



Sommario*

L'economia mondiale si mostra resiliente al protrarsi dei conflitti, delle tensioni commerciali e dei rincari energetici. Gli scambi internazionali continuano a espandersi rapidamente, al ritmo del 4,6 per cento quest'anno secondo il Fondo monetario internazionale (FMI). Le tensioni geopolitiche alimentano tuttavia pressioni inflazionistiche, soprattutto in Europa, dove i rincari delle materie prime energetiche sono particolarmente marcati. L'incremento dell'inflazione ha indotto le principali banche centrali ad avviare una fase restrittiva della politica monetaria; sono aumentati i rendimenti dei titoli, anche a lungo termine, per la crescente domanda di capitali pubblici e privati accentuata dagli investimenti nell'intelligenza artificiale.

In Italia il PIL è aumentato dello 0,2 per cento nel secondo trimestre del 2026, dopo lo 0,3 del periodo precedente; nel complesso del primo semestre la variazione del PIL è stata simile a quella dell'area dell'euro. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto del terziario continua a sostenere l'attività economica, mentre l'industria resta debole. Prosegue la fase espansiva del mercato del lavoro, aumenta l'occupazione e la partecipazione ma le retribuzioni in termini reali hanno ripreso a ridursi e sono inferiori a quelle del 2020 per oltre nove punti percentuali.

L'inflazione italiana ha raggiunto il 4,2 per cento in settembre, trainata da rincari dei beni energetici più marcati rispetto a quelli dell'area dell'euro. Le pressioni sui prezzi si stanno intensificando a monte della catena produttiva e le aspettative di famiglie e imprese si orientano al rialzo. Rispetto alla crisi energetica del 2021-22, la trasmissione alle componenti non energetiche dell'inflazione è apparsa finora più contenuta, ma emergono primi segnali di diffusione.

Gli indicatori congiunturali più recenti delineano un quadro di crescita moderata, sostenuta soprattutto dai servizi. La fiducia delle imprese è migliorata in primavera, ma l'incertezza rimane elevata. Secondo i modelli di breve termine dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) il PIL sarebbe aumentato moderatamente nel terzo trimestre, di uno o due decimi di punto percentuale. La previsione sulla variazione del PIL del 2026 si conferma nell'intorno dell'uno per cento, in linea con lo scenario di medio termine formulato dall'UPB per la validazione del quadro macroeconomico del Documento programmatico di finanza pubblica (DPFP) 2026. Le prospettive sono esposte a rischi differenziati, ma in prevalenza al ribasso per le tensioni geopolitiche e le loro ripercussioni sui prezzi, l'incertezza e le condizioni finanziarie.

* 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 20 ottobre.

Il contesto internazionale

L'economia mondiale è resiliente ma si riducono i margini d'intervento

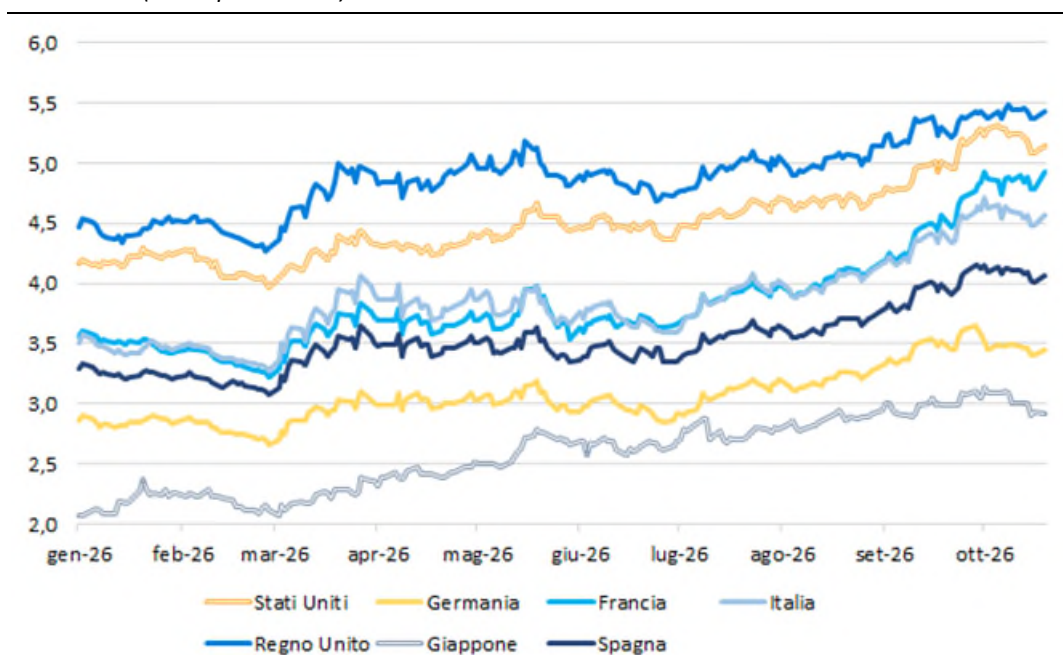
L'economia mondiale mostra una resilienza superiore alle attese, nonostante il protrarsi dei conflitti in Ucraina e Medio Oriente, le tensioni commerciali e il forte rincaro delle materie prime energetiche. Secondo il FMI la crescita globale raggiungerebbe il 3,1 per cento nell'anno in corso, mentre l'inflazione salirebbe al 4,7 per cento. Gli effetti degli *shock* sono stati finora attenuati dal ricorso alle scorte di fonti fossili, dalla riallocazione delle forniture energetiche, dalla minore intensità energetica della produzione e dagli interventi pubblici di sostegno. L'attività economica è stata spinta dall'espansione degli investimenti legati all'intelligenza artificiale (IA), particolarmente intensa negli Stati Uniti e in alcune economie asiatiche.

In prospettiva, tuttavia, la capacità di assorbire ulteriori *shock* si sta riducendo. Tra l'inizio dell'anno e la metà di ottobre, in molti paesi avanzati i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono aumentati di circa un punto percentuale (fig. 1). Il generalizzato aumento dei rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine accentua le vulnerabilità macrofinanziarie e riflette non solo i maggiori rischi inflazionistici e le aspettative di un prolungato mantenimento dei tassi d'interesse ufficiali su livelli elevati, ma soprattutto lo squilibrio tra domanda e offerta di capitali a lunga scadenza. All'aumento della domanda di finanziamenti con debito pubblico e privato si contrappone il ridimensionamento degli acquisti delle banche centrali e di altri investitori meno sensibili ai rendimenti. In questo contesto, gli ingenti programmi di investimento nell'IA, finanziati con elevate emissioni obbligazionarie, accentuano la concorrenza per il risparmio disponibile, esercitando pressioni al rialzo sui tassi d'interesse reali e potenzialmente comprimendo altri investimenti.

Le ricadute di queste dinamiche differiscono tra paesi e aree economiche. L'Europa, in particolare, risulta più esposta allo *shock* energetico per la dipendenza dalle importazioni e beneficia in misura relativamente limitata dell'impulso alla crescita proveniente dall'IA. Nei paesi caratterizzati da elevato debito pubblico l'inasprimento delle condizioni finanziarie aumenta gli oneri di rifinanziamento e frena la crescita, restringendo gli spazi di bilancio.

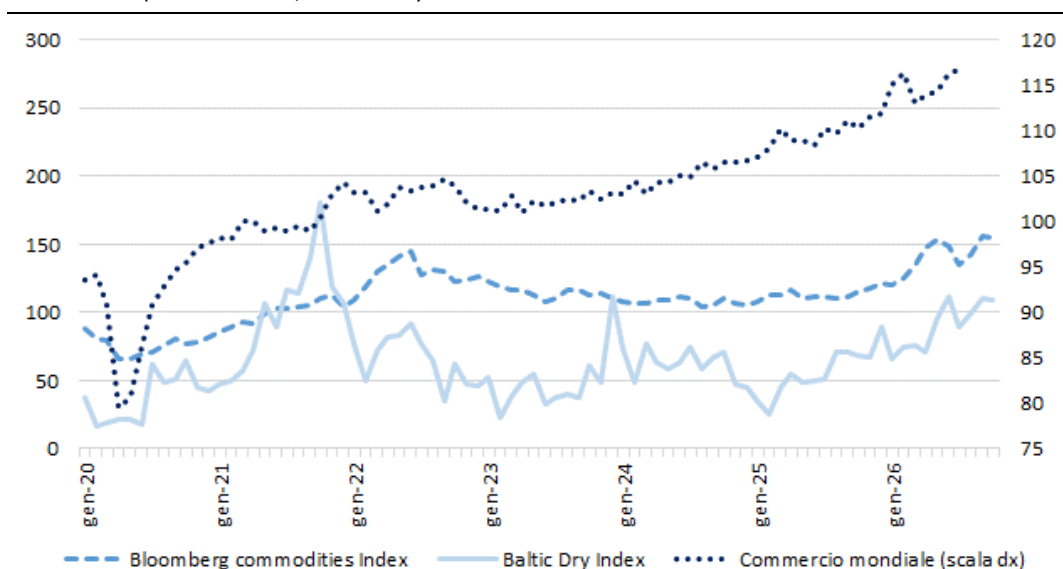
A fronte di queste criticità, i dati sul commercio mondiale hanno superato anche le previsioni più ottimistiche: secondo il Central Plan Bureau (CPB), gli scambi (fig. 2) sono aumentati del 5,7 per cento tra gennaio e luglio rispetto allo stesso periodo del 2025 e la crescita acquisita per il 2026 si colloca poco al di sotto (5,6 per cento). Questa espansione si è realizzata nonostante un dazio medio statunitense sui prodotti importati intorno al 10 per cento e transiti commerciali negli stretti di Bab el-Mandeb e Hormuz ridotti a una minima frazione dei livelli precedenti il conflitto in Medio Oriente.

Fig. 1 – Tassi d’interesse sui titoli a 10 anni
(valori percentuali)



Fonte: LSEG.

Fig. 2 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2021=100)



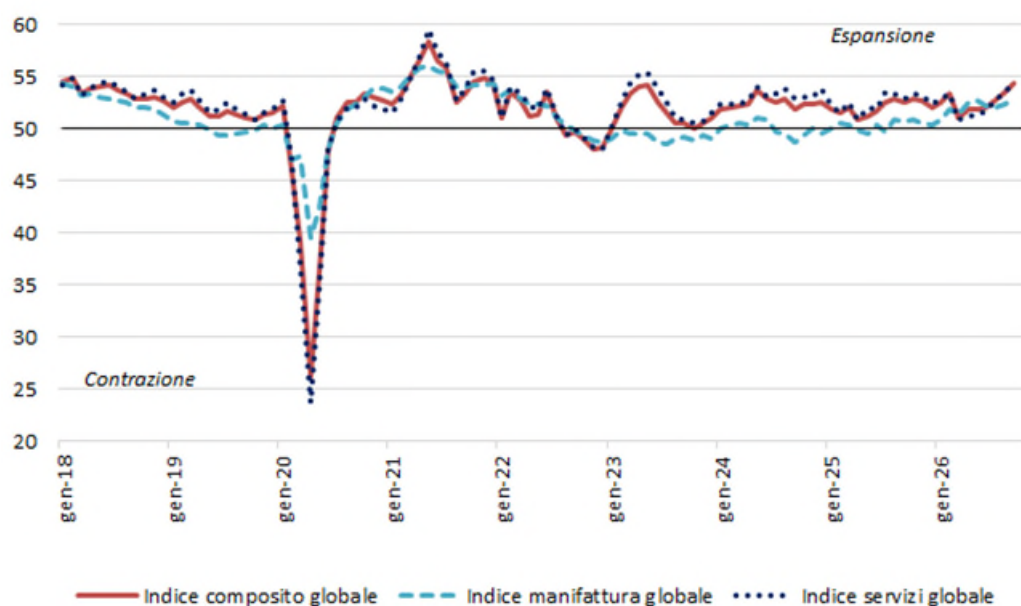
Fonte: Bloomberg, Baltic Exchange e CPB.

La resilienza delle maggiori economie mondiali emerge anche dai dati di contabilità nazionale del secondo trimestre. Il PIL degli Stati Uniti è cresciuto del 2,2 per cento in termini congiunturali annualizzati, grazie al contributo dei consumi e degli investimenti. Nell’area dell’euro, dopo lo stallo del primo trimestre, il PIL è tornato a crescere dello 0,6

per cento trainato invece prevalentemente dalle esportazioni nette (0,9 punti percentuali). In Cina, nonostante il rallentamento degli ultimi due trimestri, la crescita complessiva del 2026 è in linea con il target fissato per quest'anno (4,5-5,0 per cento); l'ultimo dato, sul PIL del terzo trimestre, indica un'espansione del 4,5 per cento trainata principalmente dai servizi.

Le prospettive globali a breve termine appaiono positive. L'indice PMI composito globale in settembre segnalava espansione per il quarantaquattresimo mese consecutivo e aveva raggiunto il massimo (54,3) da dicembre 2021. Tra i settori, i servizi si segnalavano più robusti rispetto alla manifattura, mentre tra i macro-aggregati regionali, i paesi avanzati mostravano un maggior dinamismo rispetto a quelli emergenti (fig. 3).

