contro l'Iran, che ha coinvolto anche altri paesi limitrofi, ha inciso rapidamente sugli equilibri dell'economia globale. Gli attacchi a infrastrutture energetiche e a nodi logistici strategici stanno alimentando forti tensioni sui mercati delle materie prime energetiche. Il blocco totale dello Stretto di Hormuz nelle scorse settimane ha determinato interruzioni nelle catene di approvvigionamento. Ne è derivato un aumento della volatilità dei prezzi dell'energia e un rafforzamento dei rischi al ribasso per gli scambi internazionali e per la sicurezza delle forniture. Oltre alle ripercussioni sulle principali rotte marittime si prospetta per i prossimi mesi un impatto anche sul trasporto aereo, a causa della minore disponibilità di carburante.

Alle tensioni derivanti dalla guerra si aggiungono le recenti evoluzioni della politica commerciale statunitense. Nel febbraio scorso la Corte Suprema degli Stati Uniti ha dichiarato illegittimi gran parte dei dazi introdotti negli anni precedenti, generando incertezza giuridica e operativa per gli operatori e prospettive di rimborsi significativi. In risposta, l'Amministrazione statunitense ha introdotto nuove misure tariffarie, tra cui un dazio generalizzato del 10 per cento sulle importazioni, che prevede alcune esenzioni selettive (energia, farmaci, alcuni beni strategici come gli aeromobili), con possibili ulteriori aumenti fino al 15 per cento. I dazi attualmente in vigore sono temporanei, con durata massima di 150 giorni, e non è stato ancora definito il nuovo regime tariffario. Resta quindi molto elevata l'incertezza sulle restrizioni al commercio internazionale, che alimentano pressioni all'origine dell'inflazione, anche alla luce delle possibili misure ritorsive da parte dei principali partner commerciali.

I rincari dei prezzi energetici e i colli di bottiglia dal lato dell'offerta contribuiscono a rendere più complesso il quadro per la politica monetaria, chiamata a bilanciare il contenimento delle pressioni inflazionistiche con il rischio di un indebolimento dell'attività economica. Per l'economia europea tali sviluppi si traducono in maggiori pressioni inflazionistiche di origine esterna e in un possibile indebolimento della crescita; in generale, i paesi importatori di materie prime energetiche sono esposti all'aumento dei costi energetici e di trasporto, oltre che all'interruzione delle catene di fornitura, al freno della domanda estera e al peggioramento del clima di fiducia.

Il rischio geopolitico internazionale alimenta la già elevata incertezza economica, riflettendosi in una maggiore volatilità dei prezzi energetici e delle condizioni finanziarie e nel deterioramento delle aspettative degli operatori. Tale dinamica trova riscontro anche negli indicatori sintetici di incertezza, tra cui l'*Economic Policy Uncertainty* (EPU)

*Index*<sup>2</sup>, che da un anno a questa parte ha evidenziato un'elevata variabilità. A partire da aprile 2025 l'indice di incertezza per gli Stati Uniti ha registrato un picco rilevante, in concomitanza con gli annunci sulle restrizioni alla politica commerciale; anche per l'Europa da settembre scorso si riscontra un'elevata incertezza, legata principalmente all'attuazione dei nuovi accordi commerciali con l'Amministrazione americana, oltre che alle tensioni geopolitiche e ai conflitti in paesi vicini. A differenza di Stati Uniti ed Europa, l'indice di incertezza per l'Italia mostra minore volatilità a partire dalla scorsa primavera.

Nel mese di marzo l'indice EPU globale (fig. 1) ha risentito della forte instabilità generata dal nuovo conflitto in Medio Oriente. Un netto incremento dell'indice è stato registrato per l'Italia, con una variazione mensile superiore al 60 per cento; l'aumento dell'EPU è stato inferiore per il complesso dell'Europa (32,0 per cento a marzo) ed è risultato molto modesto per gli Stati Uniti (2,1 per cento).

Le attese sulle prospettive globali di breve periodo si sono deteriorate dopo il conflitto in Medio Oriente. Il *Purchasing Managers' Index* (PMI) globale dei direttori degli acquisti nei primi mesi del 2026 si era mantenuto stabilmente sopra la soglia di 50, valore che segnala un'espansione dell'attività economica. Nel mese di marzo il PMI composito globale è sceso a 51 (da 53,3 di febbraio; fig. 2), un livello che non si registrava dal dicembre 2023; si è indebolita sia la componente dei servizi sia quella della manifattura, con un'intensità maggiore per i primi (50,8 a marzo da 53,4).

All'inizio del 2026 l'andamento degli indicatori sugli scambi appariva differenziato, ma delineava comunque un quadro di tenuta (fig. 3). Il commercio internazionale aveva recuperato mentre il *Baltic Dry Index* (BDI), che misura i costi di trasporto marittimo delle materie prime secche ed è spesso considerato un indicatore anticipatore della domanda globale di materie prime, si era collocato su livelli inferiori rispetto alla fine del 2025. Nei primi mesi dell'anno il *Bloomberg Commodities Index* (BCI) aveva invece evidenziato un graduale rafforzamento, riflettendo un aumento dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali. Il recente aumento del BCI (7,6 per cento la variazione congiunturale a marzo) segnala una fase in cui le tensioni geopolitiche e i vincoli dal lato dell'offerta si ripercuotono, al momento, più sui prezzi, costi e tempi di trasporto che sui volumi scambiati. I rincari delle materie prime delineano pressioni al rialzo sui costi degli input, anche in relazione al freno agli approvvigionamenti energetici causato dalla chiusura dello stretto di Hormuz.

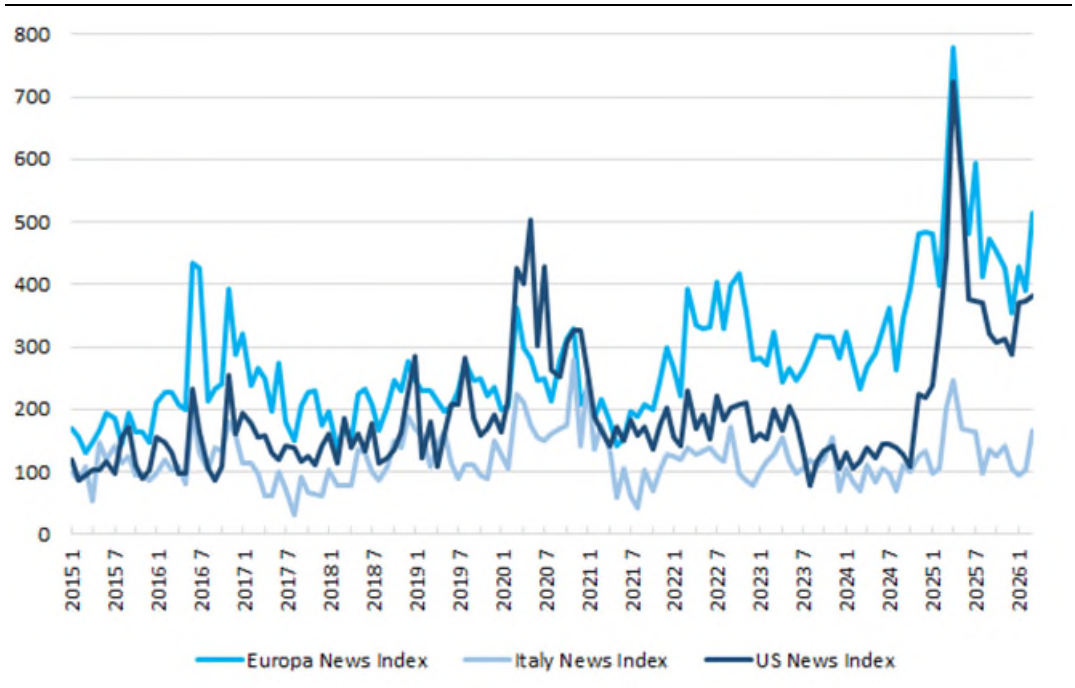
Negli Stati Uniti, dopo la temporanea flessione nei primi tre mesi del 2025, l'economia ha recuperato nei trimestri successivi. In particolare, nel terzo trimestre il PIL è cresciuto a un tasso annualizzato del 4,4 per cento, un ritmo superiore alle attese, sostenuto dalla spesa dei consumatori, dagli investimenti – in particolare nelle tecnologie avanzate – e

---

<sup>2</sup> L'indice EPU è un indice mensile basato sulle parole che derivano da "incerto" e "incertezza" estrapolate dai principali quotidiani per Paese. L'indice si ottiene come media pesata tra i volumi di notizie e altre informazioni. L'indice globale è una media pesata mensile tra i principali paesi. Per maggiori informazioni sulla metodologia si veda [https://www.policyuncertainty.com/global\\_monthly.html](https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

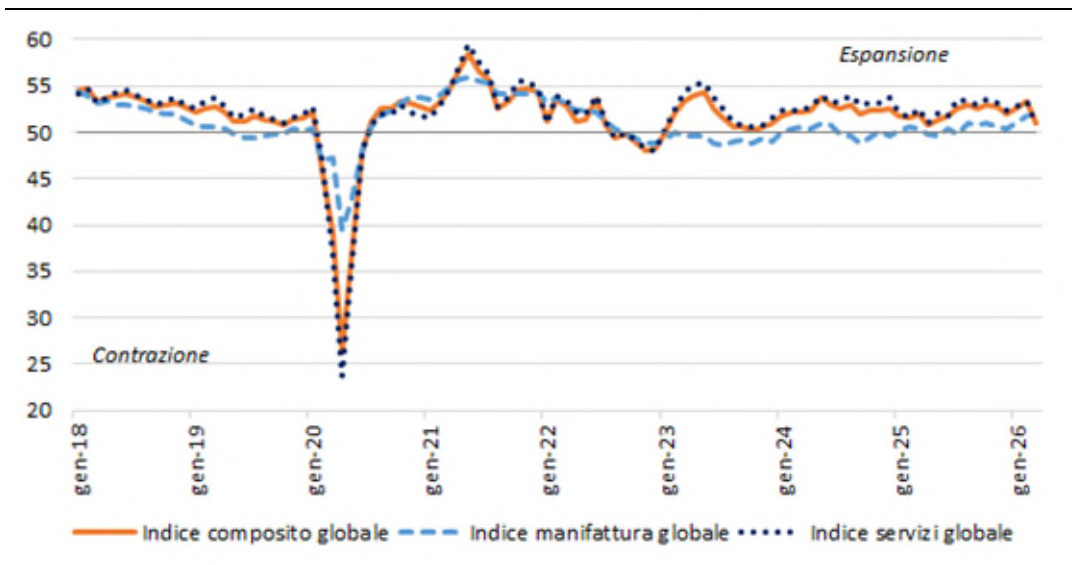
dal contributo del commercio estero, favorito anche dalla riduzione delle importazioni. Nell'ultima parte dell'anno la crescita ha fortemente rallentato, allo 0,5 per cento in termini annualizzati, risentendo anche della lunga chiusura delle attività governative tra ottobre e novembre, oltre che del contributo negativo delle esportazioni nette a causa di una riduzione delle esportazioni maggiore rispetto a quella delle importazioni.

**Fig. 1** – Indice dell'incertezza della politica economica (EPU Index) (1)



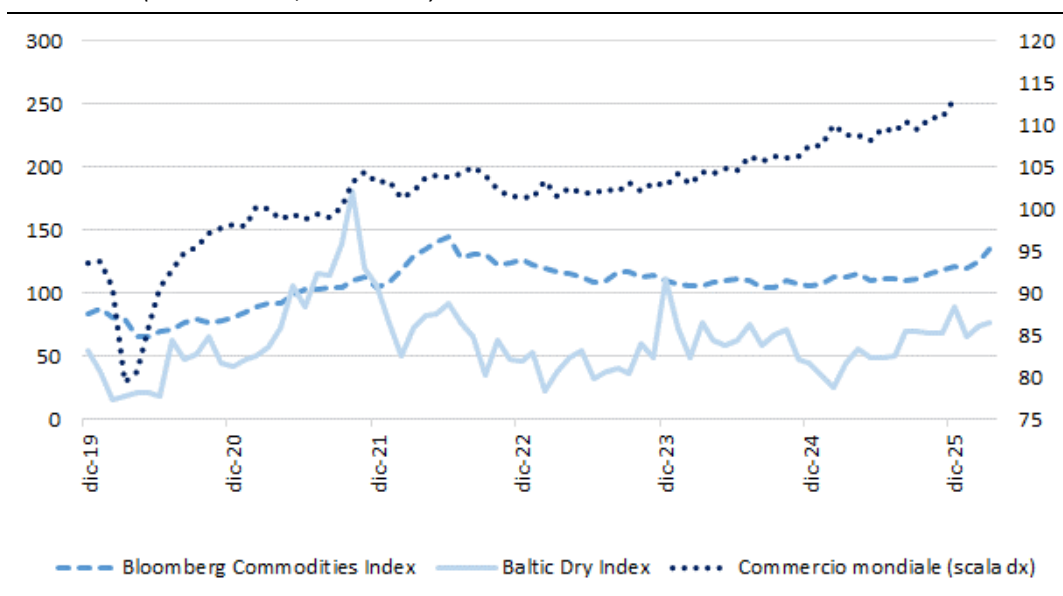
Fonte: <https://www.policyuncertainty.com>.

