

BPER:

Macroeconomic challenges

Analisi macroeconomica mensile: 01/2026

Ufficio Studi, Ricerche e Innovazione
Direzione Pianificazione e Controllo

Milano, 19 gennaio 2026

Overview

BANCHE CENTRALI: PREVISIONI PERCORSO TASSI 2026

» Il 2025 si è chiuso come un anno di transizione per le principali banche centrali. Dopo la fase restrittiva avviata negli anni successivi allo scoppio della guerra in Ucraina, la **Banca Centrale Europea (BCE)** ha progressivamente orientato le proprie decisioni verso una normalizzazione della politica monetaria, con quattro tagli di un quarto di punto nel primo semestre del 2025. Guardando al 2026, il percorso atteso dei tassi riflette un contesto di politica monetaria ancora accomodante, orientato alla stabilità dei tassi, ma condizionato dall'evoluzione dei dati macroeconomici.

» Negli Stati Uniti, la **Federal Reserve (FED)** ha effettuato tre tagli da settembre 2025, motivati da rischi di rallentamento sul mercato del lavoro e inflazione elevata. Tuttavia, il percorso dei tassi per il 2026 resta incerto: le pressioni politiche per ulteriori riduzioni e la nomina del nuovo presidente della FED a maggio 2026 potrebbero influenzare le decisioni, soprattutto se il nuovo presidente della FED fosse in linea con tali posizioni, alimentando interrogativi sull'indipendenza della FED. A complicare il quadro, la recente apertura di un'indagine da parte del Dipartimento di Giustizia americano nei confronti del presidente Powell ha sollevato ulteriori tensioni istituzionali. Powell ha percepito la mossa come un tentativo di limitare l'autonomia della FED, sottolineando che le decisioni sui tassi si basano esclusivamente sull'interesse pubblico e non sulle preferenze politiche. (1)

COMPLESSO QUADRO GEOPOLITICO CARATTERIZZATO DA PIU' FOCOLAI

» Negli ultimi mesi il quadro geopolitico internazionale si è progressivamente deteriorato per la sovrapposizione di più focolai di tensione inseriti in un contesto di cambiamento strutturale dell'ordine internazionale. A rendere il sistema più fragile è soprattutto la trasformazione della posizione degli Stati Uniti che hanno formalizzato un approccio più esplicitamente incentrato sugli interessi nazionali e meno orientato alla tutela di un ordine multilaterale globale. Gli Stati Uniti ridurranno il proprio ruolo di garante della sicurezza internazionale, chiedendo agli alleati europei di assumersi maggiori responsabilità e concentrando l'attenzione su interessi regionali. Nel mirino dell'amministrazione Trump sono presenti Paesi come Cuba, Messico e Groenlandia, aumentando ulteriormente le tensioni geopolitiche, specie verso i paesi membri del patto Atlantico.