Fig. 3 – Indici JP Morgan globali PMI



Fonte: S&P Global.

Le previsioni aggiornate del FMI

Il 13 ottobre il FMI ha aggiornato le previsioni di crescita e inflazione per l'economia mondiale e i singoli paesi nel *World Economic Outlook* (WEO). Pur riconoscendo la resilienza dell'economia mondiale agli *shock* degli ultimi anni, il documento sottolinea i rischi richiamati in apertura di questa nota: le persistenti pressioni inflazionistiche, l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine e le vulnerabilità delle finanze pubbliche, caratterizzate da livelli elevati e crescenti del debito e da ampi disavanzi di bilancio in alcune delle principali economie.

Le stime sulla crescita mondiale sono state riviste solo in misura limitata rispetto a luglio, quando si prefigurava una prossima conclusione del conflitto in Medio Oriente (tab. 1); la

previsione sul PIL del 2026 nei paesi avanzati è stata comunque migliorata di quattro decimi di punto percentuale, al 2,1 per cento, sebbene a costo di una maggiore inflazione, attesa al 3,1 per cento nel 2026 e al 2,7 per cento il 2027. Anche il commercio mondiale ha sorpreso al rialzo. La previsione di espansione degli scambi per l'anno in corso è stata aumentata di oltre un punto percentuale, al 4,6 per cento, ed è attesa simile per il 2027.

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO ottobre 2026			Differenze con WEO luglio 2026	
	2025	2026	2027	2026	2027
Prodotto mondiale	3,5	3,1	3,4	0,1	0,0
<i>Economie avanzate</i>	2,0	2,1	1,8	0,4	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,3	2,3	2,3	0,0	0,1
<i>Area dell'euro</i>	1,2	1,1	1,2	0,2	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,5	3,7	4,4	-0,1	-0,1
<i>Cina</i>	5,0	4,5	4,0	-0,1	-0,1
Commercio mondiale	5,0	4,6	4,7	1,1	0,4

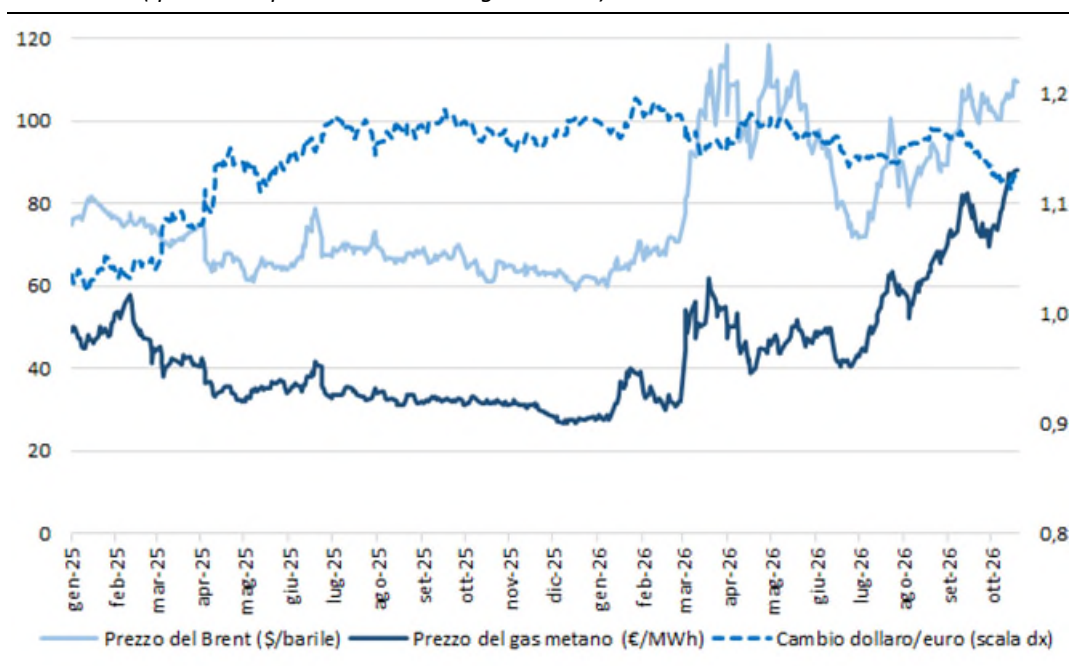
Fonte: FMI, WEO ottobre 2026.

Prezzi delle materie prime ancora in salita, euro debole

A partire dalla fine di febbraio, quando sono iniziati gli attacchi militari di Stati Uniti e Israele all'Iran, i prezzi delle materie prime energetiche hanno subito ampie e repentine oscillazioni. Dopo i forti incrementi registrati fino a maggio, le prospettive di un cessate il fuoco e di accordi sul nucleare in Iran avevano fatto rientrare i prezzi. La tregua si è però dimostrata effimera e i mercati hanno ripreso a fibrillare anche perché oltre alla chiusura quasi totale dello stretto di Hormuz le milizie filo-Iraniane degli Houthis hanno ripreso i combattimenti per conquistare il controllo dello stretto di Bab el-Mandeb, che è tornato sotto il controllo delle forze governative yemenite all'inizio di ottobre di quest'anno. I conflitti hanno quindi ridotto drasticamente i transiti su entrambe le rotte, che sono rilevanti non soltanto per i trasporti delle materie prime energetiche. Tra la fine di febbraio e i giorni scorsi il prezzo del petrolio è aumentato di circa due terzi e quello del gas del 180 per cento; il 22 ottobre quotavano rispettivamente 112 dollari per barile e 92 euro per MWh. Gli effetti dei rincari energetici sui prezzi al consumo in Italia sono analizzati nel riquadro "Shock energetici globali e prezzi al consumo: un confronto tra il 2021-22 e la fase attuale".

Pur oscillando nella fascia 1,14-1,20 il cambio dell'euro verso il dollaro non ha mostrato fino allo scorso settembre una chiara tendenza al rialzo o al ribasso. A partire da settembre, invece, l'euro ha intrapreso un sentiero di progressivo indebolimento. Questa ultima fase è riconducibile all'instabilità politica e al deterioramento delle finanze pubbliche di diversi paesi dell'area dell'euro, anche in conseguenza dei recenti aumenti dei tassi a lungo termine. A metà ottobre l'euro veniva scambiato a 1,11 dollari (fig. 4).

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



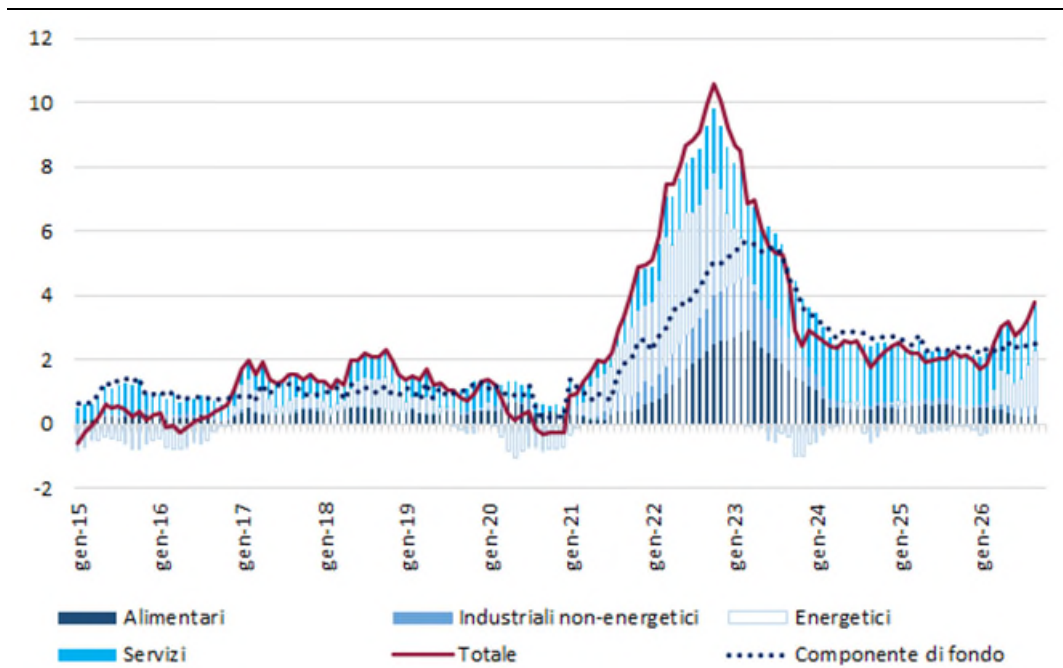
Fonte: LSEG.

Le dinamiche dei prezzi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno quasi raggiunto il quattro per cento

Nei mesi estivi la variazione annua dei prezzi nell'area dell'euro è passata dal 2,9 per cento di luglio al 3,2 in agosto e al 3,8 in settembre. A spingere in alto l'inflazione sono state principalmente le componenti energetiche, aumentate rispettivamente del 14,3 e 18,9 per cento negli ultimi due mesi sulla scorta delle nuove fiammate nelle quotazioni di petrolio e metano. Al momento gli effetti di secondo ordine sembrano contenuti e gli incrementi delle componenti più volatili non si sono trasmessi alla componente di fondo, la cui variazione tendenziale resta infatti modesta (2,5 per cento in settembre; fig. 5). Anche negli Stati Uniti l'inflazione è tornata a crescere in settembre, al 3,7 per cento, dopo la moderazione tra giugno e agosto. Le maggiori pressioni inflazionistiche fanno aumentare la probabilità di ulteriori rialzi dei tassi di interesse di riferimento da parte delle banche centrali delle due sponde dell'Atlantico, dopo quelli avvenuti in settembre.

Nonostante l'accelerazione dell'inflazione corrente, le aspettative restano ben ancorate sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Dalla metà dello scorso anno, le attese a 2, 5 e 10 anni sono pressoché stabili e si collocano tra il 2,2 e il 2,4 per cento nell'area dell'euro e tra il 2,3 e il 2,5 per cento negli Stati Uniti (fig. 6).

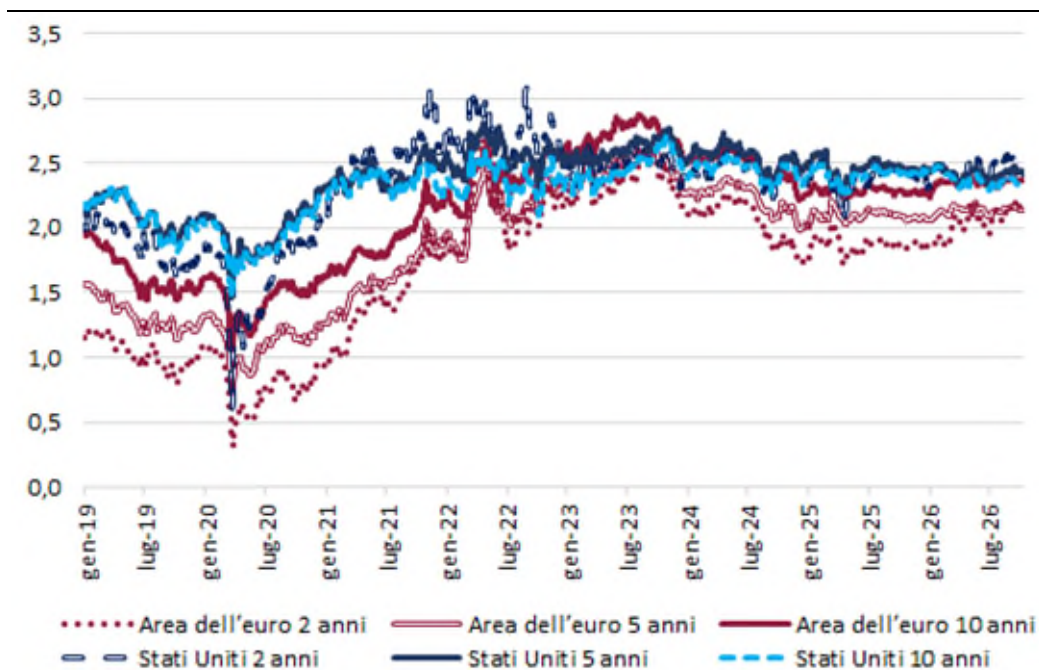
Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



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.

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

L'Istat ha diffuso nelle scorse settimane i nuovi conti annuali, rivisti per incorporare le informazioni ricevute dopo la pubblicazione di marzo. Nelle ultime serie storiche, diffuse il 22 settembre, il PIL nominale è stato corretto al rialzo per circa 7 miliardi di euro nel 2025. Riguardo al PIL in volume (valori concatenati) l'ultima pubblicazione dell'Istat ha rivisto la variazione per il 2025 allo 0,6 per cento (dallo 0,5 comunicato in marzo), nonché quella del 2024 all'1,1 per cento (dallo 0,8). All'espansione del PIL dello scorso anno ha contribuito positivamente la domanda nazionale al netto delle scorte (per 1,6 punti percentuali) mentre la domanda estera netta e la variazione delle scorte hanno sottratto, rispettivamente, 0,7 e 0,3 punti percentuali. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto nel 2025 è aumentato in ogni aggregato e in particolare nelle costruzioni (2,6 per cento).