**Fig. 2** – Indice JP Morgan globale PMI



Fonte: LSEG.

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



Fonte: LSEG.

Nel quarto trimestre del 2025 l'economia cinese è cresciuta del 4,5 per cento su base annua, in lieve rallentamento rispetto al 4,8 del trimestre precedente, ma con una dinamica comunque sufficiente a consentire il raggiungimento dell'obiettivo governativo di una crescita "intorno al 5 per cento" per l'intero anno. Nei primi mesi del 2026 l'attività economica si è mantenuta su un profilo moderatamente espansivo, sostenuta dalla produzione industriale e dalle esportazioni, in particolare verso le economie asiatiche, a fronte di una persistente debolezza del settore immobiliare e dei consumi. Le autorità hanno indicato un obiettivo di crescita per il 2026 compreso tra il 4,5 e il 5 per cento, riflettendo il progressivo riequilibrio del modello di sviluppo e le perduranti incertezze del quadro interno e internazionale.

Il PIL dell'area dell'euro nello scorcio finale del 2025 è aumentato dello 0,2 per cento rispetto al trimestre precedente e dell'1,2 per cento su base annua, confermando un ritmo di crescita moderato e sostanzialmente in linea con quello dei trimestri precedenti. La dinamica ha beneficiato di un contributo ancora positivo dei consumi, sostenuti dal recupero del reddito reale, ma è stata frenata dalla debolezza degli investimenti, risentendo dell'elevata incertezza. Il contributo del commercio estero è rimasto contenuto, in un contesto di domanda globale debole, mentre il settore industriale ha continuato a mostrare segnali di fragilità. La fase ciclica si è confermata eterogenea tra i principali paesi dell'area; la Spagna resta la principale economia in crescita, con un incremento del PIL dello 0,8 per cento su base congiunturale, mentre Francia, Germania e Italia mostrano dinamiche più contenute, tra 0,2 e 0,3 decimi di punto percentuale, riflettendo una minore vivacità della domanda interna e, nel caso tedesco, la persistente debolezza del settore industriale; in Germania non si rileva ancora il forte stimolo di domanda atteso dalla politica di bilancio.

### ***Le prospettive di crescita globale secondo il Fondo monetario internazionale sono fragili e molto eterogenee***

Nelle previsioni di aprile 2026 il FMI ha lievemente rivisto al ribasso rispetto al gennaio scorso le attese relative all'anno in corso per le principali economie avanzate ed emergenti (tab. 1). Il nuovo scenario del FMI incorpora l'impatto della guerra, ipotizzando che il conflitto durerà ancora per alcune settimane e che successivamente prenderà gradualmente avvio una ripresa ciclica. L'attività dalle regioni coinvolte nel conflitto si normalizzerebbe nel corso del 2026, tuttavia l'incertezza sulle politiche commerciali, sulle altre politiche economiche e sugli sviluppi geopolitici, resterebbe elevata fino al 2027.

Nel complesso, rispetto a gennaio le stime sul prodotto mondiale sono state riviste al ribasso di due decimi di punto percentuale nel 2026 e lasciate inalterate per il 2027. Le previsioni sulla crescita degli Stati Uniti sono state limiate per l'anno in corso e appena rialzate nel 2027. Nell'area dell'euro, di contro, la crescita resta modesta (1,1 nel 2026 e 1,2 per cento nel 2027), rivista in diminuzione nell'anno in corso e per il prossimo anno di due decimi di punto percentuale. Nella media delle economie emergenti e in via di sviluppo la variazione del PIL è attesa poco sotto il quattro per cento nel 2026, con una revisione al ribasso di 0,3 punti percentuali. In particolare, rispetto alle stime di gennaio, quella della Cina per il 2026 è stata marginalmente rivista al ribasso, al 4,4 per cento, per effetto della permanente debolezza della domanda interna; nel 2027 la crescita cinese è prevista rallentare al 4,0 per cento. Il commercio mondiale è atteso in forte decelerazione, dal 5,1 del 2025 al 2,8 per cento nel 2026, con un consistente rafforzamento nel 2027 (al 3,8 per cento, 7 decimi di punto in più rispetto alla scorsa previsione).

Complessivamente, le stime macroeconomiche per il 2026 e il 2027 indicano che, nonostante l'incertezza, la crescita globale mostrerebbe una certa resilienza, ma con rischi che sono qualificati dal FMI fortemente al ribasso; oltre al rischio di un'escalation dei conflitti il FMI annovera anche quelli relativi alle politiche commerciali restrittive, all'eventuale sopravvalutazione dei ritorni dall'intelligenza artificiale, agli incrementi dei tassi d'interesse in caso di eccessi di indebitamento e alla credibilità delle banche centrali.

**Tab. 1** – Previsioni del FMI

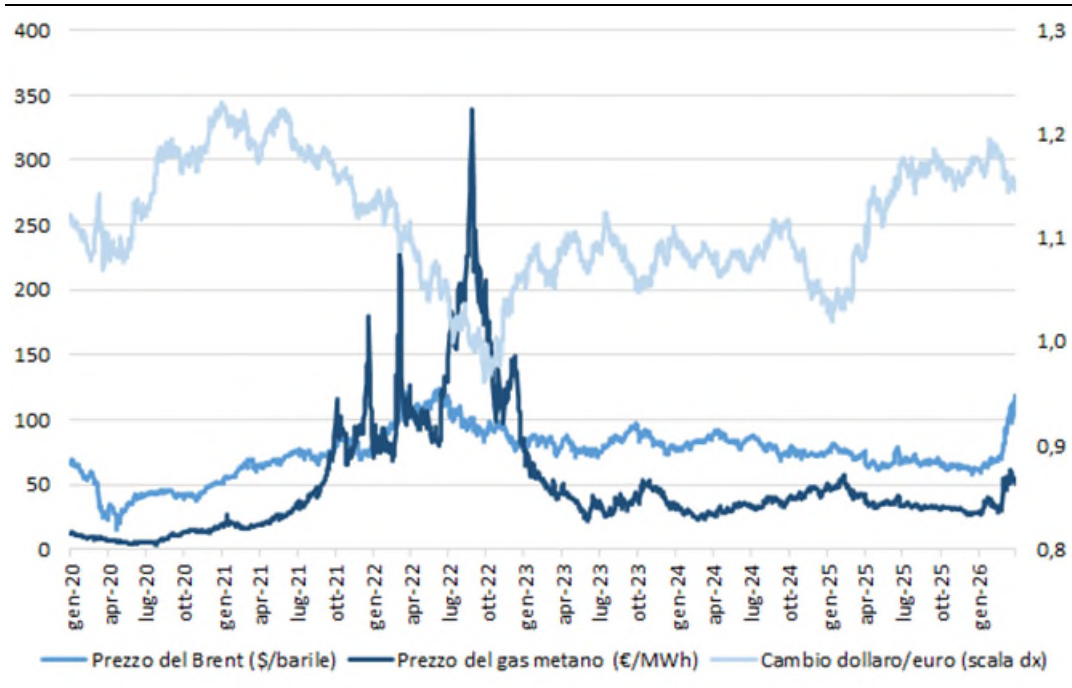
	WEO aprile 2026			Differenze con WEO gennaio 2026	
	2025	2026	2027	2026	2027
Prodotto mondiale	3,4	3,1	3,2	-0,2	0,0
<i>Economie avanzate</i>	1,9	1,8	1,7	0,0	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,1	2,3	2,1	-0,1	0,1
<i>Area dell'euro</i>	1,4	1,1	1,2	-0,2	-0,2
<i>Economie emergenti</i>	4,4	3,9	4,2	-0,3	0,1
<i>Cina</i>	5,0	4,4	4,0	-0,1	0,0
Commercio mondiale	5,1	2,8	3,8	0,2	0,7

Fonte: Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2026.

### *Le quotazioni dei beni energetici sono rincarate in seguito alla guerra in Medio Oriente*

Nel corso del 2025 i prezzi delle materie prime energetiche avevano mostrato una tendenza complessivamente discendente (fig. 4), risentendo di un'offerta globale relativamente ampia e di una domanda meno robusta del previsto. A fine anno la quotazione del Brent si collocava sopra i 60 dollari per barile. La dinamica si è tuttavia invertita bruscamente, in seguito all'avvio dell'operazione militare contro l'Iran il 28 febbraio scorso. Il conflitto ha bloccato il traffico marittimo nello Stretto di Hormuz, da cui transita circa un quinto del commercio mondiale di petrolio. Il prezzo del Brent si è impennato, superando la soglia dei 100 dollari al barile a partire dal 12 marzo, con un picco di 118,4 dollari al barile a fine mese, livelli che non si osservavano dallo scoppio della guerra in Ucraina nel 2022. In marzo rispetto alla media di febbraio le quotazioni del greggio sono aumentate di oltre il 40 per cento; dopo lo scoppio della guerra in Ucraina, nello stesso mese del 2022, l'incremento era stato più contenuto (19,3 per cento) ma si inseriva in una tendenza all'aumento già in atto nei mesi precedenti. Di contro, il prezzo del WTI sul mercato americano, dopo i rialzi dei primi giorni di marzo, si è mantenuto su valori più bassi e meno volatili; si è quindi ampliata la differenza di prezzo rispetto al Brent, passata da 4,7 dollari al barile in gennaio a 7,1 dollari in marzo. L'impennata del Brent riflette soprattutto il forte aumento del premio al rischio geopolitico e le preoccupazioni per possibili interruzioni dell'offerta globale, più che un immediato cambiamento nei fondamentali della domanda e della produzione, sebbene nelle ultime settimane siano stati danneggiati anche siti estrattivi.

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



Fonte: LSEG.

I prezzi del gas naturale in Europa, a differenza dei prezzi sul mercato americano, storicamente più bassi di circa 8 dollari per MBTU (milioni di unità termiche britanniche), hanno mostrato un sensibile rialzo nelle ultime settimane, risentendo sia delle tensioni sui mercati energetici internazionali sia delle persistenti incertezze sulle rotte di approvvigionamento (circa un terzo delle importazioni di gas liquefatto per l'Italia provengono dal Qatar). Il balzo nel mese di marzo, in seguito agli attacchi in Iran, ha superato il 63 per cento rispetto alla media dei prezzi di febbraio, superando a metà mese i 61 euro per MWh; il rincaro in marzo è stato tuttavia inferiore a quello osservato nello stesso periodo del 2022, dopo lo scoppio del conflitto russo-ucraino (60,4 per cento).

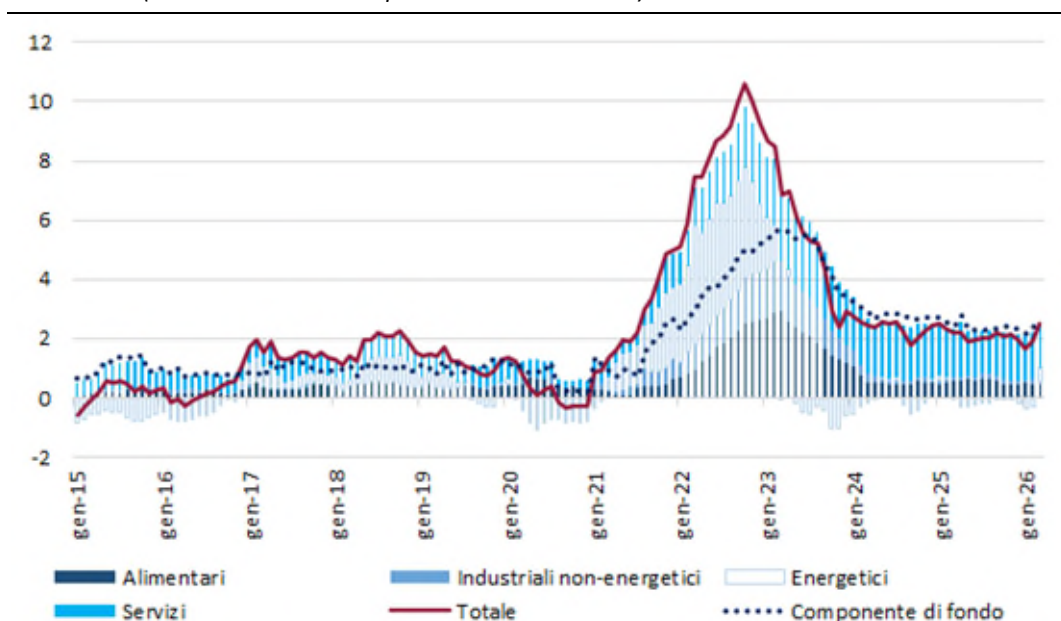
Parallelamente, dall'avvio delle ostilità militari contro l'Iran si è osservato un indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro (di 2,3 punti percentuali nel mese di marzo). Il deprezzamento del cambio, se da un lato rende i prodotti europei più competitivi, dall'altro ha amplificato per i paesi dell'area dell'euro i rincari delle materie prime energetiche quotate in dollari, contribuendo ad accrescere l'incertezza sulle prospettive dell'inflazione e sulle prossime decisioni di politica monetaria.