- **L'idea di un'acquisizione completa del territorio danese della Groenlandia da parte degli Stati Uniti ha fuso due aree di tensione transatlantica (commercio e sicurezza) in un "cocktail esplosivo che sta facendo sprofondare l'alleanza nella sua crisi più profonda degli ultimi 70 anni". I membri europei della NATO che hanno inviato personale militare in Groenlandia (Francia, Germania, Regno Unito, Paesi Bassi, Danimarca, Norvegia, Svezia e Finlandia), sono stati minacciati di affrontare una tariffa del 10% su tutte le merci inviate negli Stati Uniti a partire dal 1° febbraio, che salirà al 25% a giugno, a meno che non venga raggiunto un accordo per "l'acquisto completo e totale della Groenlandia", secondo quanto affermato dal presidente Trump in un post su Truth. In risposta, l'UE sta preparando dazi da 93 miliardi di euro, valutando anche l'ipotesi di escludere le aziende americane dal mercato dell'Unione.**
- La crisi venezuelana è l'emblema della nuova assertività statunitense nella regione. L'arresto del presidente venezuelano, Nicolás Maduro, in un'operazione statunitense e il rafforzamento della postura militare nel Mar dei Caraibi si inseriscono nella logica di riaffermazione dell'influenza nel "giardino di casa", con inevitabili riverberi sul confronto con attori extra-regionali come la Cina, maggiore acquirente di petrolio venezuelano.
- Il Medio Oriente resta un'area strutturale di instabilità. La guerra a Gaza e le tensioni nel Mar Rosso hanno riportato al centro la vulnerabilità delle rotte marittime strategiche. In questo quadro si colloca il riconoscimento di Somaliland da parte di Israele, mossa letta in chiave di posizionamento su snodi logistici, e l'inizio della seconda fase del piano di pace statunitense nella Striscia di Gaza, senza un cessate il fuoco definitivo.
- Sul fronte iraniano, la crisi economica e le proteste interne si intrecciano con l'evoluzione del dossier nucleare, alimentando l'instabilità. Washington si è schierata a favore dei manifestanti e ha minacciato un dazio aggiuntivo del 25% contro i Paesi che continuano a fare affari con Teheran (in primis Cina e India). L'Iran continua così a rappresentare un fattore rilevante di instabilità regionale, con potenziali ripercussioni anche sui mercati energetici, dato il ruolo di Teheran nel mercato petrolifero per la presenza dello Stretto di Hormuz, attraverso il quale transita il 20% delle forniture energetiche globali.
- In Europa orientale, la guerra in Ucraina continua a restare un nodo critico nei rapporti tra Russia e Occidente. I colloqui di pace proseguono ma trovare un accordo accettabile per entrambe le parti è complesso.
- In Asia-Pacifico, la pressione militare cinese attorno a Taiwan si è intensificata: Pechino ha condotto esercitazioni militari nelle acque e nello spazio aereo vicino all'isola. La situazione ha alimentato preoccupazioni anche a Tokyo, dove la premier giapponese ha sottolineato che un attacco cinese a Taiwan potrebbe rappresentare una minaccia diretta per la sicurezza del Giappone, aprendo di fatto alla possibilità di un coinvolgimento militare. Inoltre, la Cina ha ricevuto un ulteriore contraccolpo dagli Stati Uniti: Washington e Taipei hanno raggiunto un accordo commerciale che riduce i dazi al 14% (dal 20%) sui beni importati dall'isola e impegna i produttori taiwanesi di semiconduttori ad aumentare le risorse impegnate negli USA di 500 miliardi di dollari.
- In un contesto di crescente attrito commerciale – per via delle nuove misure tariffarie statunitensi – l'Unione Europea ha firmato il 17 gennaio 2026 in Paraguay l'accordo UE-Mercosur, aprendo nuovi mercati di sbocco per le imprese europee in Argentina, Brasile, Paraguay e Uruguay. (3)

NEL FRATTEMPO L'ORO TOCCA I MASSIMI STORICI

» Proprio in questo contesto si inserisce il rally dell'oro, che raggiunge i suoi massimi storici attestandosi intorno ai \$4.635 per oncia. In forte aumento anche il prezzo dell'argento e del rame. Il mondo è entrato nel 2026 con rischi geopolitici diffusi e interconnessi, dove temi come energia, sicurezza, tecnologia e commercio si alimentano a vicenda.