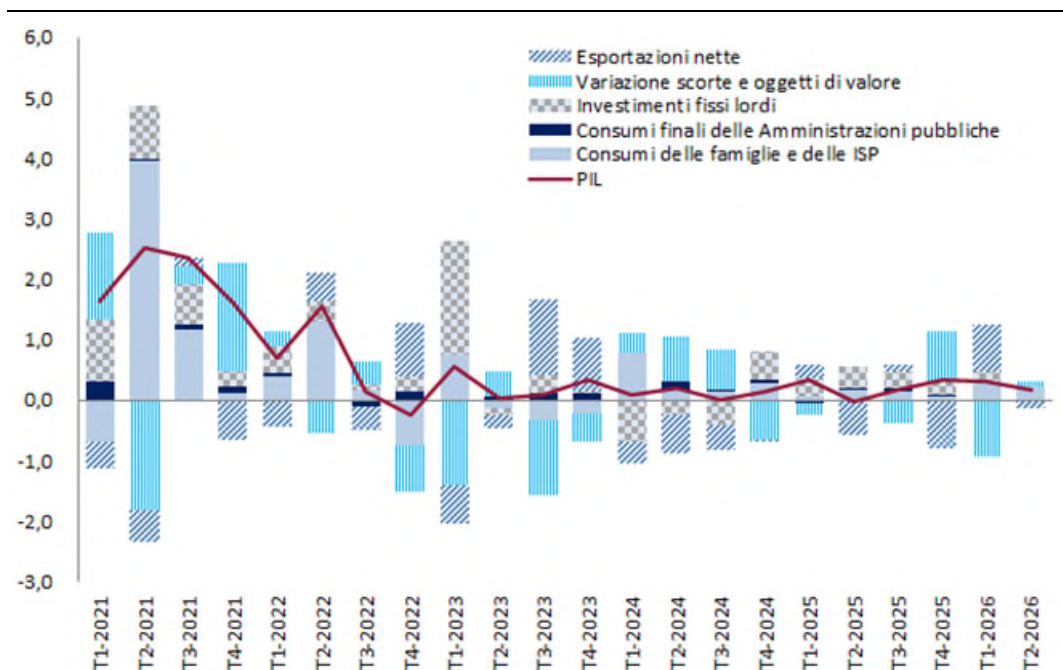
I conti nazionali trimestrali coerenti con i nuovi dati annuali confermano il quadro congiunturale delineato in precedenza. Gli incrementi del PIL nel primo e nel secondo trimestre del 2026, rispetto ai periodi precedenti, sono stati confermati rispettivamente allo 0,3 e 0,2 per cento. La variazione acquisita per il 2026 si attesta allo 0,8 per cento, ma è calcolata su conti trimestrali aggiustati per i giorni lavorativi; nei dati annuali, che non incorporano la stessa correzione, la dinamica del PIL dovrebbe essere lievemente superiore di quella desumibile dalle serie trimestrali, in quanto il 2026 ha tre giornate lavorative in più rispetto al 2025.

La crescita congiunturale italiana nel primo semestre è stata simile a quella dell'area dell'euro. In primavera il PIL di quest'ultima ha recuperato, allo 0,6 per cento rispetto al trimestre precedente, dopo la stagnazione invernale. La dinamica produttiva dell'Italia risulta allineata a quella dei principali *partner* europei, ad eccezione della Spagna dove è particolarmente vivace.

Dal lato della domanda, nel secondo trimestre in Italia si è registrato un rallentamento sia della domanda interna al netto delle scorte sia delle esportazioni. La domanda nazionale al netto delle scorte ha contribuito per due decimi di punto alla crescita del PIL (fig. 7). La domanda estera netta ha sottratto un decimo di punto percentuale alla crescita, compensato dall'apporto della variazione delle scorte.

Dal lato dell'offerta, nel secondo trimestre la crescita del valore aggiunto dei servizi (0,4 per cento) ha più che compensato le flessioni registrate nell'industria comprensiva delle costruzioni (-0,6 per cento) oltre che nell'agricoltura (-0,1 per cento).

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



Fonte: Istat.

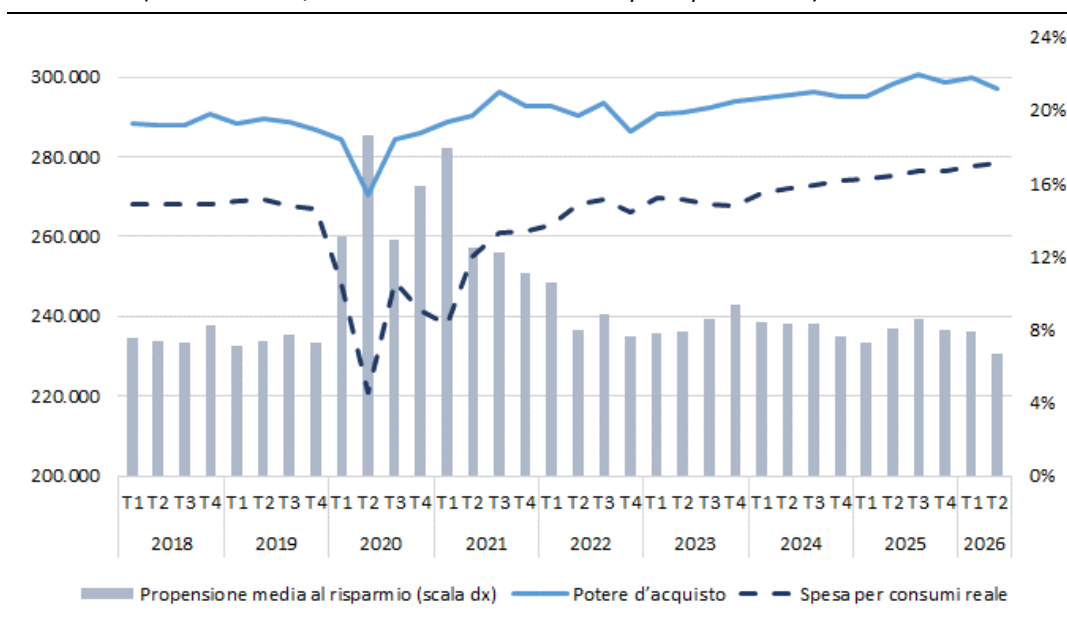
L'inflazione intacca il potere d'acquisto delle famiglie

In primavera i consumi delle famiglie hanno rallentato allo 0,3 per cento, dopo l'incremento di mezzo punto percentuale registrato nel primo trimestre del 2026. La spesa in beni durevoli e servizi ha rallentato (allo 0,5 e 0,3 per cento, rispettivamente) e quella per beni non durevoli si è marginalmente ridotta (-0,1 per cento); gli acquisti di beni semidurevoli hanno recuperato la flessione, di mezzo punto percentuale, occorsa in inverno.

La variazione congiunturale del reddito disponibile lordo nel secondo trimestre (0,4 per cento) è stata interamente assorbita dalla dinamica dei prezzi (1,4 per cento il deflatore dei consumi); il potere d'acquisto delle famiglie consumatrici si è quindi ridotto per nove decimi di punto percentuale. L'incremento della spesa delle famiglie (1,7 per cento) si è dunque tradotto in una marcata flessione della propensione al risparmio, al 6,7 per cento (dal 7,9 dell'inverno; fig. 8).

In estate la spesa delle famiglie sarebbe lievemente diminuita (-0,2 per cento), sulla base di elaborazioni dell'UPB sull'indicatore dei consumi di Confcommercio, soprattutto nella componente dei beni. Indicazioni simili giungono dai dati Istat sulle vendite al dettaglio in volume di agosto, la cui variazione acquisita per il trimestre estivo è negativa per mezzo punto percentuale, in virtù della flessione sia della componente alimentare (-0,3 per

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



Fonte: Istat.

cento) sia di quella non alimentare (-0,6 per cento). L'indice di fiducia dei consumatori è aumentato nel terzo trimestre, di circa un punto, ma nell'ultimo mese ha registrato un calo significativo, riconducibile al peggioramento delle valutazioni sulla situazione corrente, solo in parte compensato dal miglioramento delle aspettative².

L'accumulazione di capitale è sostenuta dall'edilizia non residenziale e dai prodotti della proprietà intellettuale

Nel secondo trimestre del 2026 gli investimenti hanno decelerato in termini congiunturali (allo 0,2 per cento dall'1,0 del periodo precedente), a fronte di andamenti estremamente differenziati tra le componenti; nelle costruzioni si è osservata una marcata flessione della componente abitativa, simile come entità all'aumento di quella non residenziale (7,2 per cento); l'accumulazione di impianti, macchinari e mezzi di trasporto si è ridotta di oltre due punti percentuali mentre quella di prodotti di proprietà intellettuale si è appena rafforzata, all'1,3 per cento.

Per quanto attiene agli indicatori sulla redditività, in primavera sia la quota di profitto (risultato lordo di gestione sul valore aggiunto), sia il *mark-up* si sono lievemente ridotti, confermando la tendenza degli ultimi due anni.

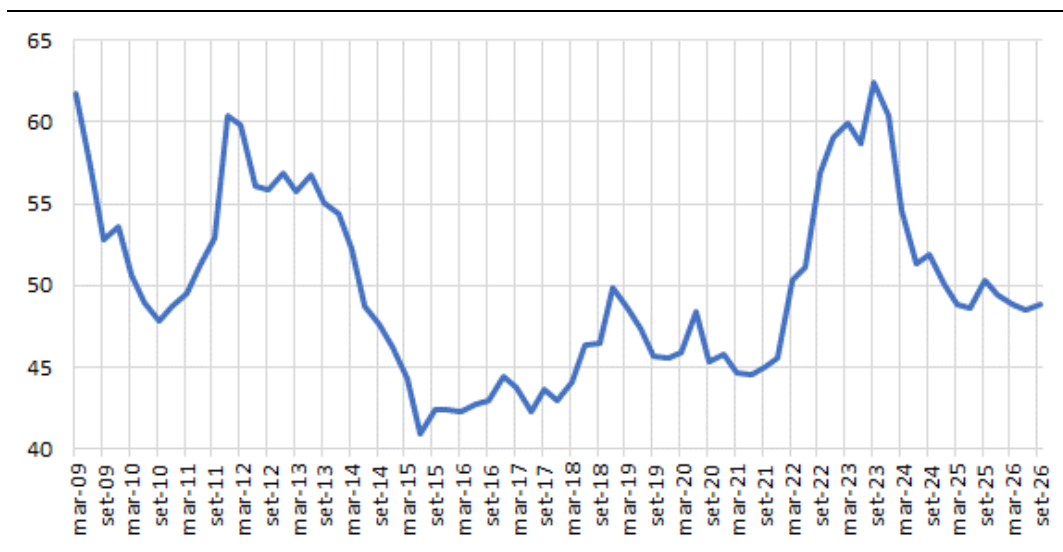
Le prospettive degli investimenti per quest'anno appaiono favorevoli, nonostante le tensioni internazionali. Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di

² L'Istat ha segnalato che il dato di settembre 2026 risente di alcuni cambiamenti riguardanti l'organizzazione della rete di rilevazione, al netto dei quali la flessione del clima di fiducia delle famiglie sarebbe moderata.

inflazione e crescita, svolta tra agosto e settembre, le condizioni per investire sono deboli ma in miglioramento in tutti i settori; la rilevazione prospetta un'espansione della spesa in investimenti nel 2026, soprattutto nei servizi. L'indagine è stata realizzata negli stessi giorni in cui la BCE aumentava i tassi d'interesse di riferimento di 25 punti base; seppur tale inasprimento della politica monetaria fosse prevedibile, non si può escludere che gli effetti della contrazione monetaria sui giudizi degli intervistati divengano più evidenti dalle prossime edizioni dell'indagine.

Sul fronte della raccolta bancaria, ad agosto la componente obbligazionaria ha accelerato su base tendenziale (5,9 per cento) mentre i depositi hanno rallentato (1,8 per cento). Nello stesso mese si è registrato un aumento dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, rispettivamente del 2,9 e 4,2 per cento in ragione d'anno. Secondo l'ultimo sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, realizzato dalla Banca d'Italia in collaborazione con l'Agenzia delle Entrate e Tecnoborsa, in primavera le difficoltà di accesso al credito segnalate dagli agenti immobiliari erano modeste e la quota di acquisti finanziati con mutuo era ai livelli dello scorso anno, seppur in lieve calo. L'indicatore dell'UPB³ sulle tensioni nel mercato del credito, basato sullo squilibrio tra la domanda e l'offerta, è rimasto sostanzialmente stabile in primavera e in estate, risultando pressoché in linea con il dato medio del 2025 (fig. 9).

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.