### ***Le aspettative d'inflazione hanno reagito al conflitto in Medio Oriente soprattutto in Europa***

Nel 2025, l'inflazione nell'area dell'euro è aumentata a marzo al 2,5 per cento, dall'1,9 per cento di febbraio, a causa del balzo dei prezzi energetici, tornati in crescita dopo 12 mesi. Si attendono ulteriori aumenti nei prossimi mesi come conseguenza delle tensioni in Medio Oriente, di pari passo con le aspettative sui prezzi dei consumatori e delle imprese manifatturiere, in forte crescita a marzo (fig. 5). La dinamica delle componenti resta differenziata; i prezzi dei servizi e dei beni alimentari continuano a registrare una crescita relativamente sostenuta, contribuendo in misura rilevante alla persistenza dell'inflazione di fondo, che si colloca a marzo al 2,3 per cento, sostanzialmente in linea con quella di febbraio. Al contrario le variazioni dei prezzi dei beni industriali non energetici restano più contenute.

Nella riunione di marzo della Banca centrale europea (BCE) i tre principali tassi di riferimento sono stati mantenuti invariati (tra il 2,0 e il 2,4 per cento), come previsto dagli analisti. Questa decisione riflette l'orientamento attuale di politica monetaria, con l'inflazione nell'area dell'euro vicina all'obiettivo del due per cento. Tuttavia, la banca centrale ha posto molta attenzione al conflitto in Medio Oriente disegnando prospettive che lasciano presagire possibili rialzi dei tassi nel corso dell'anno, nonostante la crescita debole dell'area dell'euro. «Le implicazioni a medio termine dipenderanno dall'intensità e dalla durata della guerra nonché dal modo in cui le quotazioni dell'energia influenzeranno i prezzi al consumo e l'economia» (Comunicato stampa della BCE del 19 marzo 2026).

**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.

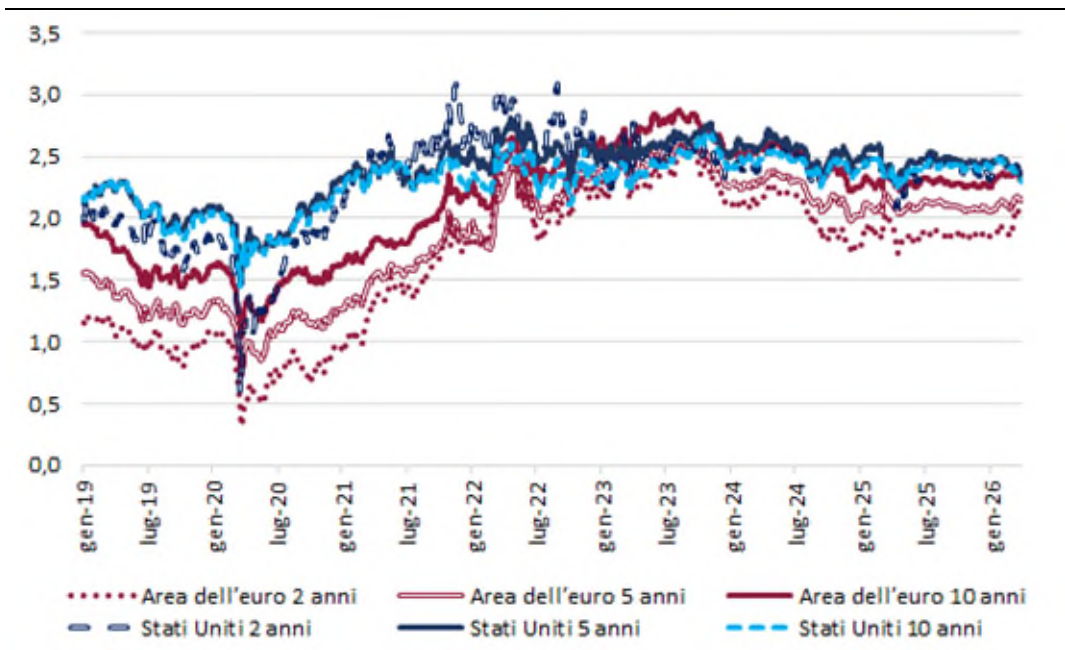
Anche la Riserva Federale statunitense, in linea con le previsioni degli analisti, nella riunione di marzo ha deciso di lasciare i tassi invariati nell’intervallo 3,50-3,75 per cento, tenendo conto di valutazioni positive sulla crescita e di un tasso d’inflazione relativamente stabile. La decisione di mantenere invariati i tassi di interesse è stata interpretata dagli analisti come un segnale di cautela in un contesto caratterizzato da elevata incertezza e che prevede tuttavia almeno un rialzo nel corso dell’anno. Il persistere di pressioni inflazionistiche, anche legate al rialzo dei prezzi energetici, si accompagna infatti a segnali di indebolimento dell’attività economica, rendendo più complesso l’orientamento della politica monetaria che si prepara a fronteggiare un potenziale *shock* stagflattivo.

Negli Stati Uniti, l’indice dei prezzi delle spese per consumi personali (PCE), monitorato anche dalla Federal Reserve per fini di politica monetaria, è salito nel quarto trimestre al 2,9 per cento; l’indice al netto delle componenti più volatili si è attestato su un valore di poco inferiore (2,7 per cento). Nella parte finale dell’anno la dinamica dei prezzi è quindi rimasta relativamente sostenuta, con l’inflazione complessiva e quella di fondo ancora su livelli superiori all’obiettivo del 2,0 per cento.

Nell’area dell’euro le aspettative di inflazione degli operatori si erano mantenute nel 2025 intorno al 2,0 per cento, in linea con l’obiettivo della BCE. Nelle rilevazioni del marzo scorso si osserva tuttavia un deciso aumento delle aspettative di mercato per tutte le scadenze, in particolare per quelle a 2 anni (6,5 per cento rispetto a febbraio); si registra anche un incremento del premio per il rischio, in un contesto caratterizzato da tensioni geopolitiche, maggiore volatilità dei prezzi energetici e persistente incertezza sul commercio internazionale e sulle strozzature dell’offerta.

Negli Stati Uniti, al contrario, le aspettative di inflazione implicite nei mercati *swaps* (fig. 6) hanno mostrato una moderata flessione nelle ultime settimane su tutte le scadenze e in particolare su quelle di medio-lungo periodo (-2,9 e -2,8 la variazione percentuale a marzo rispetto a febbraio per le scadenze a 5 e 10 anni). In sostanza gli operatori di mercato scontano il fatto che le dinamiche dei prezzi degli Stati Uniti dovrebbero risentire della guerra in Medio Oriente meno rispetto all'Europa.

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



Fonte: LSEG.

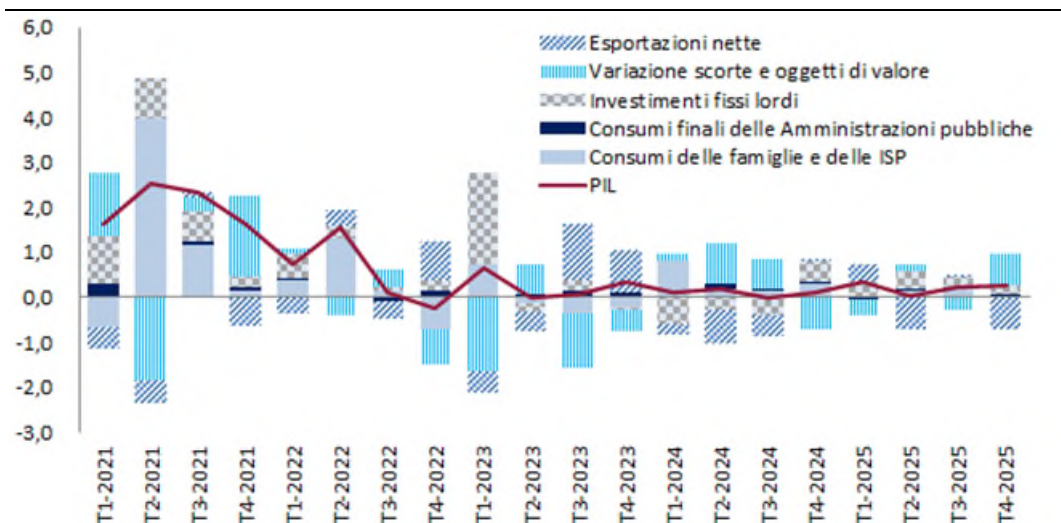
## L'economia italiana

### Il ciclo economico si è lievemente rafforzato nello scorcio finale del 2025

Nel 2025 il PIL dell'Italia è cresciuto dello 0,5 per cento (0,8 per cento nel 2024), a un ritmo superiore a quello della Germania (0,2 per cento) ma inferiore a quello di Spagna e Francia (2,8 e 0,8 per cento, rispettivamente). Come già nel 2024, lo scorso anno la dinamica del PIL italiano è risultata più debole rispetto alla media dell'area dell'euro (1,4 per cento). La domanda nazionale al netto delle scorte ha contribuito alla crescita del PIL per 1,5 punti percentuali, ascrivibili in egual misura ai consumi e agli investimenti; nondimeno, la domanda estera netta e la variazione delle scorte hanno sottratto alla dinamica del PIL rispettivamente 7 e 2 decimi di punto percentuale. Dal lato dell'offerta, l'incremento del valore aggiunto di 4 decimi di punto percentuale è risultato da dinamiche settoriali eterogenee; alla crescita delle costruzioni e dei servizi (2,4 e 0,3 per cento, rispettivamente) si è contrapposta la flessione nell'agricoltura (-0,1 per cento) e della manifattura (-0,3 per cento).

La dinamica produttiva è stata debole nel primo semestre dello scorso anno e leggermente più sostenuta nella seconda metà. Il PIL ha accelerato allo 0,3 per cento in autunno, quando la riduzione delle esportazioni nette è stata più che compensata dal contributo alla crescita degli investimenti (0,2 punti percentuali) e della variazione delle scorte (0,7 punti percentuali). Nell'arco dell'anno il contributo dei consumi (fig. 7) si è concentrato nei due trimestri centrali, mentre quello degli investimenti è risultato poco più marcato nei primi due trimestri rispetto al secondo semestre. Viceversa, l'apporto della domanda estera netta è risultato discontinuo, sottraendo slancio alla crescita in primavera e in autunno (-0,7 punti percentuali) e contribuendo positivamente in inverno e in estate (0,4 e 0,1 punti percentuali, rispettivamente).

**Fig. 7** – Variazione del PIL e contributi delle componenti di domanda  
(variazioni percentuali congiunturali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

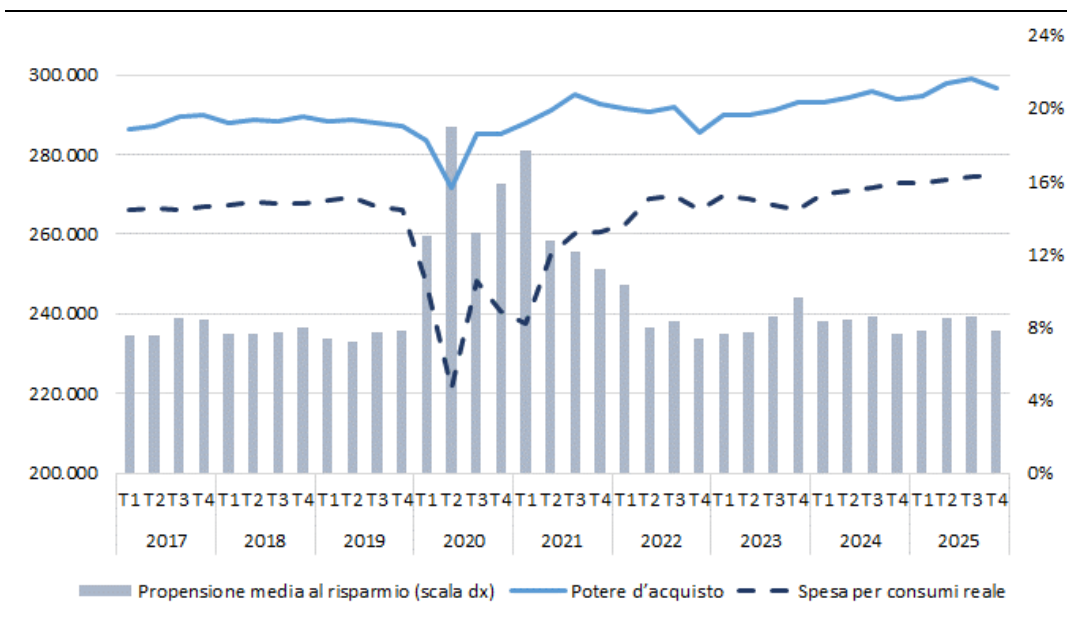
Nei conti nazionali pubblicati dall'Istat in marzo la dinamica del PIL per il 2023 è stata rivista al ribasso per un decimo di punto percentuale (dall'1,0 per cento stimato in settembre), mentre una correzione analoga ma di segno opposto ha riguardato il 2024 (da 0,7 a 0,8 per cento). Sulla base del Report "Economia e ambiente" pubblicato dall'Istat nel febbraio di quest'anno, la crescita del PIL del biennio 2023-24 si è accompagnata a una riduzione delle emissioni di gas climalteranti rispettivamente del 5,9 e del 2,8 per cento.

### ***Gli acquisti delle famiglie sono molto cauti e la fiducia si deteriora***

Lo scorso anno i consumi delle famiglie sono aumentati dell'1,0 per cento rispetto al 2024. Sulla base dei conti trimestrali, la dinamica congiunturale dei consumi delle famiglie si è rafforzata nei due trimestri centrali dell'anno (0,3 per cento), rallentando poi in autunno (0,1 per cento). Nel quarto trimestre la sostanziale stagnazione dei consumi è risultata come sintesi di lievi incrementi degli acquisti di beni durevoli, semidurevoli e di servizi (0,3, 0,1 e 0,1 per cento, rispettivamente), contro diminuzioni per i non durevoli (per un decimo di punto percentuale).

Il reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici nel quarto trimestre dello scorso anno si è ridotto (-0,4 per cento), comportando una contrazione del potere d'acquisto di quasi un punto percentuale. La spesa per consumi delle famiglie in termini nominali è comunque aumentata, per mezzo punto percentuale, mostrando la prima flessione della propensione al risparmio (al 7,8 per cento, dall'8,6; fig. 8) da oltre un anno.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Secondo i dati più recenti le vendite al dettaglio (in volume) hanno appena recuperato nel quarto trimestre (0,3 per cento), compensando la flessione estiva, per poi stabilizzarsi in media fra gennaio e febbraio. Sulla base di elaborazioni dell'UPB sull'indicatore in volume dei consumi di Confcommercio la variazione congiunturale stagionalizzata per il primo trimestre di quest'anno è lievemente positiva (due decimi di punto percentuale l'acquisito) e interamente ascrivibile alla componente dei beni.

L'indice di fiducia delle famiglie italiane nel trimestre scorso è diminuito su base congiunturale per circa un punto percentuale. In marzo, la prima rilevazione dopo l'avvio della guerra in Medio Oriente, la fiducia si è fortemente deteriorata: in particolare, gli indici sulle aspettative per il futuro e i giudizi sul clima economico sono peggiorati di circa dieci punti.

### ***La dinamica dell'accumulazione di capitale è disomogenea***

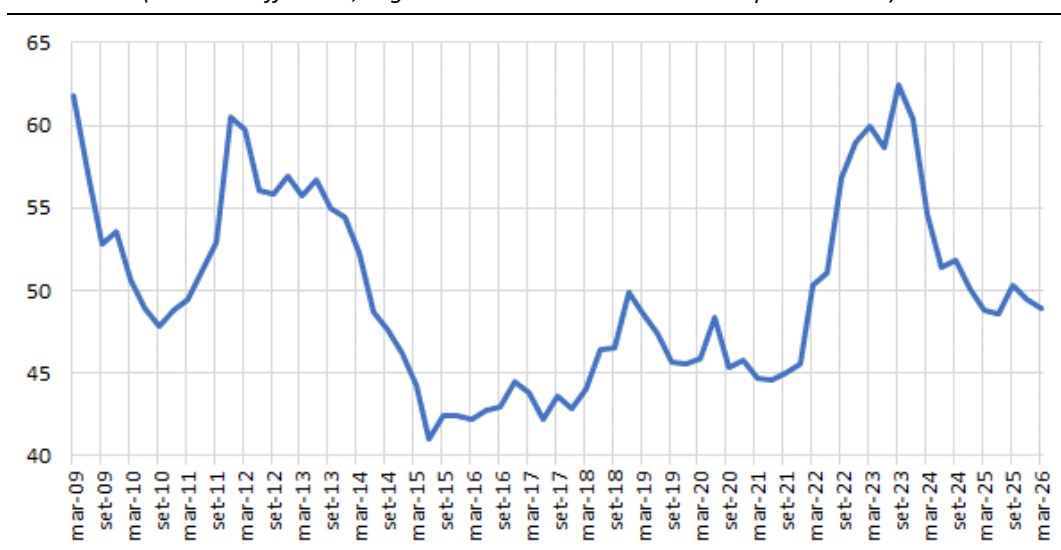
I dati di contabilità nazionale annuale rilasciati a marzo di quest'anno dall'Istat hanno evidenziato una profonda revisione al ribasso dell'accumulazione di capitale per il 2024 (dallo 0,5 al -3,1 per cento), in larga parte imputabile alla flessione delle costruzioni (-5,7 per cento), ascrivibile al contro-*shock* per il venire meno degli incentivi all'edilizia residenziale. Nondimeno, lo scorso anno gli investimenti hanno recuperato, al 3,5 per cento, in virtù del rimbalzo dell'edilizia (al 3,3 per cento) e della componente relativa ai macchinari (al 2,2 per cento, da -2,5).

Nello scorcio finale del 2025 gli investimenti sono cresciuti dello 0,9 per cento; si è rafforzata la componente abitativa (al 7,1 per cento, dal 5,8 del precedente trimestre), mentre le altre principali componenti hanno mostrato segnali di debolezza: -1,8 per cento l'edilizia non residenziale – terza flessione congiunturale consecutiva – e -0,2 per cento gli impianti e macchinari. Nel quarto trimestre dello scorso anno la quota di profitto (misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie) è marginalmente aumentata, raggiungendo il 43,2 per cento. Nello scorcio finale del 2025 il *mark-up* per il totale dell'economia e nei maggiori comparti è rimasto pressoché stabile, come già avvenuto nel trimestre precedente.

Secondo l'ultima indagine trimestrale della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta in parte dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente, le opinioni delle imprese sulla situazione economica generale sono peggiorate nei mesi iniziali di quest'anno. Le condizioni per investire appaiono sfavorevoli e in netto peggioramento, ma le imprese sostanzialmente confermano i propri piani per il 2026. Per quanto concerne il mercato immobiliare, l'indagine congiunturale di febbraio sul mercato delle abitazioni condotta dalla Banca d'Italia segnala nel trimestre finale dello scorso anno tempi di vendita contenuti; inoltre, la quota di acquisti finanziati da mutuo e il rapporto tra prestito e valore dell'immobile si collocano su livelli elevati nel confronto storico. Coerentemente,

a febbraio 2026 è proseguita la crescita tendenziale dei prestiti bancari erogati alle famiglie (2,6 per cento) e alle società non finanziarie residenti (1,8 per cento), ormai in aumento dalla seconda metà dello scorso anno. L'indicatore dell'UPB sulle difficoltà di accesso al credito conferma i recenti segnali distensivi, collocandosi nei primi mesi del 2026 in territorio espansivo (nella figura 9 l'area al di sotto della soglia di 50). Sul fronte della raccolta, nei primi mesi dell'anno la componente obbligazionaria ha ulteriormente rallentato (all'1,6 per cento in febbraio, dall'1,9 del mese precedente) e quella dei depositi ha accelerato oltre il 4 per cento su base tendenziale.

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



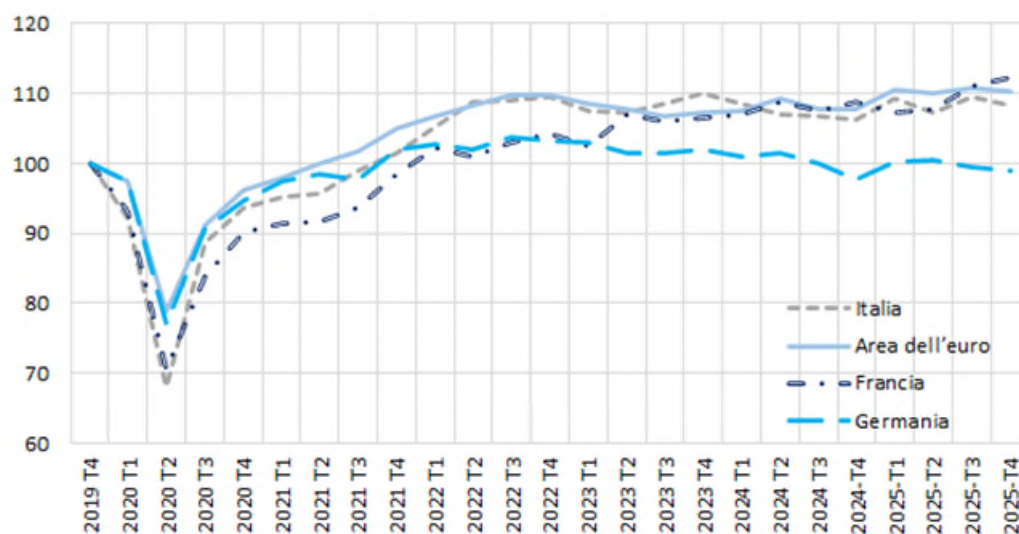
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Per i dettagli metodologici si rimanda alla [Nota sulla congiuntura di ottobre 2023](#) dell'UPB.

### **Le esportazioni si confermano molto volatili**

In autunno le esportazioni in volume hanno subito una nuova flessione congiunturale (-1,2 per cento) dopo il rimbalzo registrato nel periodo precedente. Nel complesso del 2025 le vendite all'estero sono aumentate dell'1,2 per cento, come risultato medio di andamenti trimestrali molto variabili, a riflesso dell'incertezza normativa e geo-politica innescata in larga misura dalle politiche dell'amministrazione statunitense. Nel quarto trimestre del 2025 le esportazioni italiane in volume si sono collocate quasi 10 punti al di sopra del livello osservato a fine 2019, in linea con l'area dell'euro e la Francia e ben al di sopra della Germania (fig. 10).

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Le esportazioni di beni (in valore) nel 2025 sono aumentate verso l’area dell’euro (del 4,6 per cento rispetto all’anno precedente), soprattutto verso la Francia (5,4 per cento) e la Germania (2,5 per cento), a fronte di flessioni verso il Regno Unito (-8,7 per cento) e il Giappone (-7,3 per cento); le vendite in valore di beni verso la Cina hanno registrato un incremento del 7,9 per cento, quelle verso gli Stati Uniti del 7,2 per cento, in controtendenza rispetto a quanto registrato dalle principali economie dell’area dell’euro. In riferimento ai flussi di vendite oltreoceano, l’impatto negativo dei dazi per gruppo di prodotti è apparso eterogeneo, risultando, secondo recenti stime Istat, più marcato per prodotti minerali, metalli preziosi e gioielli, più contenuto per alcuni comparti manifatturieri (macchinari e materiali elettrici), mentre sono in aumento le vendite di grassi e oli vegetali, calzature e materie plastiche e gomma.

A gennaio le esportazioni in valore hanno segnato una variazione acquisita per il primo trimestre dello 0,4 per cento; per contro, le importazioni hanno registrato una battuta d’arresto di oltre due punti percentuali (-2,4 per cento).

Le inchieste qualitative dell’Istat mantengono un orientamento negativo riguardo ai giudizi sulle esportazioni, confermando la prosecuzione della tendenza in corso dal 2024. Le opinioni delle imprese sui fattori negativi che influenzano l’*export*, in miglioramento in autunno, sono lievemente peggiorate nel primo trimestre dell’anno a seguito dell’incremento della quota di imprese che hanno segnalato aumenti nei costi e nei tempi di consegna.

In autunno le importazioni in volume hanno registrato un incremento dell’1,0 per cento in termini congiunturali, proseguendo lungo il sentiero di crescita che ha caratterizzato i precedenti trimestri dello scorso anno. Ne è risultato un contributo negativo della domanda estera netta alla dinamica congiunturale del PIL nel quarto trimestre (0,7 punti

percentuali). In relazione all'andamento della bilancia dei pagamenti, nel 2025 il conto corrente ha registrato un avanzo di 27,4 miliardi di euro (1,2 per cento del PIL), in aumento rispetto ai 23,8 miliardi dell'anno precedente. Il miglioramento riflette il forte recupero dei redditi primari, tornati in positivo (3,4 miliardi, da -7,6), a fronte di un minore avanzo commerciale delle merci (51,7 miliardi, da 55,0) e del peggioramento nei disavanzi dei servizi (-6,0 miliardi, da -4,9) e dei redditi secondari (-21,6 miliardi, da -18,7).

### ***Gli indicatori recenti delineano una fase ciclica eterogenea tra i settori***

Il quadro degli indicatori congiunturali disponibili risulta disomogeneo tra i settori. L'attività industriale rimane debole, i servizi mostrano dinamiche moderate ma positive; nell'edilizia si evidenziano andamenti divergenti tra comparto residenziale e non residenziale.