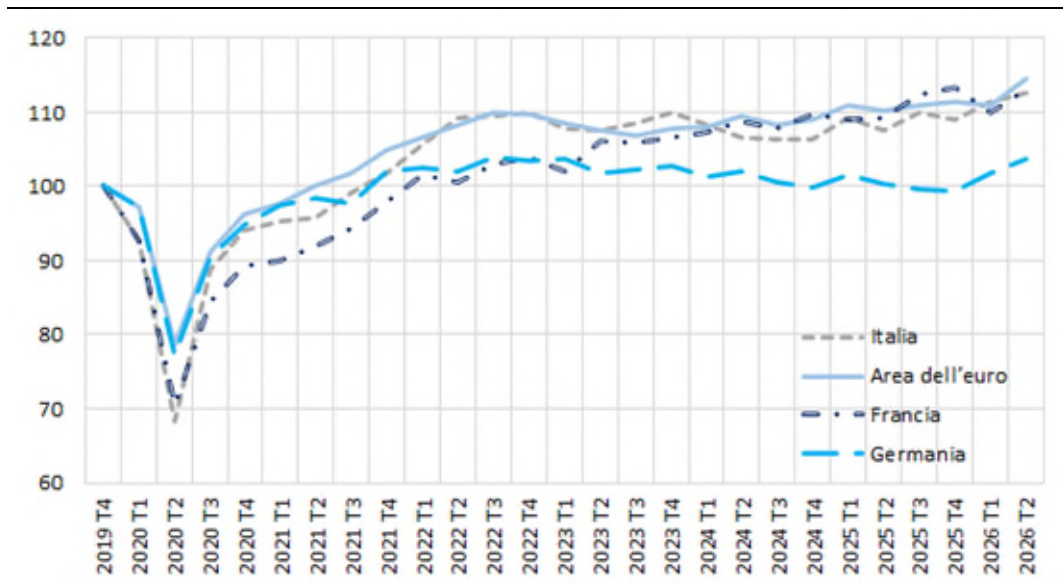
³ L'indicatore UPB sulle tensioni nel mercato del credito è stimato utilizzando informazioni di natura qualitativa, che tengono conto anche dei giudizi espressi nell'indagine Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere. Quando il valore dell'indice cresce, le tensioni sul mercato del credito sono stimate in aumento.

I rapporti commerciali appaiono resilienti rispetto alle tensioni globali

Nonostante la persistente instabilità geopolitica e le restrizioni agli scambi, nel secondo trimestre dell'anno le esportazioni italiane di beni e servizi sono aumentate dell'1,0 per cento in volume rispetto al periodo precedente, proseguendo, seppure con un andamento discontinuo, il recupero avviato nella seconda metà del 2024. Le vendite all'estero di beni sono cresciute dell'1,1 per cento, soprattutto quelle di beni strumentali ed energetici, mentre le esportazioni di servizi hanno registrato un incremento dello 0,7 per cento, beneficiando dei consistenti flussi turistici. Nel confronto con gli altri paesi europei il profilo delle esportazioni italiane nel periodo post-pandemico è sostanzialmente allineato a quello dell'area dell'euro e della Francia, con un divario positivo di oltre sette punti percentuali rispetto alla Germania (fig. 10).

Le informazioni più recenti sul commercio estero, disponibili fino ad agosto, indicano un divario tra gli andamenti verso la UE e all'esterno del continente. La variazione acquisita delle esportazioni in valore verso i mercati esterni all'UE è ampiamente positiva (3,5 per cento rispetto al secondo trimestre), in particolare grazie ai flussi verso gli Stati Uniti e la Svizzera; al contrario le vendite verso la UE registrano una flessione del 2,4 per cento. Il saldo di conto corrente in rapporto al PIL nel secondo trimestre è risultato, al netto degli effetti stagionali, pressoché nullo dopo aver segnato un avanzo nel periodo precedente. Le indicazioni delle indagini qualitative dell'Istat sugli ordinativi esteri e del corrispondente indice PMI suggeriscono una dinamica relativamente debole degli scambi con l'estero nel terzo trimestre.

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



Fonte: Eurostat.

Le importazioni hanno segnato nella media dei mesi primaverili un incremento congiunturale sostenuto (1,5 per cento); ne è derivato un contributo marginalmente negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL. Nei primi otto mesi dell'anno gli acquisti dall'estero in valore sono aumentati del 4,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2025, con incrementi particolarmente marcati per i prodotti energetici, ma consistenti anche per i beni strumentali, intermedi e di consumo durevoli. In termini reali l'incremento è stato più contenuto (0,6 per cento), sostenuto soprattutto dai beni strumentali e dai beni di consumo durevoli.

La congiuntura appare incerta nell'industria, mentre prosegue l'espansione dei servizi

Nel secondo trimestre il valore aggiunto dell'industria in senso stretto si è contratto dell'1,2 per cento. Dopo il rimbalzo in luglio, la produzione industriale ha registrato in agosto un marcato calo congiunturale (-1,3 per cento), sebbene questo dato vada interpretato con cautela, alla luce delle specifiche caratteristiche stagionali del mese, visto che la concentrazione delle chiusure estive degli impianti produttivi tende ad accrescere la volatilità delle correzioni stagionali. Il segnale complessivo appare meno sfavorevole se si considera la variazione tendenziale dell'indice corretto per i giorni lavorativi, risultata sostanzialmente nulla. Le informazioni sul fatturato, disponibili fino a luglio, delineano un quadro relativamente migliore, con un incremento rispetto a giugno sia in valore sia in volume, rispettivamente dell'1,7 e dello 0,6 per cento. Le indagini presso le imprese sembrano indicare un lieve rafforzamento dell'industria nei mesi estivi: l'indice di fiducia settoriale è aumentato nel terzo trimestre di oltre due punti rispetto al periodo precedente, raggiungendo in settembre il livello più elevato da oltre due anni. Nello stesso mese il PMI manifatturiero è tornato sopra la soglia dei 50 punti, attestandosi a 50,4 dopo il 49,6 di agosto.

Nell'edilizia, il valore aggiunto è aumentato dell'1,3 per cento nel secondo trimestre, ma a partire da giugno la produzione delle costruzioni si è ridotta; la variazione acquisita per il terzo trimestre rispetto alla media aprile-giugno risulta pertanto marcatamente negativa (-3,9 per cento). Anche le valutazioni delle imprese edili appaiono improntate alla cautela: nel terzo trimestre del 2026, l'indice del clima di fiducia rilevato dall'Istat si è ridotto di circa 1,5 punti, riflettendo soprattutto il peggioramento della componente relativa agli edifici. Il quadro di debolezza ciclica è confermato dall'indice PMI che, pur recuperando in settembre quasi cinque punti rispetto ad agosto, è rimasto ampiamente al di sotto della soglia di espansione (46,5).

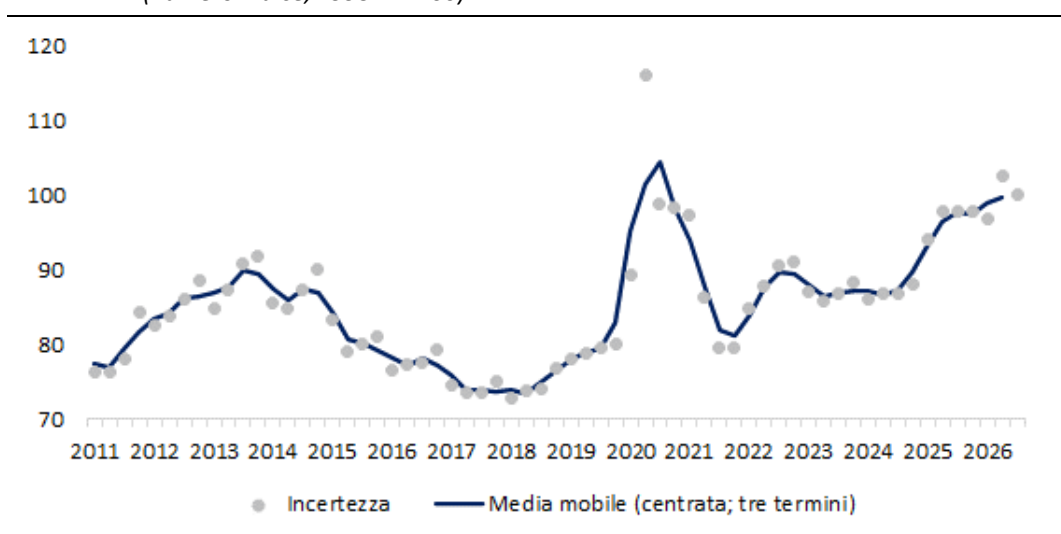
Il valore aggiunto dei servizi in primavera ha mantenuto una dinamica positiva per il quarto trimestre consecutivo, crescendo dello 0,4 per cento e attestandosi sui massimi da oltre un quinquennio. L'espansione ha interessato tutte le componenti, con un'accelerazione nei servizi di commercio, trasporto e alloggio (0,7 per cento, dallo 0,5 del trimestre precedente) e un recupero delle attività finanziarie e assicurative (+0,3 per

cento, da -0,3). Nel terzo trimestre l'indice di fiducia del comparto ha registrato un lieve incremento rispetto alla media dei mesi primaverili, sostenuto dai giudizi sugli ordini e sull'andamento degli affari. In settembre, il PMI del terziario si è confermato ampiamente in territorio espansivo, pur scendendo a 51,7 da 55,2 di agosto, al di sotto delle attese pari a 54,6. La fase espansiva del comparto appare in consolidamento, sebbene in presenza di segnali di moderazione della domanda: l'occupazione ha continuato ad aumentare, seppur rallentando.

In riferimento alla natalità d'impresa, i dati Movimprese confermano nel secondo trimestre del 2026 una dinamica positiva del sistema produttivo, con un saldo tra iscrizioni e cessazioni pari a 32.709 unità, sostanzialmente in linea con lo stesso periodo del 2025, e uno *stock* complessivo di 5,8 milioni di imprese registrate. Al saldo positivo contribuiscono soprattutto le società di capitali e i comparti dei servizi e delle costruzioni, mentre manifattura e agricoltura mostrano incrementi più contenuti. Sul piano territoriale, il Mezzogiorno contribuisce per circa un terzo al saldo positivo nazionale, mentre il Centro mostra il tasso di crescita più elevato, in particolare nel Lazio e in Toscana. Si osserva anche il radicamento dell'imprenditoria straniera, che rappresenta circa il 12 per cento delle imprese registrate e presenta un saldo positivo di oltre 16 mila unità nel primo semestre dell'anno.

Nel terzo trimestre l'indice composito della fiducia delle imprese, costruito come sintesi dei climi settoriali, ha segnato un aumento superiore a un punto rispetto al periodo precedente. Il miglioramento ha interessato la generalità dei comparti produttivi, ad eccezione delle costruzioni. Nello stesso periodo, l'indicatore UPB dell'incertezza di famiglie e imprese appare in lieve attenuazione, grazie alla flessione di entrambe le componenti; l'indice permane comunque su livelli prossimi ai massimi storici, se si esclude la fase pandemica (fig. 11).

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

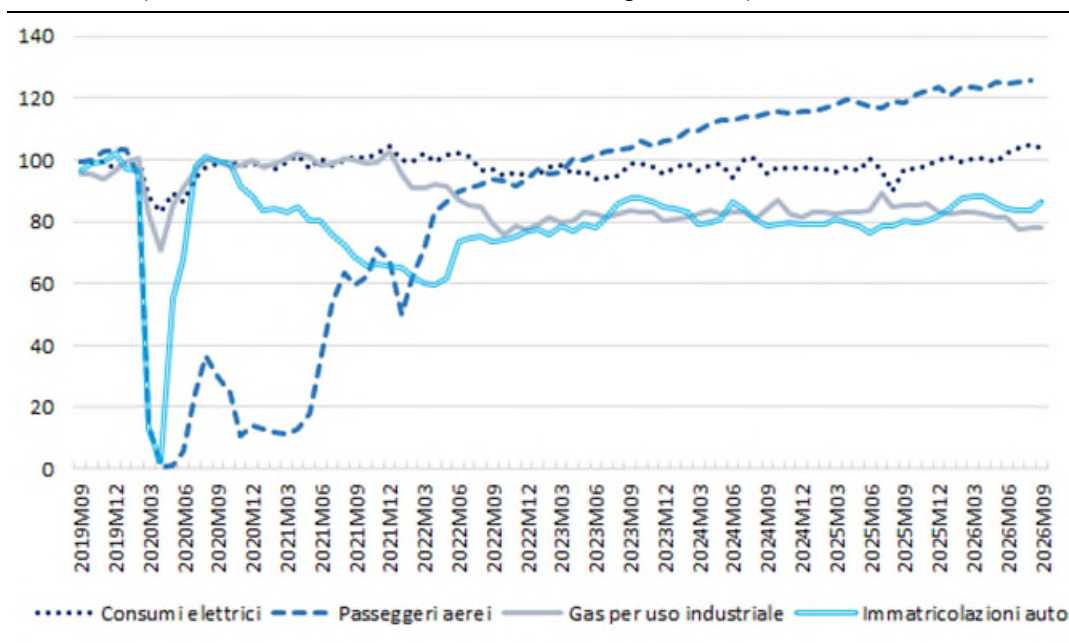
Le informazioni più recenti e le previsioni di breve termine

Le variabili quantitative mensili tempestive prospettano la prosecuzione della fase ciclica di crescita, sebbene a ritmi moderati a causa delle tensioni del contesto globale. I mesi estivi hanno visto intensificarsi la ripresa del flusso di passeggeri aerei, che tra gennaio e settembre è aumentato al ritmo di circa il 5,0 per cento. Le immatricolazioni di auto, dopo il rallentamento dei mesi recenti, recuperano in settembre, grazie unicamente al contributo delle auto ibride ed elettriche, che ormai rappresentano rispettivamente il 49,2 e 8,0 per cento del mercato (nel cumulato dei primi nove mesi dell'anno); i consumi elettrici sono in ripresa dall'estate ma il dato è influenzato dalle temperature sopra la media mentre il gas ad uso industriale resta poco dinamico (fig. 12).