La produzione industriale l'anno scorso si è lievemente ridotta (-0,3 per cento), dopo avere subito cali più consistenti nei due anni precedenti. A gennaio di quest'anno si è registrata una nuova flessione congiunturale (-0,6 per cento) seguita da una sostanziale stasi a febbraio (0,1 per cento), su livelli di attività simili a quelli del primo trimestre del 2025. Al contrario, l'indice del fatturato dell'industria in volume ha chiuso l'anno con un modesto recupero congiunturale (0,6 per cento in autunno), così come il valore aggiunto (0,8 per cento). La crescita del fatturato in volume e del valore aggiunto, pur in presenza di una contrazione della produzione, può riflettere sia la progressiva evasione di ordini accumulati in precedenza mediante l'utilizzo delle scorte di magazzino, sia l'incremento delle vendite di beni caratterizzati da un ridotto impiego di input intermedi e da una più elevata efficienza produttiva. L'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere ha registrato tra gennaio e marzo un aumento rispetto alla media del trimestre precedente, pur rimanendo sensibilmente inferiore ai livelli medi post-pandemia. La variazione di marzo, primo dato disponibile dopo l'inizio del conflitto in Medio Oriente, suggerisce allo stato un orientamento ancora essenzialmente attendista da parte delle imprese. Il PMI manifatturiero si mantiene in territorio positivo, attestandosi in marzo a 51,3 (da 50,6 di febbraio); in particolare, si è registrato per il secondo mese consecutivo un aumento dei livelli produttivi e degli ordini, seppur a ritmi contenuti, nonostante il contesto di elevata incertezza legato al conflitto in Medio Oriente e le relative criticità nelle catene di approvvigionamento.

Dopo il forte impulso post-pandemico il settore delle costruzioni appare aver avviato una fase di normalizzazione, risentendo in particolare del venir meno degli incentivi. In questo contesto, la produzione ha iniziato a flettere dallo scorso ottobre, con una dinamica congiunturale negativa che è proseguita anche all'inizio dell'anno in corso (-1,3 per cento in gennaio). Le valutazioni delle imprese edili restano comunque moderatamente favorevoli: dopo due flessioni consecutive, l'indice del clima di fiducia dell'Istat ha registrato un lieve recupero a fine 2025, stabilizzandosi poi nel primo trimestre dell'anno

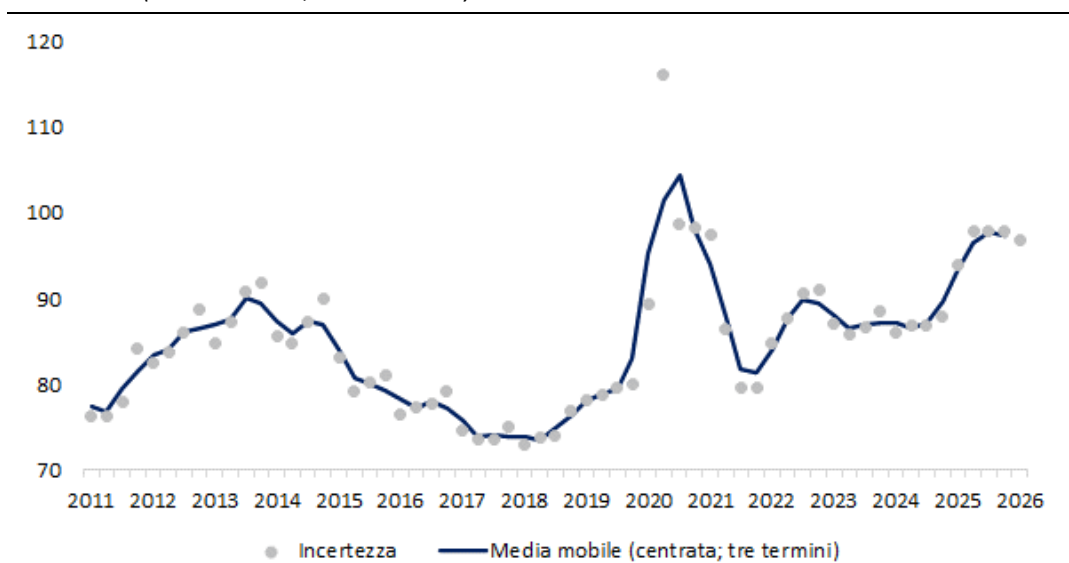
in corso. A livello disaggregato, emerge una sostanziale tenuta delle opere di ingegneria civile e delle attività di costruzione specializzate, mentre il comparto degli edifici continua a mostrare segnali di difficoltà ciclica, nonostante il rimbalzo registrato a marzo. Tali evidenze delineano per i prossimi trimestri un quadro di debolezza più che di contrazione marcata, coerente con una stabilizzazione dell'attività su livelli inferiori ai picchi del biennio precedente. L'indice PMI delle costruzioni ha perso slancio in marzo (a 46,8 da 50,4), sia per una domanda più debole sia per la diminuzione dei nuovi ordini. L'attività ha registrato una flessione in tutti i principali segmenti, residenziale, commerciale e ingegneria civile.

Nel terziario il valore aggiunto è aumentato dello 0,3 per cento nel 2025, in rallentamento rispetto all'anno precedente; nella media dei mesi autunnali è rimasto pressoché stabile (0,1 per cento in termini congiunturali), in quanto all'incremento nel commercio e nelle comunicazioni si è contrapposto il calo tra i settori finanziari e assicurativi. Le inchieste sembrano riflettere le criticità geoeconomiche; a marzo la fiducia delle imprese dei servizi di mercato è lievemente aumentata ma quella delle imprese del commercio si è decisamente deteriorata, raggiungendo il valore più basso da oltre due anni. Nello stesso mese l'indice PMI del comparto Italia è sceso a 48,8 (da 51,0 di febbraio), collocandosi al di sotto delle attese di mercato (52,3) e rientrando in area di contrazione per la prima volta da novembre 2024.

Per quanto attiene alla demografia d'impresa, sulla base dei dati di Movimprese nel complesso del 2025 si è registrato un saldo attivo di quasi 57.000 attività, corrispondente a una crescita dello *stock* dell'1,0 per cento su base annuale (nel 2023-24 la crescita era stata dello 0,7 per cento in media). A dispetto di un tessuto imprenditoriale prevalentemente composto da piccole e medie imprese, la dinamica demografica è stata quasi interamente trainata dalle società di capitali (con un saldo trimestrale di oltre 14.000 unità), mentre il differenziale fra iscrizioni e cessazioni si è confermato negativo per le società di persone. Quanto alla natalità d'impresa, la fornitura di energia elettrica, gas e vapore, le attività finanziarie e assicurative e le costruzioni continuano a mostrare maggiore dinamismo rispetto al commercio, la manifattura e l'agricoltura.

L'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, è aumentato per quasi due punti in inverno rispetto alla media ottobre-dicembre. L'incertezza di famiglie e imprese, rilevata dall'indicatore dell'UPB, si è stabilizzata nello scorcio iniziale del 2026 su livelli elevati, prossimi a quelli del biennio 2020-21 (fig. 11).

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



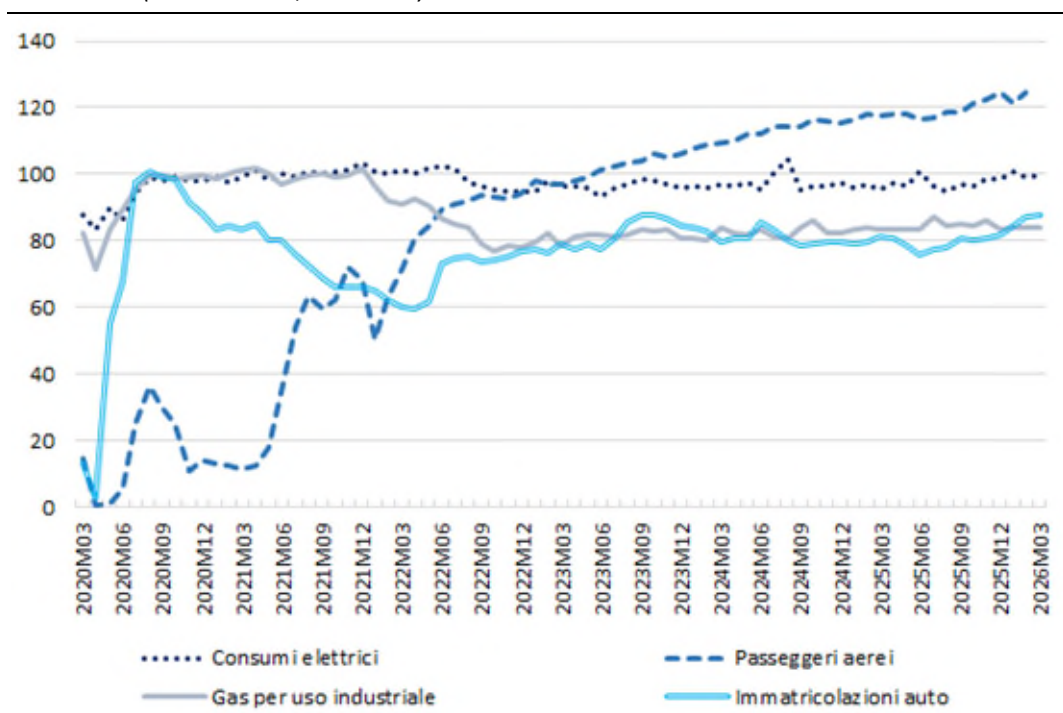
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### ***Le indicazioni più recenti e le previsioni di breve termine***

Le variabili mensili tempestive prospettano per il primo trimestre una crescita moderata. A inizio anno si osserva una elevata variabilità tra gli indicatori più aggiornati: le immatricolazioni di autovetture appaiono in recupero ma a marzo rallentano e restano su valori inferiori a quelli degli anni precedenti la pandemia; i consumi elettrici e di gas sono pressoché stabili e il numero dei passeggeri aerei subisce un calo in gennaio poi recuperato il mese successivo (fig. 12).

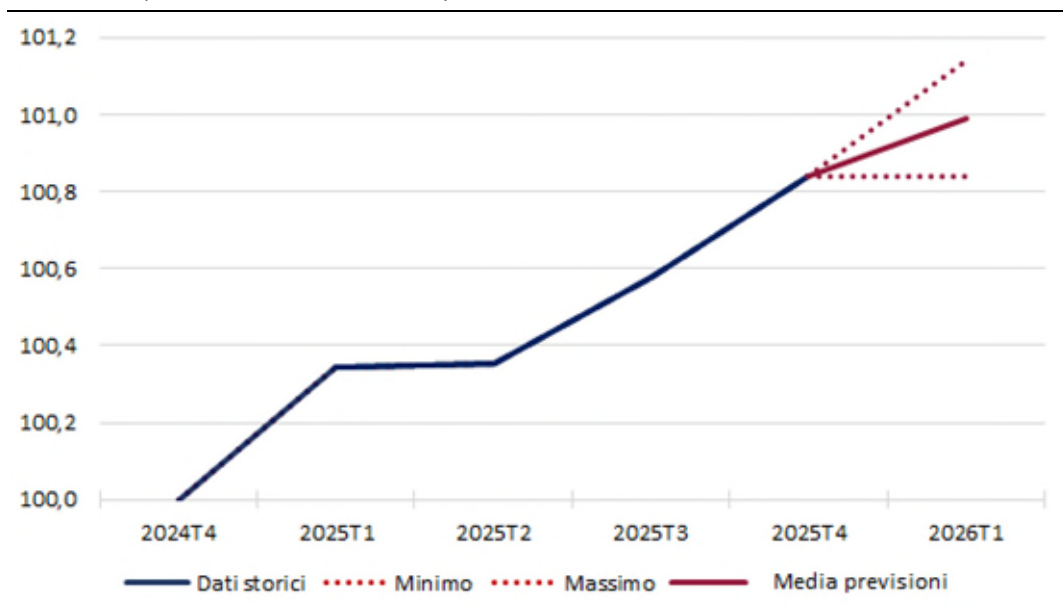
Secondo le stime dell'UPB nel primo trimestre di quest'anno il PIL avrebbe rallentato rispetto al trimestre precedente, registrando una variazione tra uno e due decimi di punto percentuale nella media dei modelli (fig. 13), ma con margini d'incertezza relativamente elevati. La manifattura stenta a riprendersi, i servizi mostrano una dinamica moderata e le costruzioni, appaiono in rallentamento. Nel complesso quindi ci si attende una variazione del PIL positiva ma contenuta.

**Fig. 12** – Indicatori tempestivi dell'attività economica  
(numeri indice; 2019=100)



Fonte: elaborazioni su dati ANFIA, Assaeroporti, Terna e SNAM.

**Fig. 13** – Previsioni di breve termine del PIL (1)  
(numero indice 2024T4=100)



(1) Le previsioni del PIL sono ottenute con i modelli di breve termine dell'UPB (per maggiori dettagli si veda "Gli strumenti di previsione macroeconomica dell'UPB").

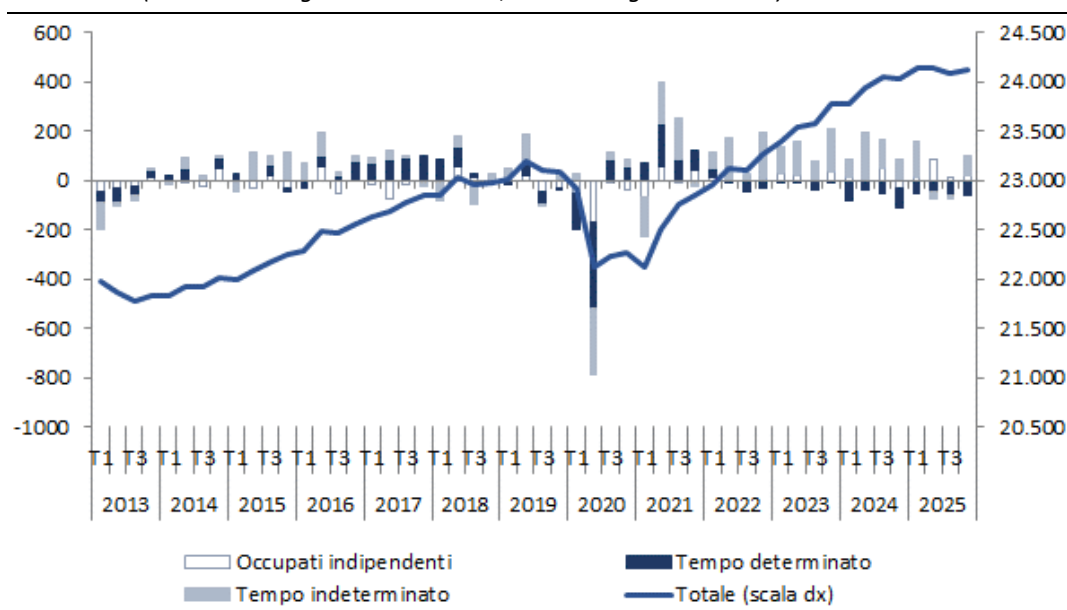
### *Il mercato del lavoro rallenta e i salari reali restano bassi*

Nel 2025 il mercato del lavoro è risultato ancora in crescita, evidenziando tuttavia una perdita di vigore rispetto all'anno precedente, anche a riflesso del rallentamento del PIL. Gli occupati sono aumentati dell'1,1 per cento, l'input di lavoro poco di più ma entrambi hanno decelerato rispetto al 2024. Il rallentamento delle ore lavorate ha riflesso principalmente la contrazione dell'attività nel settore manifatturiero (-0,7 per cento), che si è contrapposta al dinamismo registrato nelle costruzioni (2,9 per cento) e nei servizi (1,9 per cento).

Dal lato della domanda di lavoro, si osservano segnali di attenuazione delle tensioni: il tasso di posti vacanti nel totale dell'economia si riduce di tre decimi (1,8 per cento) e migliora anche nel settore delle costruzioni, dove scende al 2,6 per cento (dal 3,0 del 2024), pur rimanendo su livelli relativamente elevati.

L'anno scorso l'occupazione è aumentata di circa 170.000 unità, secondo i dati della Rilevazione sulle forze di lavoro. L'incremento è stato sostenuto in misura prevalente dalla componente dei lavoratori autonomi (89.000 unità), mentre tra i lavoratori dipendenti la crescita dell'occupazione a tempo indeterminato è stata in larga parte compensata dalla riduzione di quella a termine (-225.000 unità) (fig. 14). L'aumento complessivo degli occupati nel 2025 ha interessato in misura maggiore le donne (92.000 unità) rispetto agli uomini, ma si è concentrato esclusivamente tra i lavoratori con oltre 50 anni; infatti, il numero degli occupati è risultato in diminuzione in tutte le restanti classi di età.

**Fig. 14** – Occupazione dipendente e indipendente  
(variazioni congiunturali assolute; livelli in migliaia di unità)



Fonte: Istat.

Nel 2025 la forza lavoro (15-64 anni) ha subito una graduale flessione, chiudendo l'anno con una riduzione di circa 39.000 unità rispetto al 2024. Tale andamento riflette in parte il progressivo ridimensionamento delle classi di età inferiori ai 50 anni, riconducibile anche agli effetti demografici connessi all'invecchiamento della popolazione. Nel corso del 2025 il tasso di partecipazione nella fascia 15-64 anni si è man mano ridotto, pur rimanendo su livelli storicamente elevati (66,7 per cento in media annua) sebbene inferiori a quelli europei; nella seconda parte dell'anno la flessione è stata più sensibile di quella della popolazione attiva (-0,2 per cento rispetto a inizio anno).

La diminuzione della partecipazione ha interessato soprattutto la fascia giovanile (15-34 anni), nell'ambito della quale la popolazione maschile ha comunque registrato un aumento (fig. 15), principalmente ascrivibile alle dinamiche migratorie. Tuttavia, tale incremento della popolazione maschile si è associato a un ampliamento degli inattivi (4,6 per cento nella seconda parte dello scorso anno rispetto alla media del 2024) e non a una crescita della forza lavoro.

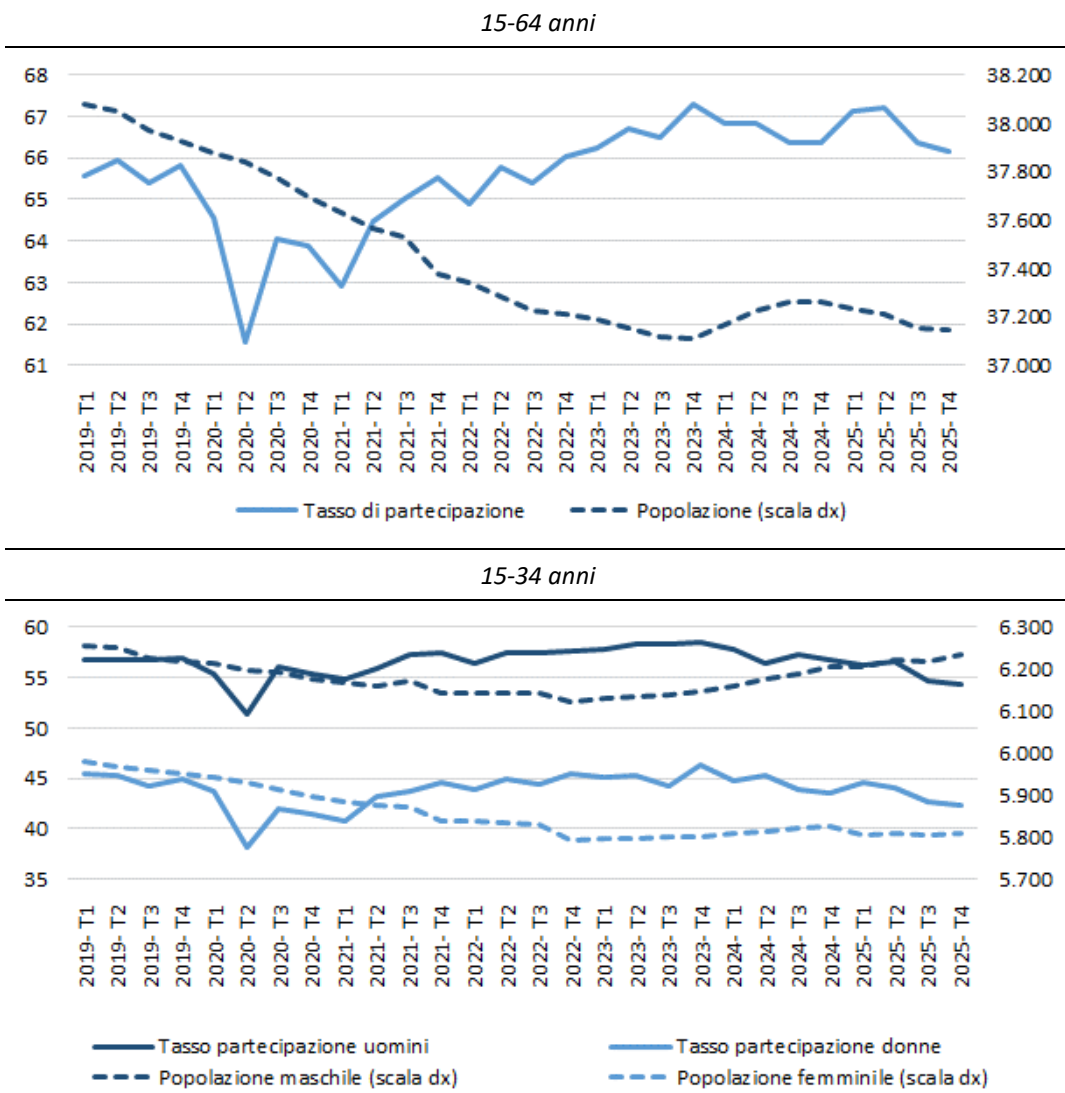
Prosegue al contempo la diminuzione del tasso di disoccupazione, che si colloca al 6,2 per cento nella media del 2025 e scende al 5,8 per cento nel quarto trimestre, raggiungendo il valore più basso degli ultimi venti anni. Secondo i dati mensili preliminari, il tasso di disoccupazione avrebbe registrato un'ulteriore flessione anche all'inizio del 2026. In base ai dati amministrativi dell'Osservatorio INPS sul mercato del lavoro, relativi al settore privato non-agricolo, nel 2025 la creazione di posti di lavoro (comprensiva delle trasformazioni e al netto delle cessazioni) ha riguardato in prevalenza i servizi, soprattutto quelli legati alle attività finanziarie e al turismo, ma nel complesso ha rallentato rispetto all'anno precedente. Le nuove assunzioni sono diminuite (-1,3 per cento), soprattutto con riferimento ai contratti di apprendistato e a tempo indeterminato. Nel 2025 ha continuato a incrementarsi il ricorso ai trattamenti salariali integrativi (10,4 per cento di ore autorizzate di CIG in più rispetto al 2024), dopo l'aumento non trascurabile già osservato l'anno precedente; nell'industria in senso stretto sono aumentate soprattutto le richieste di CIG straordinaria (69,5 per cento rispetto al 2024) a fronte di una riduzione delle domande per la ordinaria, suggerendo il perdurare di processi di aggiustamento di natura strutturale nel settore manifatturiero. Anche i Fondi di Solidarietà (FSI), che erano andati riducendosi nel 2024, sono tornati a crescere lo scorso anno, soprattutto nel commercio (15,4 per cento).

Nel 2025 l'espansione dell'attività economica è stata sostenuta soprattutto dalle ore lavorate e dall'occupazione; il contributo della produttività è invece rimasto negativo in tutti i trimestri dell'anno. Nella parte finale del 2025 si è deteriorato anche l'apporto alla crescita della partecipazione, passato da nullo a negativo (fig. 16). Nel corso dell'anno si è registrata una progressiva riduzione della popolazione in età lavorativa, dovuta in parte allo spostamento verso le classi di età più avanzate delle coorti di lavoratori più numerose e in parte alla diminuzione della popolazione complessiva (circa 27.800 unità in meno nel 2025).

Nel 2025 le retribuzioni contrattuali sono aumentate nel complesso dell'economia del 3,1 per cento, consentendo un recupero del potere d'acquisto per il secondo anno

consecutivo. La dinamica è risultata più marcata nell'industria, pur mostrando segnali di rallentamento nella parte finale dell'anno. Indicazioni preliminari relative a gennaio 2026 suggeriscono che tale andamento sia proseguito anche all'inizio dell'anno con un'intensità sostanzialmente analoga a quella dei mesi precedenti. La crescita delle retribuzioni orarie di fatto nell'insieme dell'economia si è mantenuta nel 2025 su valori inferiori a quelli registrati nel 2024 (circa il 2,7 per cento). In termini reali, le retribuzioni orarie di fatto mostrano a fine anno un recupero rispetto ai trimestri precedenti, ma nel complesso del 2025 restano ancora inferiori ai valori medi del 2020 di oltre l'8 per cento, con un *gap* rispetto agli altri paesi OCSE<sup>3</sup> che potrebbe risultare critico nel caso di una nuova fiammata inflazionistica.

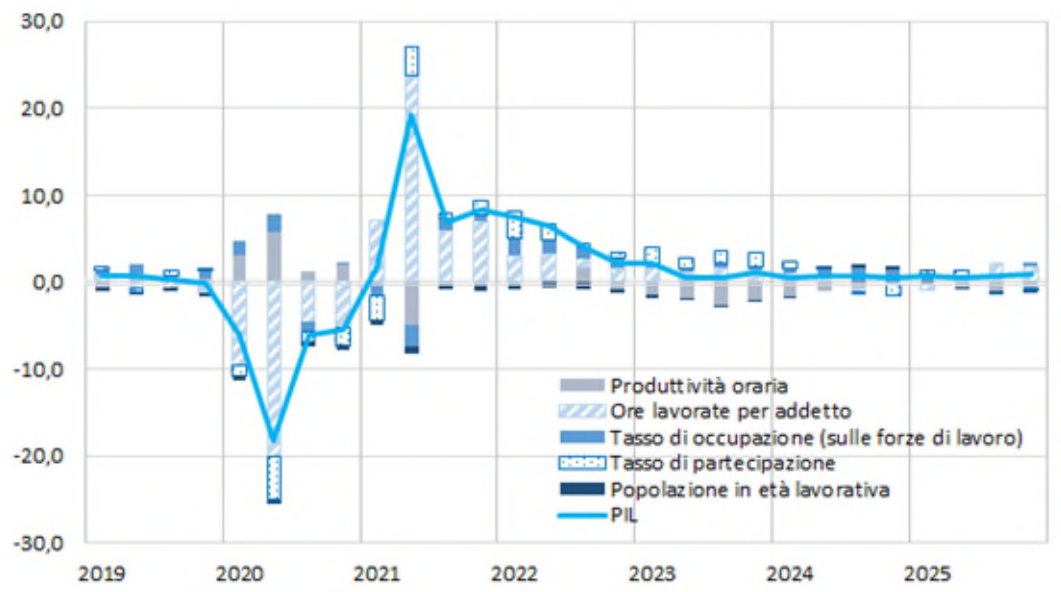
**Fig. 15** – Partecipazione e popolazione attiva per fasce di età  
(incidenze percentuali; livelli in migliaia di unità)



Fonte: Istat.