Secondo le stime dei modelli di breve termine dell'UPB il PIL sarebbe cresciuto moderatamente in estate, di uno o due decimi di punto percentuale, ma con margini d'incertezza elevati anche a causa dell'eterogeneità settoriale (fig. 13). L'attività nelle costruzioni si riduce e nel manifatturiero l'evoluzione resta incerta. Il terziario, cui è riconducibile la quota preponderante del valore aggiunto complessivo, continua invece a sostenere la crescita dell'economia italiana.

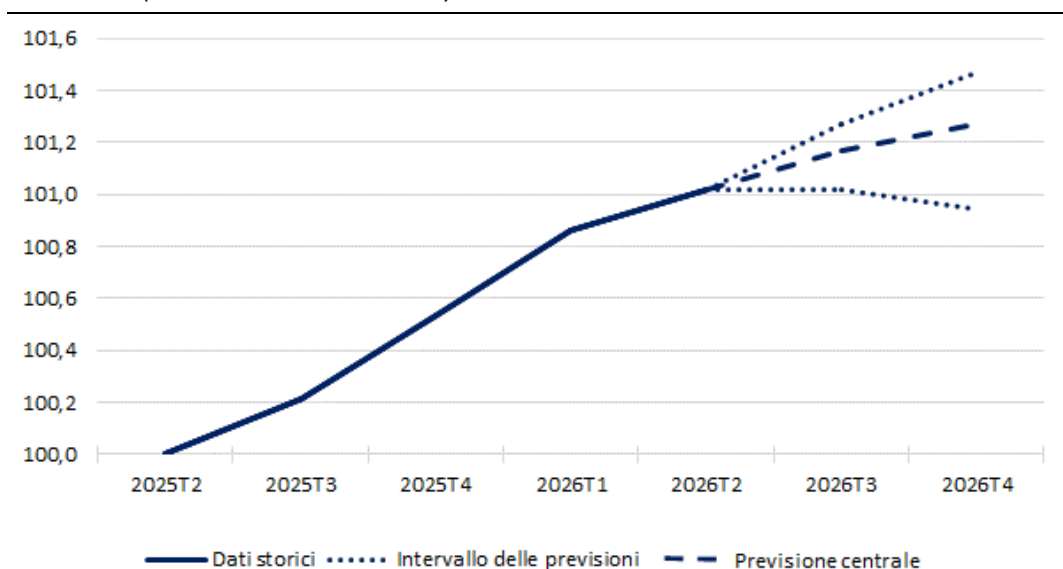
Nello scorcio finale dell'anno la dinamica produttiva manterrebbe un andamento positivo, ma potrebbe indebolirsi per effetto dell'incremento dell'inflazione. Nel complesso del 2026 la stima sulla crescita del PIL nelle serie annuali (non corrette per i giorni lavorativi)

Fig. 12 – Indicatori tempestivi dell'attività economica
(numeri indice, media 2019 = 100; dati destagionalizzati)



Fonte: Terna, Snam, Assaeroporti, Anfia.

Fig. 13 – Previsioni di breve termine del PIL (1)
(numero indice 2025T2=100)



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

si colloca nell'intorno di un punto percentuale; si conferma sostanzialmente la previsione dell'UPB (1,1 per cento) realizzata di recente per la validazione del quadro macroeconomico del DPFP 2026⁴.

Prosegue l'espansione dell'occupazione e si stabilizza la disoccupazione

In primavera è proseguita la crescita dell'occupazione, il tasso di partecipazione ha raggiunto valori storicamente elevati e si è arrestata la discesa della disoccupazione. L'aumento del numero di occupati nel secondo trimestre (0,4 per cento la variazione sul periodo precedente secondo i conti nazionali) si è concentrato nei servizi (0,6 per cento) e in minor misura nella manifattura, mentre nelle costruzioni si è osservata una contrazione. Sono proseguiti i segnali di moderazione della domanda di lavoro; il tasso di posti vacanti si è ridotto rispetto allo scorso anno, soprattutto nella manifattura e nelle costruzioni, attestandosi poco al di sopra dei valori medi del 2019, prima della pandemia. Le ore lavorate per occupato sono rimaste pressoché stabili ma al netto delle costruzioni sarebbe proseguita la flessione dei due trimestri precedenti, evidenziando una moderazione dell'intensità di utilizzo del fattore lavoro. Il monte delle ore lavorate è aumentato a un ritmo superiore a quello dell'attività economica, in particolare nei servizi; ne è derivata una lieve riduzione della produttività oraria (-0,2 per cento).

È proseguita la riduzione delle ore complessivamente autorizzate nell'ambito degli strumenti di integrazione salariale. In primavera le richieste di CIG sono diminuite

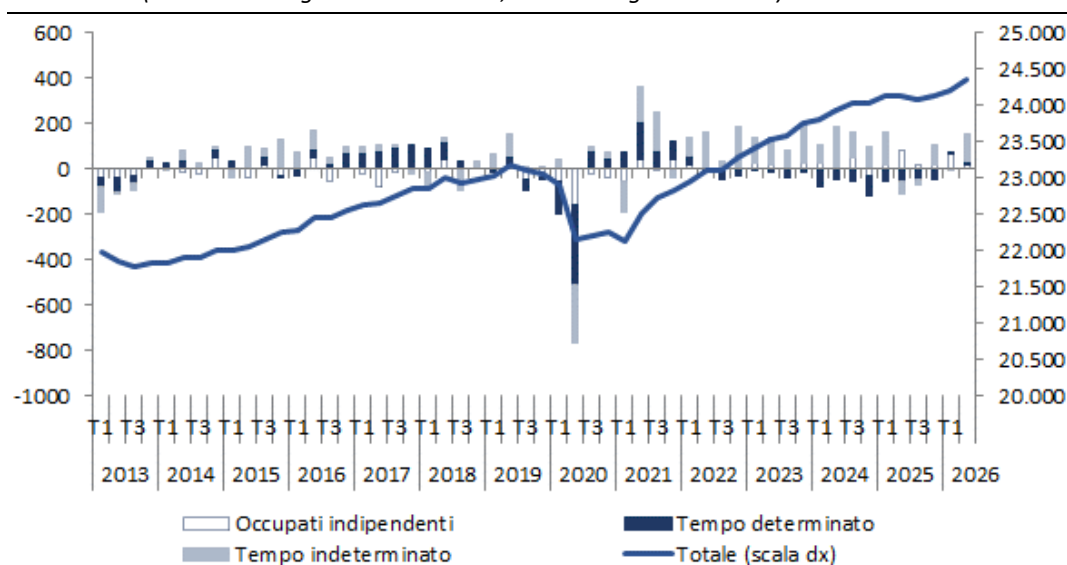
⁴ Si veda per maggiori dettagli [Audizione nell'ambito dell'esame del DPFP 2026 - upB](#).

nell'industria in senso stretto, mentre sono tornate a intensificarsi nel commercio. Nelle costruzioni l'incremento delle ore autorizzate si è attenuato e, secondo l'indicatore della Commissione europea, il *labour hoarding* ha raggiunto gli elevati livelli del 2021, segnalando una maggiore propensione delle imprese a mantenere stabile la base occupazionale rispetto alle esigenze produttive⁵.

La crescita dell'occupazione in primavera ha principalmente riguardato il lavoro alle dipendenze (0,7 per cento la variazione congiunturale secondo la Rilevazione sulle forze di lavoro), dopo la stabilità dei precedenti tre mesi. L'espansione ha interessato sia la componente a tempo indeterminato sia l'occupazione a termine, in crescita per il secondo trimestre consecutivo dopo la prolungata fase di contrazione che ha caratterizzato il post-pandemia. Anche il lavoro autonomo ha contribuito all'aumento dell'occupazione, sebbene in misura inferiore rispetto al trimestre precedente (fig. 14). L'incremento dell'occupazione nel secondo trimestre ha riguardato soprattutto le donne e, rispetto alle classi di età, i giovani (15-34enni) e la componente più anziana (50-64 anni). Per quest'ultima la crescita su base tendenziale sarebbe confermata anche al netto degli effetti demografici; nella fascia 35-49 anni, invece, la flessione osservata su base annua appare principalmente riconducibile alla variazione della popolazione di riferimento, al netto della quale il numero di occupati risulterebbe pressoché stabile.

Secondo i dati INPS relativi ai primi quattro mesi dell'anno, le posizioni a tempo determinato sono aumentate soprattutto per effetto della riduzione delle trasformazioni in rapporti a tempo indeterminato. Sono cresciute considerevolmente anche le cessazioni

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



Fonte: Istat.

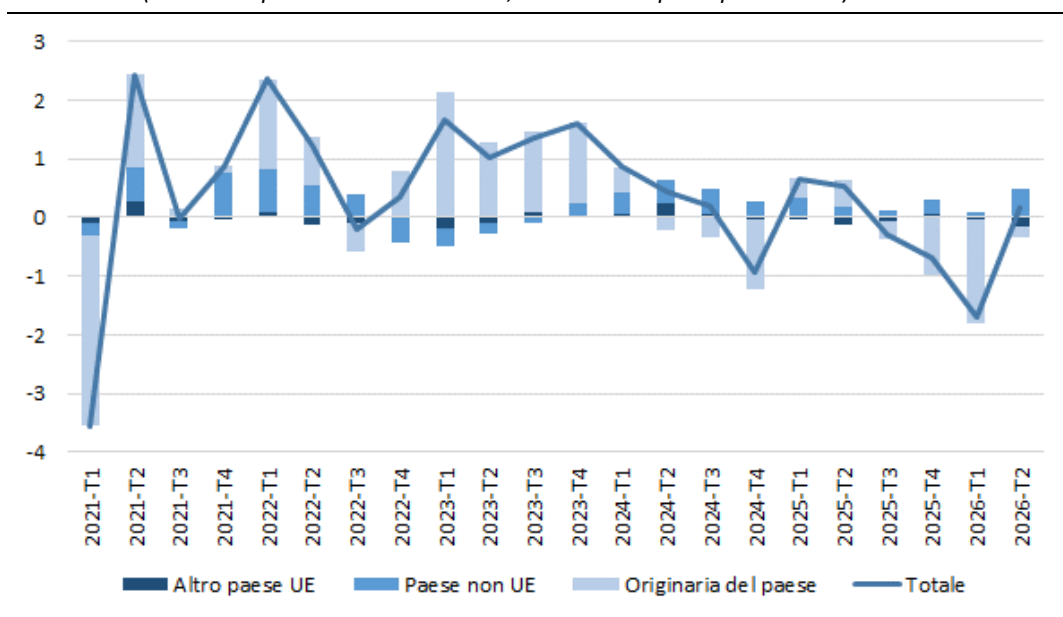
⁵ Sul fenomeno del *labour hoarding* si veda il Riquadro nella Nota sulla congiuntura dell'UPB dell'aprile 2024.

dei rapporti di lavoro flessibili (stagionali, in somministrazione e intermittenti), verosimilmente in relazione a scadenze contrattuali programmate in alcune attività dei servizi. La creazione netta di posizioni lavorative si è concentrata nel terziario, soprattutto nel commercio e nelle attività professionali, risultando tuttavia in parte compensata dalle numerose cessazioni nei comparti legati al turismo.

Nel bimestre luglio-agosto il numero di occupati sarebbe rimasto pressoché stabile, a fronte di un lieve aumento della componente dei dipendenti e di una flessione del lavoro autonomo. Il tasso di occupazione (15-64 anni) resta su livelli elevati nel confronto storico (63,1 per cento).

Nel secondo trimestre il tasso di partecipazione (15-64 anni) è salito in misura considerevole, al 67,0 per cento. L'espansione dell'offerta di lavoro si è associata a una marcata riduzione del numero di inattivi, riconducibile più alle transizioni verso la ricerca di un impiego che a quelle verso l'occupazione. La partecipazione al mercato del lavoro è aumentata soprattutto tra i 50-64enni e nelle classi di età più giovani; i lavoratori stranieri hanno fornito un contributo positivo, sebbene contenuto, alla dinamica tendenziale delle forze di lavoro, come accade da quasi tre anni (fig. 15). In primavera l'offerta di lavoro è tornata a crescere, soprattutto per i lavoratori non appartenenti all'UE (pari all'8,3 per cento delle forze di lavoro complessive), mentre l'apporto della componente italiana è rimasto negativo. La maggiore partecipazione al mercato del lavoro si è accompagnata alla stabilizzazione del tasso di disoccupazione (15-64 anni, al 5,7 per cento nel secondo trimestre). Le indicazioni preliminari relative al periodo estivo ne indicherebbero un lieve rialzo, dopo la pressoché ininterrotta fase di calo osservata dal 2021.

Fig. 15 – Crescita delle forze di lavoro per nazionalità
(variazioni percentuali tendenziali; contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

Il numero di individui inattivi, che aveva ristagnato tra la fine del 2025 e l'avvio del 2026, si è nettamente ridotto nel periodo primaverile (-1,5 per cento su base congiunturale), ritornando sui livelli di fine 2023. Anche il relativo tasso si è ridimensionato (al 33,0 per cento, cinque decimi di punto in meno rispetto al primo trimestre), portandosi sui valori più bassi dal 2004, l'inizio della serie storica. La flessione ha contrassegnato tutte le classi di età e principalmente le donne, che hanno contribuito per circa due terzi alla variazione trimestrale. L'indicatore di sottoutilizzo del lavoro è diminuito marginalmente (al 14,5 per cento). Le informazioni provvisorie per il periodo luglio-agosto delineano un'ulteriore flessione degli inattivi.

La crescita tendenziale delle retribuzioni contrattuali si è attenuata nel secondo trimestre (al 2,4 per cento), soprattutto nella Pubblica amministrazione. Le retribuzioni orarie di fatto hanno mostrato un'evoluzione ancora più contenuta (1,8 per cento). La crescita delle retribuzioni è stata inferiore all'inflazione al consumo, interrompendo il parziale recupero del potere d'acquisto perduto tra il 2021 e il 2023. Le retribuzioni orarie di fatto, misurate in termini reali, si collocano così oltre il 9 per cento al di sotto della media del 2020.

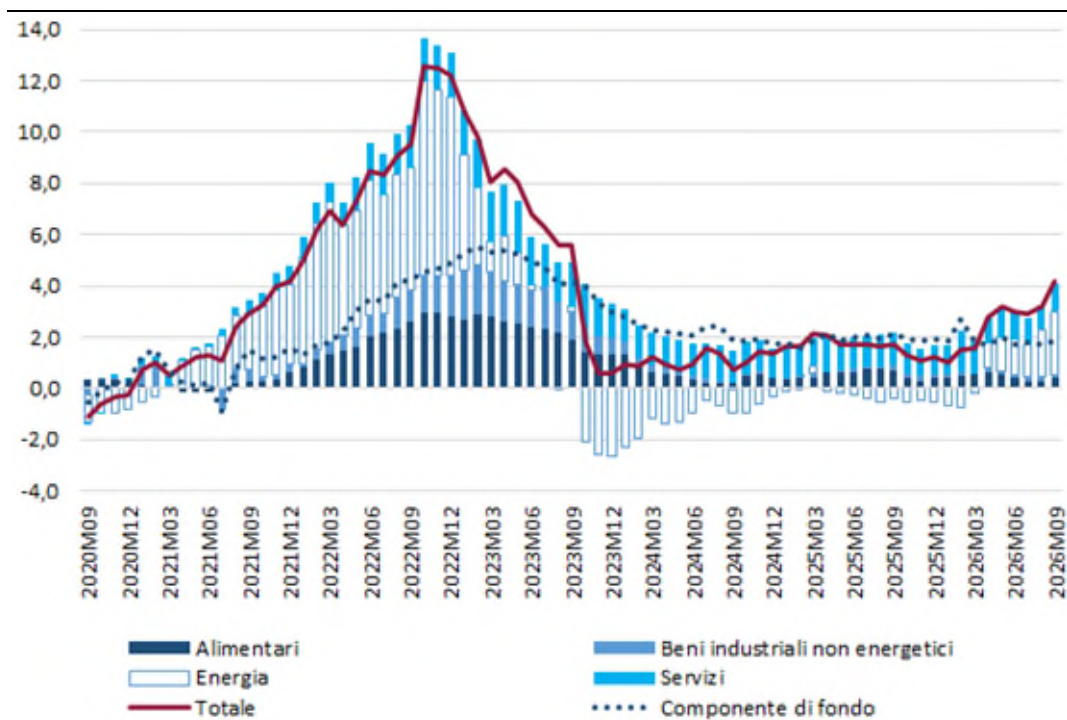
Il costo del lavoro per unità di prodotto ha rallentato su base annua, per l'indebolimento dei redditi da lavoro per ora lavorata, mentre la produttività oraria è diminuita. Le indicazioni per il bimestre estivo delineano una crescita salariale sui ritmi della prima metà dell'anno, che proseguirebbe anche nei mesi successivi, tenuto conto della quota molto bassa di contratti in attesa di rinnovo nel settore privato (circa l'11 per cento in agosto); anche nel pubblico impiego l'incidenza dei dipendenti in attesa di rinnovo si è ridotta sensibilmente, ma resta consistente (poco al di sotto del 50 per cento).

L'inflazione supera il quattro per cento, spinta non soltanto dalla componente energetica

L'inflazione italiana aumenta ancora in settembre, portandosi poco sopra il quattro per cento; al contempo si intensificano le pressioni a monte della catena produttiva e le aspettative si orientano progressivamente al rialzo.

Nel terzo trimestre la dinamica dei prezzi al consumo (NIC) ha raggiunto il 3,4 per cento (fig. 16), sospinta dall'impennata dei prezzi dei beni energetici, rincarati del 17,1 per cento in un anno, per le turbolenze legate alla crisi geopolitica in Medio Oriente. La dinamica delle altre componenti è rimasta moderata nella media dei tre mesi— 1,3 per cento per gli alimentari e 2,5 per cento per i servizi — ma i dati più recenti di settembre mostrano alcuni segnali di accelerazione anche di alcuni prezzi non energetici.

Fig. 16 – 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.

In settembre l'inflazione ha toccato il 4,2 per cento sulla base dell'indice NIC, riflettendo oltre ai rincari dei beni energetici (22,6 per cento, dal 17,1 di agosto) anche quelli dei beni alimentari (1,7 per cento, dall'1,0), soprattutto nella componente dei non lavorati (5,5 per cento). Di conseguenza rincarano vivacemente rispetto all'anno prima anche i beni del "carrello della spesa", dell'1,5 per cento in settembre dallo 0,9 di agosto. La fiammata dei prezzi energetici si riflette soprattutto sulle voci maggiormente esposte all'andamento del petrolio e dell'energia elettrica: la variazione tendenziale dei prezzi di "Abitazione, acqua, elettricità, gas e combustibili" ha raggiunto l'11,4 per cento, quella dei trasporti l'8,5 per cento.

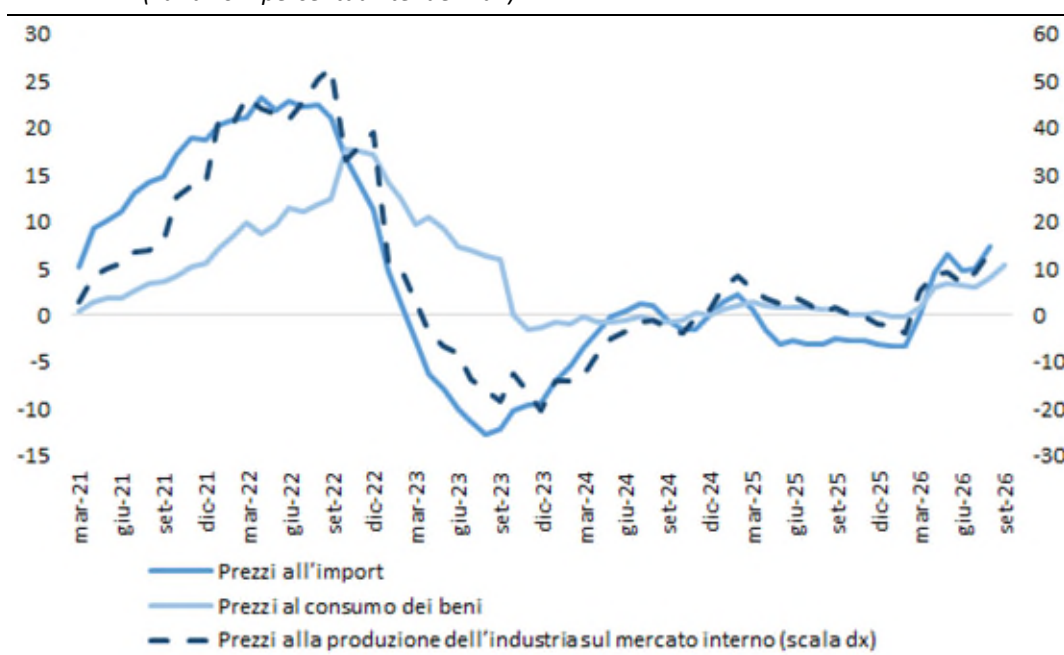
La componente di fondo guadagna un decimo in settembre e si porta all'1,6 per cento, mentre l'inflazione acquisita è nell'intorno del 3 per cento.

Gli ultimi dati disaggregati mostrano primi segnali di ampliamento della diffusione delle pressioni derivanti dai rincari delle materie prime sui mercati internazionali, sebbene al momento meno pronunciata che durante la crisi energetica derivante dalla guerra in Ucraina (si veda il Riquadro "Shock energetici globali e prezzi al consumo: un confronto tra il 2021-22 e la fase attuale").

A monte della catena di produzione si intensificano le spinte legate ai rincari delle fonti fossili. La crescita tendenziale dei prezzi all'import in agosto ha superato il sette per cento (fig. 17), soprattutto per gli aumenti dei prodotti energetici ma anche di quelli intermedi, in particolare da paesi extra-UE. I prezzi alla produzione nell'industria risultano in agosto del 10,9 per cento superiori a un anno prima; oltre alla componente energia sono marcati i rincari per i beni intermedi (5,9 per cento) e di consumo durevoli (5,5 per cento). Nelle costruzioni i rialzi dei costi dei materiali e dei carburanti spingono la dinamica tendenziale relativa alle strade e ferrovie (5,7 per cento in agosto), mentre resta pressoché stabile quella degli edifici.

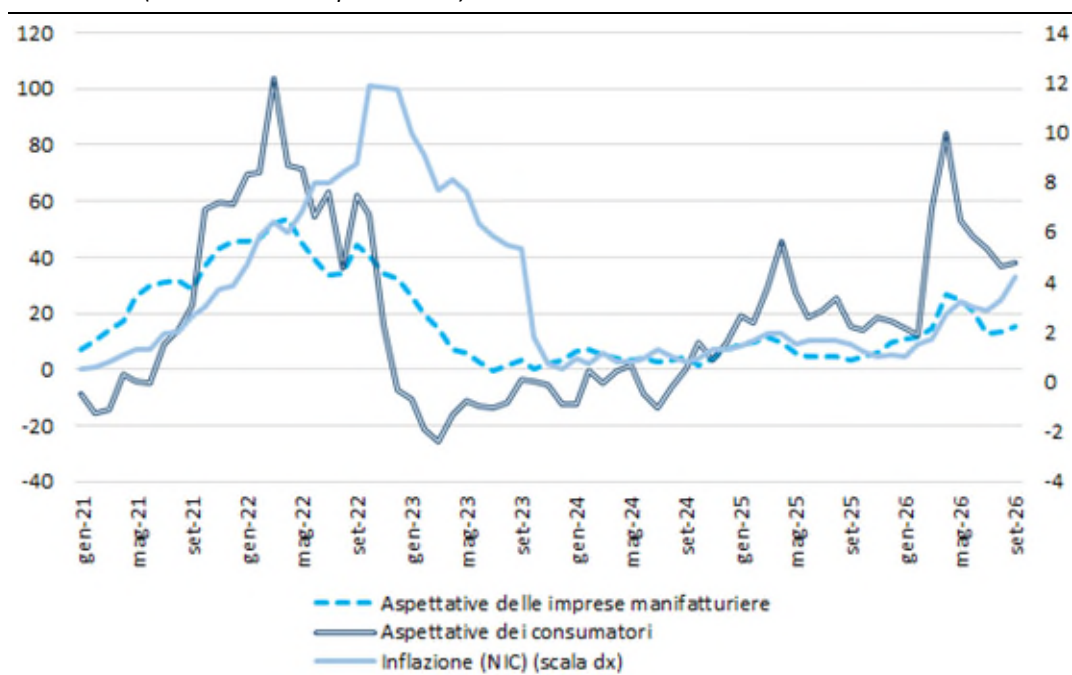
Le aspettative sui prezzi aumentano, sia per le famiglie sia per le imprese (fig. 18), anche se in misura meno che proporzionale rispetto all'inflazione. La percentuale di imprese intervistate nelle indagini Istat che si attende prezzi di vendita più elevati è cresciuta in settembre fin quasi al 18 per cento. Anche le imprese che partecipano all'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita si attendono ulteriori aumenti nei prossimi dodici mesi, legati soprattutto ai prezzi delle materie prime, sebbene la maggior parte di esse dichiara di aver già trasmesso i rincari, in parte o del tutto, ai propri prezzi. I direttori degli acquisti intervistati per l'indice PMI segnalano che in settembre le pressioni sui costi di produzione si sono acuite, soprattutto riguardo alle materie prime, energia, carburanti e trasporti, mentre l'aumento dei prezzi di vendita si è attenuato. Analogamente si amplia il numero di consumatori intervistati nell'indagine Istat che prevede un'accelerazione dei prezzi nei prossimi 12 mesi, con una quota che si attesta al 21 per cento circa dei rispondenti.