<sup>3</sup> Si veda il Capitolo 1 in OECD Employment Outlook 2025: *Can We Get Through the Demographic Crunch?*.

**Fig. 16** – Crescita del PIL in termini reali e mercato del lavoro  
(variazioni percentuali tendenziali; contributi alla crescita)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

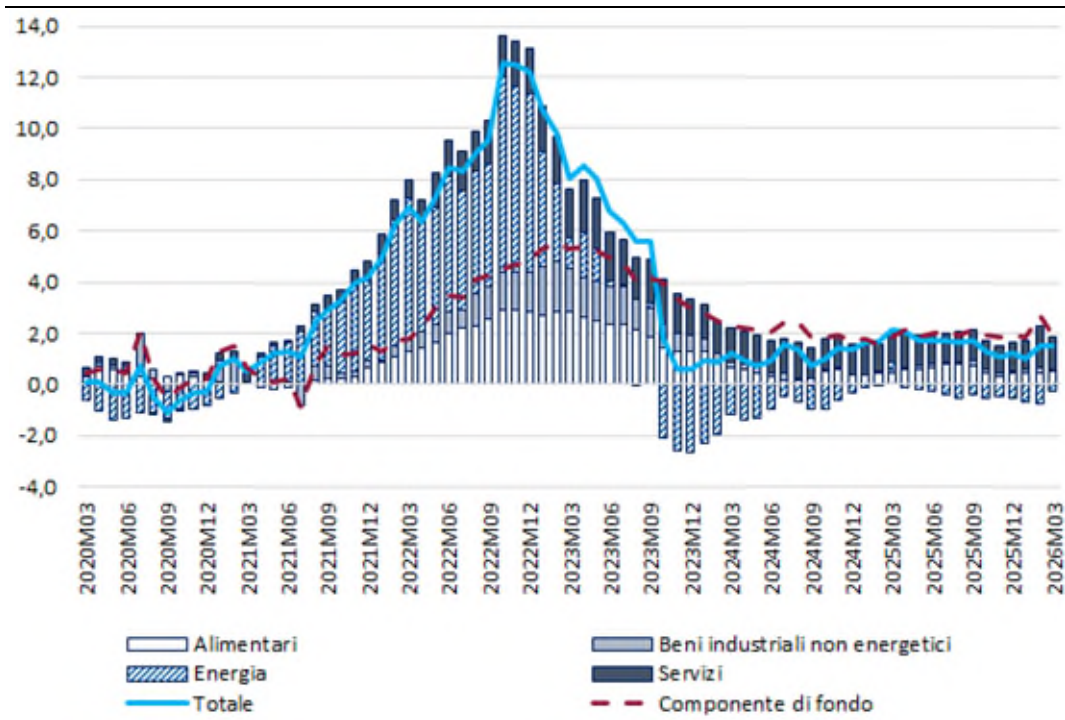
### ***L'inflazione in marzo è lievemente aumentata***

Nel 2025 l'inflazione in Italia, misurata dall'indice NIC (1,5 per cento) ha mostrato un moderato aumento rispetto al 2024 (quando era 1,0 per cento); la flessione dei prezzi dell'energia ha mitigato il contributo positivo delle componenti alimentari e dei servizi.

Nel primo trimestre del 2026 l'inflazione ha continuato a recuperare (1,4 per cento, dall'1,1 di dicembre) e in marzo ha raggiunto l'1,7 per cento (1,5 per cento l'IPCA); l'incremento è dovuto al minore calo dei prezzi dei beni energetici (-2,3 per cento da -6,6) e all'accelerazione di quelli degli alimentari, soprattutto dei beni non lavorati (4,4 per cento da 3,7). Al contrario i prezzi dei servizi hanno rallentato (2,8 per cento da 3,6) in modo particolare nei Servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona ma in parte anche in quelli afferenti ai trasporti (fig. 17). Tale attenuazione si è riflessa anche nell'inflazione di fondo, scesa all'1,9 per cento in marzo dal 2,4 del mese precedente (all'1,8 per cento dal 2,6 nella misura armonizzata a livello europeo). L'inflazione acquisita a marzo (NIC) ha raggiunto l'1,5 per cento.

Nel 2025 si era ridotto il differenziale negativo dell'inflazione italiana rispetto a quella dell'area dell'euro (-0,5 punti percentuali da -1,3 del 2024) (fig. 18), ma in marzo il divario si è riaperto, grazie al minor recupero dei prezzi energetici nel nostro Paese e al rallentamento della componente del terziario.

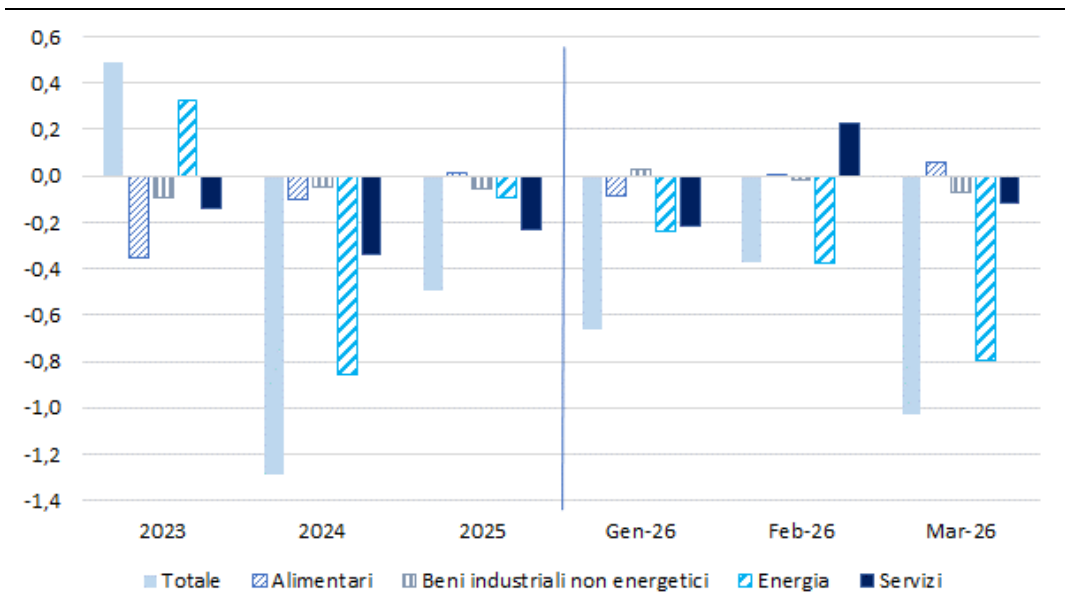
**Fig. 17** – Inflazione al consumo in Italia (1)  
(variazioni percentuali e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat relativi all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo, 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. 18** – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)  
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

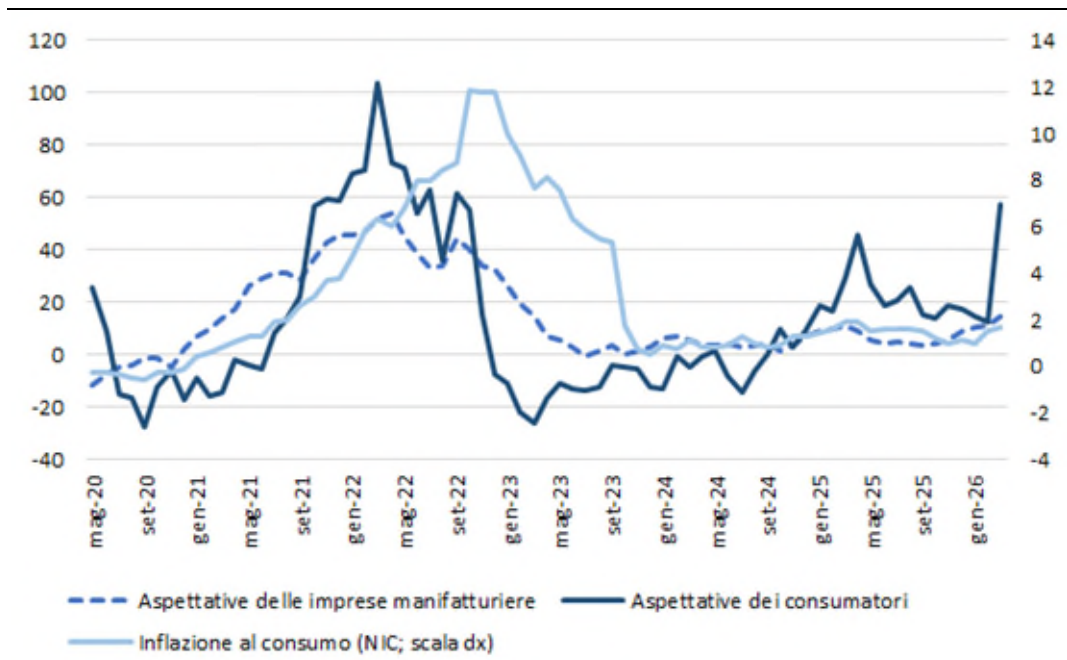
(1) Differenze sull'inflazione armonizzata (IPCA).

Nei dati dettagliati relativi al mese di febbraio, che non includono i possibili effetti sui prezzi legati alla crisi in Medio Oriente, i rincari dei prezzi italiani restavano ancora confinati a un numero limitato di voci, il 60 per cento delle quali mostrava un'inflazione sotto il 2 per cento.

A monte della catena di distribuzione gli effetti inflattivi della guerra non sono ancora visibili in quanto non si dispone di dati per marzo. Dopo il calo registrato nel 2025, i prezzi all'*import* in gennaio hanno recuperato solo lievemente (0,2 per cento in termini congiunturali), pur rimanendo ancora inferiori rispetto all'anno prima (circa -3,3 per cento). A febbraio i prezzi alla produzione dell'industria sono tornati a diminuire (-0,4 per cento rispetto al mese precedente), dopo il temporaneo rialzo di gennaio legato alla componente energetica; nel complesso, la dinamica degli ultimi tre mesi è risultata moderata. Nel settore delle costruzioni si osserva un incremento congiunturale dei prezzi, trainato dai rincari di materiali e carburanti, mentre su base tendenziale si registra un rallentamento per gli edifici e una sostanziale stabilità per le strade. Nei servizi i prezzi alla produzione sono cresciuti nel 2025 meno che nell'anno precedente (2,9 per cento da 3,7 per cento), con un rallentamento più marcato per i servizi di informazione e comunicazione e soprattutto per quelli di trasporto e magazzinaggio, in deflazione da giugno scorso.

Le aspettative di consumatori e imprese hanno invece iniziato a scontare futuri aumenti dell'inflazione (fig. 19). La quota di imprese intervistate nell'indagine Istat che prefigura un rialzo dei prezzi nei prossimi mesi è aumentata a marzo di tre punti percentuali, al 18,5 per cento. Contestualmente, i direttori degli acquisiti intervistati per l'indice PMI S&P indicano che in marzo le aziende hanno sostenuto maggiori costi per materie prime, trasporti ed energia, innescando primi aumenti sui prezzi di vendita. I consumatori intervistati nelle indagini dell'Istat sul clima di fiducia hanno drasticamente rivisto le loro attese il mese scorso, memori della precedente impennata inflazionistica conseguente all'avvio della guerra in Ucraina. Nel 31,1 per cento dei casi si attendono una accelerazione dei prezzi, laddove nell'indagine del mese precedente tale quota era quasi la metà.

**Fig. 19** – Inflazione al consumo (NIC) e aspettative sui prezzi delle indagini Istat (saldi e variazioni percentuali)



Fonte: Istat.