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



Fonte: Istat.

Fig. 18 – Inflazione al consumo 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.

Riquadro – Shock energetici globali e prezzi al consumo: un confronto tra il 2021-22 e la fase attuale

Le tensioni geopolitiche in Medio Oriente hanno innescato quest'anno un nuovo *shock* sui mercati energetici internazionali, determinando forti rialzi delle quotazioni del petrolio e del gas naturale. Gli aumenti dei prezzi delle materie prime si riflettono rapidamente sui costi di produzione e possono trasmettersi, con tempi e intensità variabili, ai prezzi al consumo. Lo *shock* attuale si manifesta pochi anni dopo la crisi energetica del 2021-22, con la quale condivide diversi aspetti ma anche non trascurabili differenze.

Lo *shock* derivante dall'avvio della guerra in Ucraina fu preceduto dalla rapida ripresa della domanda mondiale dopo la pandemia, a fronte di un'offerta che si adeguava più lentamente. Nel 2021 si manifestarono le prime tensioni sui mercati energetici, acuite dalle limitazioni nelle catene globali di approvvigionamento. L'invasione dell'Ucraina nel febbraio 2022 aggravò i colli di bottiglia, accentuando i rincari delle fonti fossili e alimentando tensioni sui mercati delle materie prime agricole e dei fertilizzanti. L'orientamento dell'UE di affrancarsi dalle forniture di gas russo impose nel 2022 una difficile ricerca di fonti di fornitura alternative; negli anni successivi, la diversificazione degli approvvigionamenti e il potenziamento delle infrastrutture energetiche hanno attenuato tale vulnerabilità, pur accrescendo l'esposizione alle tensioni sul mercato globale del gas liquefatto. Lo *shock* energetico del 2021-22 fu inoltre esacerbato dal deprezzamento del cambio dell'euro rispetto al dollaro, la valuta su cui vengono fissati i contratti sul petrolio. Vi sono anche altre differenze tra le due fasi. Lo *shock* attuale interviene a breve distanza da un episodio di elevata inflazione, una circostanza che potrebbe influenzare i meccanismi di formazione delle aspettative ⁶. Inoltre, ma non meno importante, le tensioni geopolitiche del 2026 hanno prevalentemente inciso sul prezzo del petrolio, mentre le quotazioni del gas, sebbene in aumento, si sono mantenute al di sotto dei picchi raggiunti nel 2022 (fig. R1).

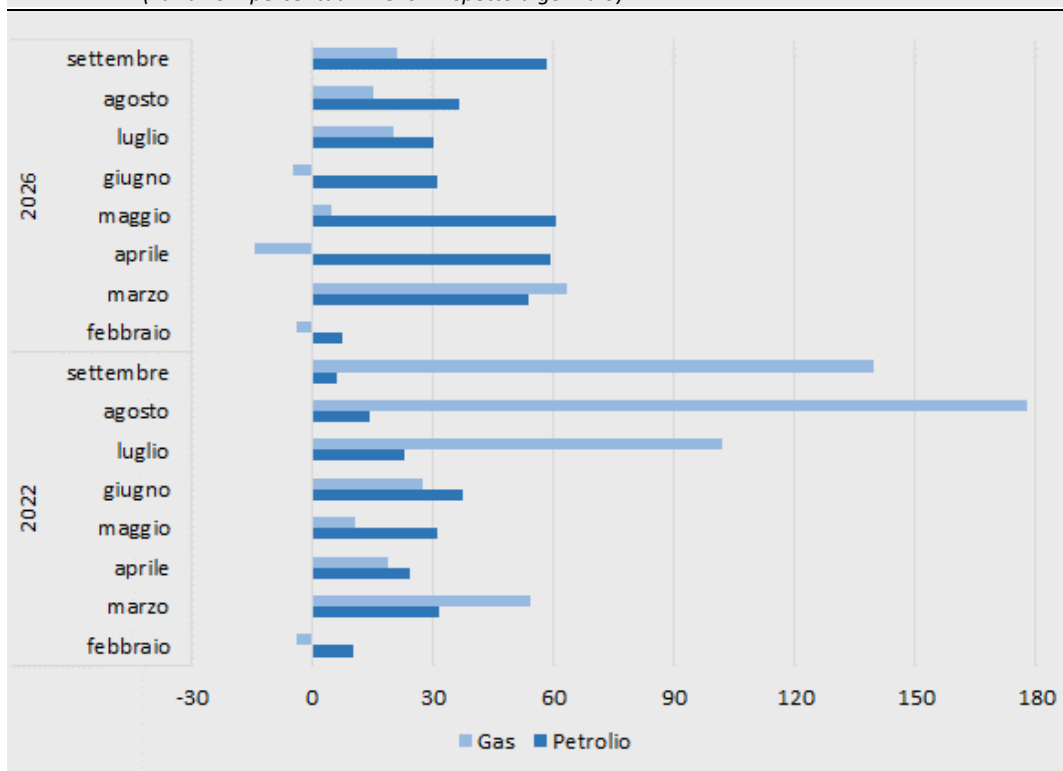
La diversa articolazione dei due *shock* assume particolare rilievo per la trasmissione ai prezzi al consumo. Secondo un recente studio di Corsello e Foschi (2026)⁷ i rincari del petrolio si riflettono rapidamente sui prezzi dei carburanti, ma producono effetti relativamente poco persistenti. Gli aumenti del prezzo del gas si trasmettono invece più gradualmente alle bollette di famiglie e imprese, ma possono comportare effetti più duraturi e diffusi anche sulle componenti non energetiche. L'intensità della trasmissione è eterogenea tra i paesi dell'area dell'euro e dipende da fattori strutturali relativi al funzionamento dei mercati energetici ma anche alle misure fiscali messe in atto dai governi. La velocità di trasmissione dipende inoltre dalla fase inflazionistica, risultando maggiore quando la dinamica dei prezzi è già elevata. Sulla base di queste evidenze, gli autori concludono che gli effetti inflazionistici dello *shock* del 2026 potrebbero risultare più contenuti rispetto a quelli del 2021-22, nell'ipotesi che le tensioni vadano gradualmente a riassorbirsi.

Le condizioni macroeconomiche sembrano oggi meno favorevoli alla diffusione dei rincari rispetto al precedente episodio. A differenza del periodo successivo alla pandemia le strozzature dal lato dell'offerta sono meno diffuse e l'inflazione, prima dello *shock*, era tornata su livelli prossimi all'obiettivo della Banca centrale europea e anche inferiori nel caso dell'Italia. La moderazione dei salari e la pronta reazione della politica monetaria per stabilizzare le aspettative di inflazione hanno contribuito a contenere il rischio di effetti di secondo ordine. In Italia, alcune misure governative hanno almeno in parte attenuato il trasferimento dei rincari energetici ai prezzi finali dei carburanti.

⁶ Si veda ad esempio Lagarde, C. (2026), "Navigating energy shocks: risks and policy responses", keynote speech at The ECB and Its Watchers conference, Goethe University Frankfurt, 25 March, European Central Bank.

⁷ Corsello, F. e Foschi, A. (2026), *The different effects of oil and gas supply shocks on euro-area inflation*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 1024.

Fig. R1 – Crescita delle quotazioni di petrolio e gas nel 2022 e 2026
(variazioni percentuali mensili rispetto a gennaio)



Fonte: elaborazioni su dati LSEG.

L'andamento dei prezzi al consumo (NIC) in Italia evidenzia finora differenze significative nella propagazione dei due *shock*. Nel 2021-22 l'aumento dell'inflazione, inizialmente concentrato sulla componente energetica, si estese progressivamente a un'ampia parte del paniere di beni e servizi. Tra il marzo del 2021 e giugno del 2022 l'inflazione energetica salì dallo 0,3 al 49,3 per cento, quella complessiva passò dallo 0,8 all'8,0 per cento. La trasmissione alle componenti non energetiche fu significativa: nello stesso periodo l'inflazione alimentare raggiunse l'8,7 per cento e quella dei servizi il 3,4. I rincari interessarono numerose voci alimentari, tra cui i cereali, oli e grassi, latte, latticini e uova e carne, riflettendo sia la trasmissione dei costi energetici sia le tensioni sui mercati internazionali delle materie agricole, accentuate dalla guerra in Ucraina.

Nel 2026 il quadro appare diverso. Tra marzo e settembre l'inflazione energetica è aumentata dal -2,1 al 22,6 per cento e quella complessiva dall'1,7 al 4,2 per cento, senza che si sia osservata un'analoga impennata nelle componenti non energetiche. Lo *shock* attuale non ha fin ora impattato sui prodotti agricoli e l'inflazione alimentare si è ridotta dal 2,6 all'1,7 per cento. Il dettaglio delle singole voci del paniere conferma una trasmissione ancora relativamente circoscritta (fig. R2). Diverse componenti alimentari hanno registrato un rallentamento e le accelerazioni più marcate sono limitate alle voci maggiormente esposte ai rincari energetici. La componente relativa ad abitazione, acqua, elettricità, gas e combustibili è passata da -1,6 all'11,4 per cento tra marzo e settembre, mentre quella dei trasporti è aumentata dal 2,1 all'8,5 per cento.

Nel complesso, a circa sei mesi dall'inizio delle tensioni sui mercati energetici, la diffusione delle pressioni inflazionistiche appare più contenuta rispetto al 2021. Gli aumenti dei prezzi al consumo rimangono prevalentemente concentrati nelle componenti energetiche e in quelle più direttamente collegate. Tuttavia, i dati di settembre mostrano primi segnali, per ora circoscritti, di ampliamento delle pressioni, sui prezzi dei trasporti, degli ortaggi e dei legumi, la cui evoluzione andrà quindi osservata con attenzione nei prossimi mesi.

Fig. R2 – Inflazione (NIC), indici aggregati e singole voci del paniere
(variazioni percentuali tendenziali)

	Shock 2021-22																		Shock attuale (2026)									
Voce	Gen 21	Feb 21	Mar 21	Apr 21	Mag 21	Giu 21	Lug 21	Ago 21	Set 21	Ott 21	Nov 21	Dic 21	Gen 22	Feb 22	Mar 22	Apr 22	Mag 22	Giu 22	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	
Indici aggregati																												
Indice generale	0,4	0,6	0,8	1,1	1,3	1,3	1,9	2,0	2,5	3,0	3,7	3,9	4,8	5,7	6,5	6,0	6,8	8,0	1,0	1,5	1,7	2,7	3,2	3,0	2,9	3,3	4,2	
Beni energetici	-5,1	-3,2	0,3	9,9	14,1	14,4	18,9	20,1	20,6	25,3	31,1	29,5	39,2	46,5	51,4	39,9	42,9	49,3	-6,2	-6,6	-2,1	9,2	11,9	13,0	11,6	17,1	22,6	
Elettricità	0,4	0,6	1,5	12,6	16,8	16,8	13,5	15,7	15,5	17,7	33,2	35,0	62,1	82,0	82,4	68,5	73,5	81,4	-4,5	-5,3	-4,9	7,0	7,1	12,6	13,0	16,8	20,4	
Gas	-4,3	-4,4	-4,4	11,7	11,9	12,1	34,0	34,0	34,2	38,8	37,9	38,1	58,8	64,3	68,7	58,3	62,3	63,2	-10,8	-11,3	-9,3	5,1	8,4	9,8	9,0	13,3	19,4	
Combustibili liquidi	-10,9	-6,9	1,5	10,3	16,3	14,2	13,7	13,5	15,2	22,3	26,8	21,2	21,0	24,6	37,4	45,7	47,5	52,9	-6,1	-4,5	12,2	38,1	36,8	26,7	18,2	31,8	38,5	
Combustibili solidi	0,5	0,2	0,2	0,3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	0,5	0,7	1,0	1,9	3,3	4,1	4,8	5,7	6,6	6,2	7,9	8,1	9,1	9,3	9,8	9,6	9,2	9,6	
Beni alimentari	0,5	0,3	0,0	-0,6	-0,8	-0,7	0,0	0,7	1,1	1,0	1,3	2,6	3,4	4,5	5,5	6,1	7,1	8,7	2,1	2,2	2,6	2,7	2,3	1,6	1,1	1,0	1,7	
Servizi	0,8	1,0	1,1	0,5	0,5	0,6	0,9	0,8	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	1,9	1,8	2,2	3,1	3,4	2,5	3,6	2,8	2,4	2,8	2,6	2,7	2,4	2,6	
Voci del paniere																												
Cereali	0,5	0,1	-0,2	-0,7	-1,2	-0,7	0,0	0,2	0,8	1,3	2,1	3,0	3,8	5,3	6,1	8,0	9,5	11,5	1,1	1,0	1,2	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	
Carne	1,2	1,0	0,8	0,4	0,3	0,5	0,8	0,9	1,0	1,5	1,6	1,9	2,2	3,3	4,2	5,6	6,7	7,7	5,7	5,5	5,3	5,0	4,9	4,5	4,2	3,9	3,4	
Pesce	0,6	0,8	0,3	1,1	0,9	1,2	1,6	2,0	2,1	2,3	3,2	3,4	3,7	4,4	5,9	5,5	6,9	8,6	2,3	2,8	2,4	3,2	2,9	3,0	2,2	2,2	1,9	
Latte, latticini e uova	0,0	-0,2	-0,7	-1,0	-1,2	-0,4	-0,1	0,1	0,4	0,6	0,6	1,2	1,6	2,4	2,8	4,2	6,1	8,0	3,9	2,9	2,6	1,7	0,9	0,1	0,1	0,0	-0,3	
Oli e grassi	-3,3	-1,8	-2,8	-1,2	-0,3	1,1	3,0	4,7	5,4	5,3	6,8	7,6	7,1	7,5	10,2	15,2	18,9	20,5	-9,1	-8,9	-8,3	-7,5	-6,7	-6,8	-6,5	-6,9	-6,8	
Frutta	2,5	1,5	2,9	-0,7	-1,8	-4,6	-4,4	-2,4	-2,1	-0,9	1,9	4,0	5,0	6,3	7,6	7,2	5,8	10,0	-2,0	-0,8	2,3	2,9	5,3	1,4	-0,7	-1,7	0,5	
Ortaggi e legumi	0,6	0,0	0,2	-1,2	-1,5	-1,2	0,9	2,5	2,9	0,5	-0,4	5,1	8,9	11,3	11,8	8,8	8,8	9,7	-0,6	2,1	3,2	6,2	4,3	3,6	2,6	4,0	8,5	
Zucchero e dolciumi	-0,9	-1,0	-1,6	-1,5	-1,8	-0,9	-0,7	-0,1	0,3	0,6	0,3	0,9	0,8	1,4	2,2	3,0	4,5	5,7	4,4	3,8	3,3	2,0	1,0	0,2	-0,2	-0,5	-1,0	
Altri prodotti alimentari	0,7	0,4	0,3	0,0	-0,3	0,5	0,6	0,9	1,3	1,1	1,3	2,0	2,0	2,8	3,6	4,6	5,5	6,5	1,5	1,1	1,5	1,1	1,1	0,9	1,5	1,6	1,0	
Bevande analcoliche	0,2	0,0	-0,5	-0,7	-1,1	-0,5	0,3	0,6	1,2	1,0	0,9	1,6	2,2	2,9	3,6	4,5	5,8	6,9	6,0	4,7	4,7	3,6	2,1	1,3	1,4	0,9	1,0	
Bevande alcoliche	-1,4	-1,2	-2,4	-2,0	-2,5	-1,8	-1,2	-1,2	-0,7	-0,9	-1,3	-0,7	-0,7	-0,1	0,9	0,6	2,1	3,3	-1,0	-1,4	-1,2	-0,8	-1,6	-2,1	-1,5	-1,8	-1,6	
Tabacco	3,1	3,4	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	3,2	4,0	3,6	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	
Abbigliamento e calzature	0,6	0,5	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	1,3	1,4	1,6	1,7	1,0	1,0	0,9	1,0	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	
Abitazione, acqua, elettricità, gas e combustibili	-0,4	-0,3	-0,1	5,0	5,8	5,9	9,1	9,4	9,7	11,3	14,1	14,3	22,6	27,2	28,2	24,5	26,3	27,9	-2,0	-2,2	-1,6	5,1	5,8	7,2	7,2	9,1	11,4	
Arredamenti e manutenzione casa	0,8	0,6	0,6	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,2	1,4	1,4	1,6	2,3	2,9	3,3	4,1	4,4	4,9	1,7	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7	2,0	2,1	
Sanità	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	1,2	1,2	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,2	1,3	
Trasporti	-1,6	0,0	2,5	2,8	4,7	4,3	5,1	5,1	6,9	8,6	10,3	9,4	7,6	8,7	10,8	9,5	10,5	13,4	-1,4	-0,5	2,1	3,8	5,5	4,7	4,3	6,1	8,5	
Informazione e comunicazione	-1,5	-0,9	-0,8	-1,7	-2,5	-3,3	-3,0	-1,7	-1,1	-2,3	-3,7	-2,9	-4,5	-4,5	-5,0	-5,0	-5,0	-4,6	-4,3	-3,1	-3,3	-2,2	-1,9	-1,2	0,2	1,6	1,8	
Ricreazione, sport e cultura	0,6	1,0	0,5	0,7	0,5	0,1	0,3	0,0	0,7	0,9	1,5	0,9	2,7	2,8	2,4	1,3	2,7	2,7	1,1	1,2	1,1	1,1	1,3	1,2	0,8	0,6	1,4	
Servizi di istruzione	-3,7	-3,5	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,9	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4	
Ristoranti e alloggio	1,1	1,2	1,2	0,8	0,1	1,5	2,1	2,3	2,7	2,5	2,7	3,5	4,4	4,0	4,6	3,6	6,0	7,2	3,5	6,1	3,4	2,8	3,5	2,9	3,4	3,2	3,2	
Servizi finanziari e assicurativi	2,6	3,4	1,4	1,8	1,8	1,5	1,8	0,9	0,8	-0,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	0,5	0,3	0,3	0,3	4,2	4,2	4,2	4,0	4,3	4,3	1,9	2,1	1,8	
Assistenza persona e altri servizi	1,5	1,3	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	1,4	1,8	2,1	2,2	3,6	3,8	3,8	3,5	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	
Bande colore (inflazione tendenziale e NIC, %)						≤ 0	0,1–2,0	2,1–5,0	5,1–10,0	> 10,0																		

Bande colore (inflazione tendenziale NIC, %)

≤ 0 0,1–2,0 2,1–5,0 5,1–10,0 > 10,0

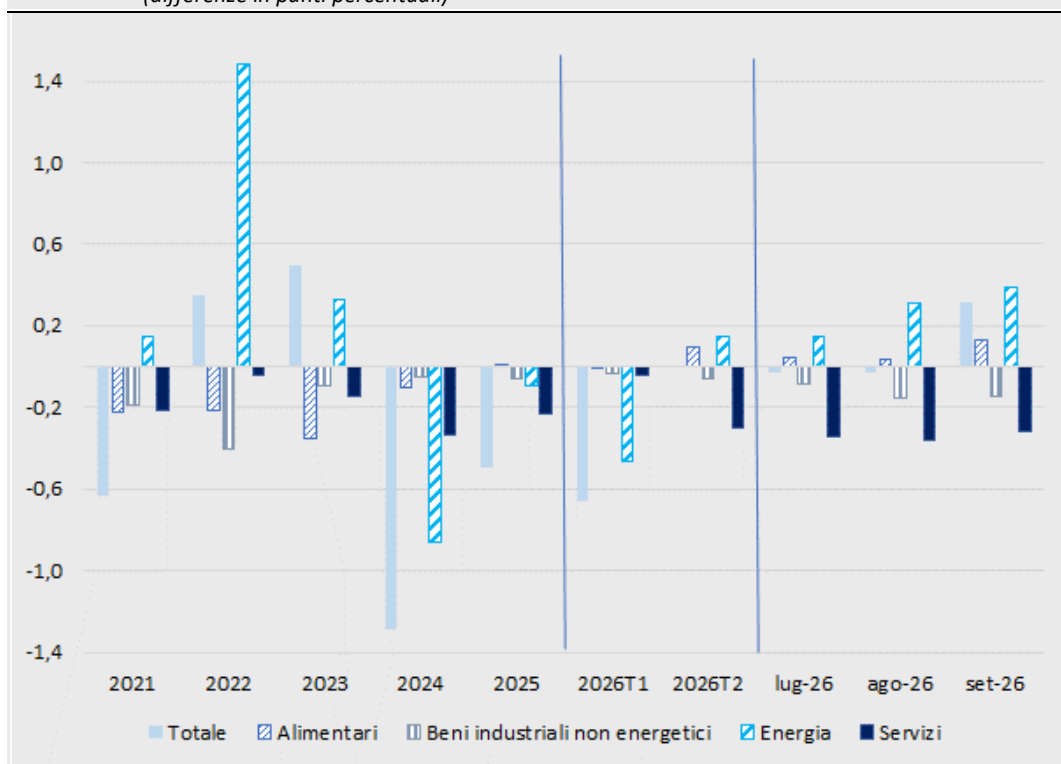
Fonte: Istat.

Un'analogia tra i due *shock* riguarda l'impatto sul differenziale d'inflazione tra l'Italia e l'area dell'euro. Dopo essere rimasto negativo dal 2024 fino al primo trimestre del 2026, il divario è tornato positivo il mese scorso. L'inflazione italiana è quindi tornata superiore a quella dell'area dell'euro, come era avvenuto nel 2022 per il maggiore contributo della componente energetica (fig. R3).

La maggiore esposizione dei prezzi dei beni energetici in Italia alle tensioni sui mercati internazionali all'ingrosso riflette anche caratteristiche strutturali del sistema produttivo nazionale. Il ricorso al gas naturale nella generazione elettrica si è ridotto rispetto al 2021, tuttavia nel 2024 esso rappresentava ancora circa il 44 per cento della produzione elettrica italiana, contro quasi il 16 per cento nella media dell'Unione europea. La dipendenza dal gas assume rilievo anche per l'incidenza delle quotazioni internazionali nella formazione dei prezzi dell'elettricità. Sebbene il meccanismo di trasmissione sia comune a diversi paesi europei, i suoi effetti dipendono dal peso del gas nel mix di generazione e dalle specifiche condizioni di mercato. In Italia, il maggiore ricorso al metano rispetto alla media europea contribuisce ad accentuare la potenziale esposizione dei prezzi elettrici alle oscillazioni delle quotazioni del gas (fig. R4).

Nel complesso lo *shock* energetico del 2026 ha finora mostrato una propagazione ai prezzi al consumo più contenuta rispetto al 2021-22, anche grazie a condizioni macroeconomiche meno favorevoli alla diffusione delle pressioni inflazionistiche. L'elevata esposizione dell'Italia alle oscillazioni dei prezzi energetici e i ritardi con cui possono manifestarsi gli effetti indiretti sulle altre componenti di prezzo suggeriscono tuttavia cautela nella valutazione delle prospettive d'inflazione, soprattutto qualora le tensioni geopolitiche dovessero protrarsi.

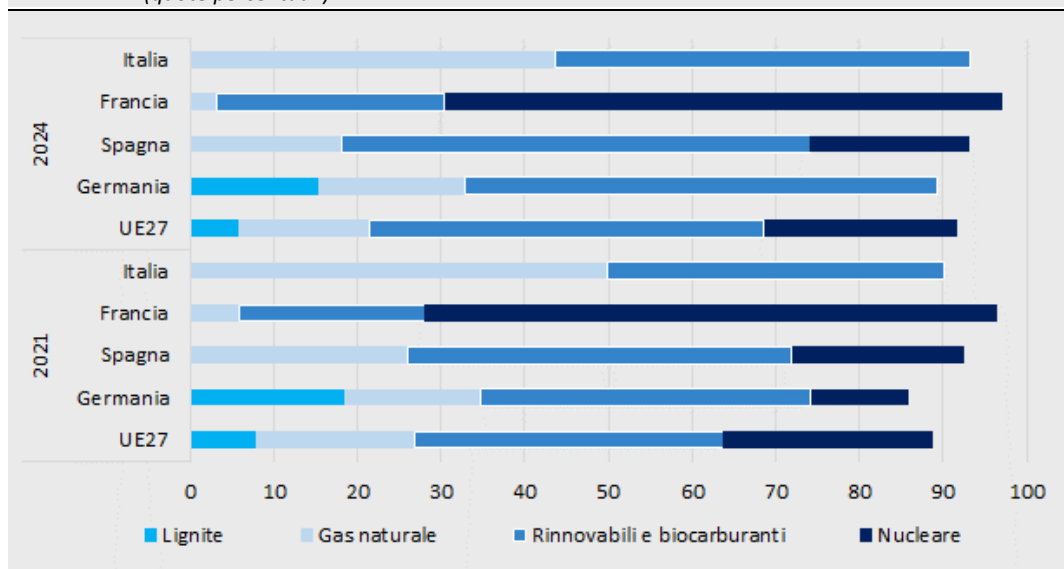
Fig. R3 – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)
(differenze in punti percentuali)



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. R4 – Mix di generazione elettrica per tipo di fonte energetica (1)
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) La somma delle quote non è uguale a 100 per via di una voce residuale "altre fonti" che non è stata riportata nel grafico.