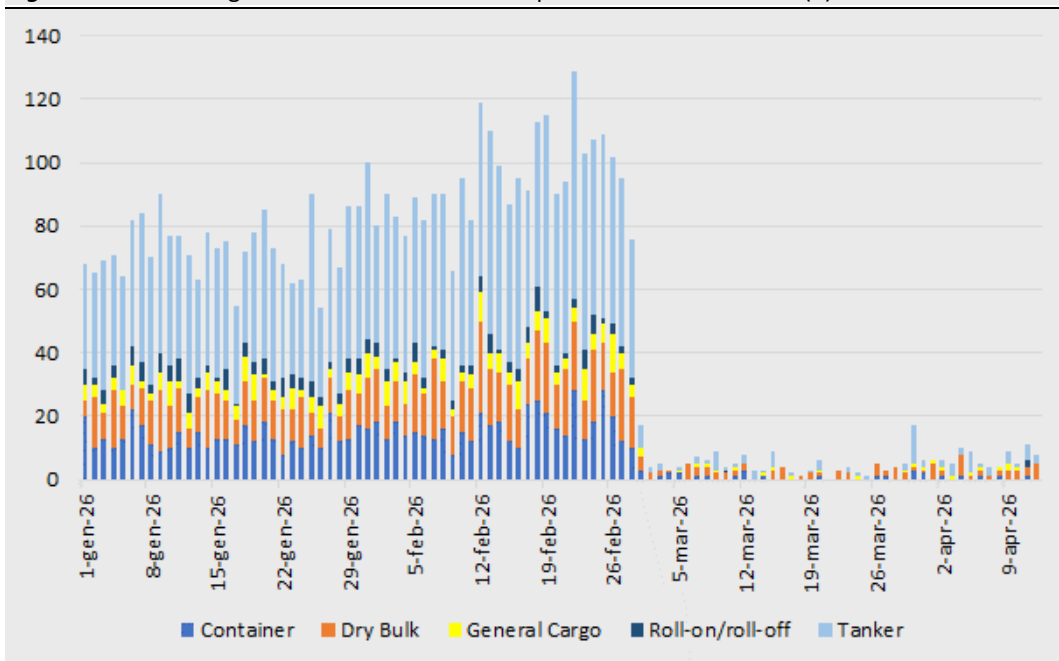
## Riquadro – Il conflitto in Medio Oriente e le ripercussioni per l'economia italiana

La guerra in Medio Oriente rappresenta l'ennesimo evento traumatico globale di questo decennio; alla crisi pandemica da Covid-19 del 2020 ha fatto seguito l'invasione russa dell'Ucraina del 2022. La guerra, avviata a fine febbraio da Stati Uniti e Israele contro l'Iran, sta avendo ripercussioni economiche significative sia per il ruolo rilevante dell'Iran come produttore di petrolio sia per la sua posizione geografica strategica nel quadrante mediorientale. La tregua in corso appare fragile e il post-tregua incerto.

La reazione dell'Iran, oltre a coinvolgere i paesi del Medio Oriente sul cui suolo sono presenti basi militari americane, si è focalizzata sui traffici marittimi. La minaccia di affondare le navi mercantili in transito attraverso lo stretto di Hormuz, tratto di mare che collega il Golfo Persico con il Golfo di Oman, ha fatto sì che dall'inizio del conflitto il traffico per lo stretto si sia sostanzialmente azzerato (fig. R1). La tregua iniziata l'8 aprile non ha ancora prodotto un aumento significativo dei transiti.

Secondo i dati dell'Agenzia internazionale dell'energia<sup>4</sup> attraverso lo stretto di Hormuz sono transitati nel 2025 circa 20 milioni di barili al giorno (mb/g) di petrolio e derivati che rappresentano un quarto del commercio via mare di tutti i prodotti petroliferi, per l'80 per cento destinati all'Asia e per poco meno del 5 per cento verso l'Europa. Per il gas naturale liquefatto (GNL), prodotto in Asia principalmente dagli Emirati Arabi e in misura residuale dal Qatar, la stessa Agenzia stima che per lo stretto di Hormuz siano transitati 112 miliardi di metri cubi (bcm/anno), equivalenti a circa il 20 per cento del totale degli scambi mondiali; una larga parte del GNL, intorno al 90 per cento, ha avuto come destinazione l'Asia e il 10 per cento l'Europa. L'Asia appare quindi come l'area geografica più direttamente colpita, tuttavia, essendo le quotazioni di riferimento determinate a livello internazionale, la riduzione dell'offerta influenza tutti i mercati, penalizzando soprattutto gli stati che non hanno autonomia energetica, come quelli europei. Gli Stati Uniti sono diventati esportatori netti di materie prime energetiche per cui traggono beneficio da un aumento dei prezzi del petrolio; a livello distributivo, tuttavia, non sono esenti dal trasferimento di risorse da cittadini e imprese energivore a beneficio delle imprese energetiche. I paesi asiatici che non trovano

**Fig. R1** – Transiti giornalieri di navi mercantili per lo stretto di Hormuz (1)



Fonte: Portwatch.

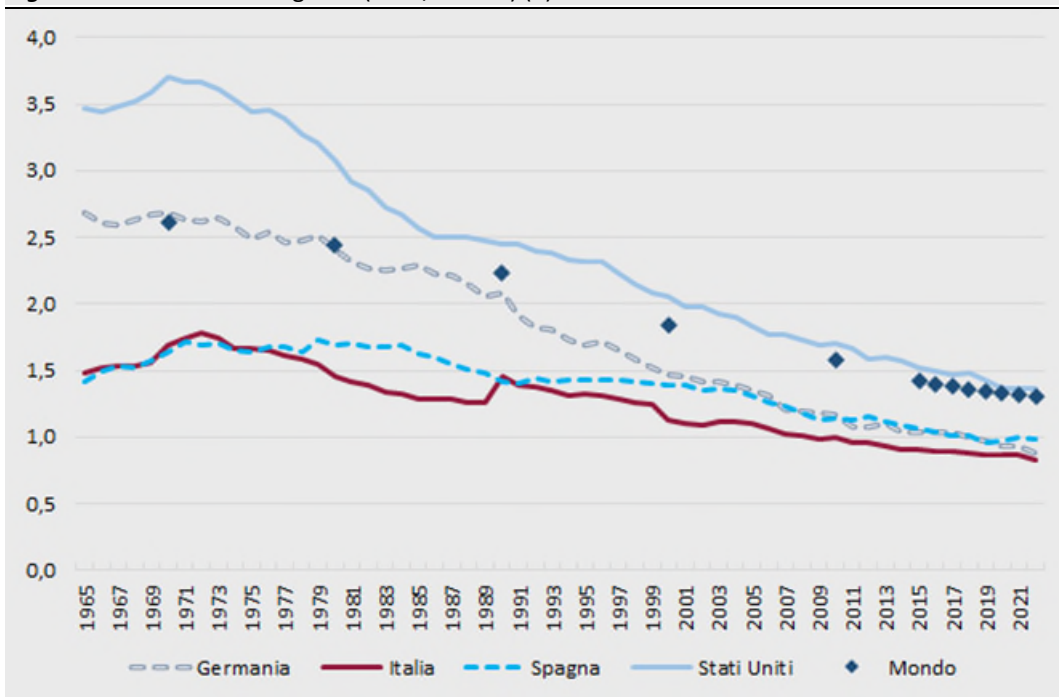
(1) Dati aggiornati al 12 aprile 2026.

<sup>4</sup> Strait of Hormuz Factsheet, febbraio 2026, <https://tinyurl.com/3xxejape>.

risposta ai loro fabbisogni energetici attraverso i fornitori abituali entrano in competizione con altri paesi, anche europei, per accaparrarsi la ridotta offerta di materie prime. A marzo QatarEnergy ha notificato a Edison la cancellazione per forza maggiore di alcuni carichi di GNL destinati all'Italia, poi dirottati verso altre destinazioni, in particolare asiatiche che offrivano un premio maggiore<sup>5</sup>.

La letteratura economica ha rivolto la propria attenzione al tema degli effetti macroeconomici degli *shock* energetici, concentrandosi prevalentemente fino allo scorso decennio sul prezzo del petrolio<sup>6</sup>. Più di recente, in seguito all'invasione russa dell'Ucraina, l'attenzione si è spostata anche sul prezzo del gas, specialmente in Europa, sia per la crescente rilevanza di questa materia prima nel consumo finale e nella produzione di energia elettrica sia perché le sue quotazioni si sono maggiormente svincolate da quelle del petrolio<sup>7</sup>. Nonostante dagli anni Settanta a oggi l'intensità energetica, ovvero la quantità di energia per unità di PIL prodotto, si sia nel mondo mediamente dimezzata (fig. R2), *shock* energetici continuano ad avere effetti rilevanti sulla produzione e sui prezzi<sup>8</sup>. Gli impatti macroeconomici di uno *shock* energetico possono essere molto diversi, a seconda di numerosi fattori, quali ad esempio l'origine (domanda, offerta, scorte), la durata (temporaneo o permanente), la dipendenza relativa alle specifiche fonti energetiche del singolo paese e la reazione della politica monetaria<sup>9</sup>.

**Fig. R2** – Intensità energetica (KWh/dollaro) (1)



Fonte: U.S. Energy Information Administration (2025); Energy Institute - Statistical Review of World Energy (2025); Bolt and van Zanden – Maddison Project Database 2023 via [OurWorldinData.org](https://ourworldindata.org).

(1) L'Intensità energetica è misurata come il consumo di energia primaria per unità di PIL.

<sup>5</sup> <https://tinyurl.com/3b3krpyv>.

<sup>6</sup> Si vedano ad esempio Hamilton, James D. (1983), "Oil and the Macroeconomy since World War II," *Journal of Political Economy*, 91(2), 228–248; Barsky, Robert B., e Lutz Kilian (2004), "Oil and the Macroeconomy Since the 1970s," *Journal of Economic Perspectives*, 18(4), 115–134.

<sup>7</sup> López, Lucia, Florens Odendahl, Susana Parraga Rodriguez e Edgar Silgado-Gómez (2026) "The pass-through to inflation of gas price shocks", ECB Working Paper Series N. 2968.

<sup>8</sup> Blanchard, Olivier J., e Marianna Riggi (2013), "Why are the 2000s so Different from the 1970s? A Structural Interpretation of Changes in the Macroeconomic Effects of Oil Prices," *Journal of the European Economic Association*, 11(5), 1032–1052.

<sup>9</sup> Kilian, Lutz (2009), "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," *American Economic Review*, 99(3), 1053–1069.

Per questi motivi è difficile quantificare con esattezza gli effetti dell'attuale conflitto mediorientale sull'economia italiana, ma il ricorso ad alcuni scenari alternativi può fornire indicazioni sugli ordini di grandezza. A tal fine, con l'ausilio del modello macroeconomico MeMo-It, in uso all'UPB, sono stati stimati l'andamento del PIL e del deflatore dei consumi in due scenari alternativi sull'evoluzione del conflitto. Queste stime sono poi state confrontate con quelle pubblicate dall'UPB nella Nota sulla congiuntura dello scorso febbraio, che può rappresentare uno scenario di base che si sarebbe realizzato in assenza di guerra.

Nel primo scenario si ipotizza che l'attuale tregua prosegua e si raggiungano accordi di pace che permettano una graduale riapertura degli scambi, in primo luogo attraverso lo stretto di Hormuz. Si avrebbe di conseguenza un progressivo ripristino delle forniture di materie prime energetiche e derivati (ad esempio fertilizzanti) e una lenta normalizzazione dei prezzi di mercato. Le quotazioni tornerebbero a fine 2027 ai livelli medi registrati nell'ultimo quarto del 2025; nella media del 2026 e 2027 il Brent e il gas naturale si collocherebbero rispettivamente su 86,3 e 71,3 dollari/barile il primo e 45,7 e 36,2 euro/MWh il secondo. Tale scenario, relativamente favorevole, rispetto alle previsioni di febbraio comporterebbe una perdita netta sulla variazione del prodotto pari a due decimi di punto sia quest'anno sia il prossimo. Sulla dinamica dei prezzi l'effetto sarebbe inizialmente più forte e pari a 1,3 punti percentuali per il deflatore dei consumi nel 2026 e a 0,5 punti nel 2027 (fig. R3).

In uno scenario meno favorevole ma non di *escalation* militare si ipotizza una tregua fragile, con relazioni fra i contendenti che restano deteriorate, famiglie e imprese che scontano un elevato clima di incertezza e prezzi dei beni energetici che restano elevati per un tempo più lungo; nei prossimi trimestri le quotazioni sarebbero volatili ma mediamente resterebbero su livelli elevati; solo a partire dalla primavera del 2027 si assisterebbe a una graduale normalizzazione delle forniture e dei prezzi delle materie prime energetiche e a un ridimensionamento dell'incertezza. Nella media del 2026 e 2027 il Brent e il gas naturale si collocherebbero, rispettivamente, su 94,4 e 78,5 dollari/barile il primo e 47,5 e 42,5 euro/MWh il secondo. In questo contesto gli effetti risulterebbero amplificati rispetto al primo scenario e la perdita di PIL, rispetto alle previsioni pre-guerra, sarebbe di quattro decimi di punto di PIL sulla dinamica del 2026 e del 2027. Per quanto riguarda i prezzi le conseguenze sarebbero poco più marcate di quelle del primo scenario nell'anno corrente, mentre nel 2027 si stima un incremento circa doppio dell'inflazione (per 1,1 punti percentuali rispetto allo scenario di base).

Tali simulazioni, circondate da forti elementi di aleatorietà, hanno valenza puramente indicativa; possono essere utili per delineare ordini di grandezza dei potenziali effetti sull'economia italiana di evoluzioni non estreme del conflitto e del contesto internazionale. Il ventaglio dei possibili scenari geopolitici è tuttavia più ampio e le analisi andranno via via aggiornate, in funzione dei prossimi sviluppi.

**Fig. R3** – Scenari sugli impatti per l'Italia della guerra in Medio Oriente