La congiuntura economica in sintesi

Area Euro

- Il **PIL nel terzo trimestre 2025** ha registrato una crescita del **+0,3% t/t** (da +0,1%) e del **+1,4% a/a** (da +1,6%). La crescita è stata eterogenea tra i principali paesi: in **Germania** è rimasta stabile (0%, da -0,2% t/t), in **Spagna** +0,6% t/t (da +0,8%) e in **Francia** +0,5% t/t (da +0,3%).
- A **dicembre**, l'**Inflazione** è calata al **+2,0% a/a** (da +2,1%). Anche l'inflazione *core* è lievemente diminuita al **+2,3% a/a** (da 2,4%). Nei principali Paesi dell'area euro, l'inflazione è diminuita in **Germania** (+1,8% a/a), in **Spagna** (+3,0% a/a) e in **Francia** (+0,7% a/a).
- Il **Tasso di disoccupazione** a **novembre** è calato al **6,3%** (da 6,4%), con **10,9 milioni di disoccupati**. Nei principali paesi, la situazione è rimasta stabile, con la **Germania** al **3,8%**, la **Francia** al **7,7%** e la **Spagna** al **10,4%**.
- La **produzione industriale** di **novembre** ha registrato un aumento del **+2,5% a/a** (da +2,0%) e del **+0,7% m/m** (+0,7%).
- **PMI Composito** a **dicembre** è calato a **51.5** (da 52.8). Entrambi i settori hanno registrato una diminuzione: i **servizi** a **52.4** (da 53.6) e la **manifattura** a **48.8** (da 49.6). Il PMI composito è calato in **Germania** a **51.5** (da 52.8) e in **Francia** a **50.0** (da 50.4), mentre è aumentato in **Spagna** a **55.6** (da 55.1).

Italia

- Il **PIL nel terzo trimestre 2025** è cresciuto rispetto al trimestre precedente del **+0,1% t/t** (da -0,1%) e su base annua del **+0,4% a/a** (da +0,6%). La **crescita acquisita** per il **2025** è stata confermata al **+0,5%**.
- A **dicembre**, l'**inflazione italiana (NIC)** è lievemente aumentata a **+1,2% a/a** (da +1,1%) ed è aumentata del **+0,2% m/m** (da -0,2%). La componente di fondo, che esclude energetici e alimentari freschi, è leggermente cresciuta al **+1,8% a/a** (da +1,7%).
- A **novembre**, il **tasso di disoccupazione** è leggermente calato al **5,7%** (da 6,0%), con un totale di **1,4 milioni di disoccupati**, a fronte di un calo dei disoccupati e un aumento degli inattivi. Il **tasso di inattività** è aumentato lievemente al **33,5%** (da 33,2%), mentre il **tasso di occupazione** è rimasto sostanzialmente stabile al **62,6%** (da 62,7%).
- La **produzione industriale** di **novembre** ha registrato un aumento del **+1,4% a/a** (da -0,2%) e del **+1,5% m/m** (da -1,0%).
- **PMI Composito** a **dicembre** è calato a **50.3** (da 53.8). I **servizi** hanno rallentato a **51.5** (da 55.0) e la **manifattura** a **47.9** (da 50.6).
- **Debito pubblico italiano:** a **novembre** in lieve calo a **3.124 miliardi**, dai 3.132 di ottobre. Nel secondo trimestre il **rapporto debito/PIL** si è attestato a **138,3%** (da 137,4%).
- **PNRR:** risultano spesi circa **€79 MLD**, il 40% dei 194.4MLD complessivi del piano. A **dicembre** l' dalla Commissione Europea il **pagamento dell'ottava rata** del PNRR dell'Italia, pari a €12,8 MLD.

Approfondimenti: elementi in osservazione

Il PIL in Italia, paesi dell'Area Euro, USA e altri Paesi	Pag. 5
---	--------

L'inflazione in Area Euro, USA e altri Paesi (prezzi al consumo)	Pag. 6
--	--------

La produzione industriale in Area Euro e negli USA	Pag. 7
--	--------

Il mercato del lavoro in Area Euro e USA	Pag. 8
--	--------

L'indice PMI dei responsabili degli acquisti	Pag. 9
--	--------

La politica monetaria: central bank snapshot	Pag. 10
--	---------

La logistica e il commercio mondiale	Pag. 11
--------------------------------------	---------

Tassi di interesse	Pag. 12
--------------------	---------

Tassi di interesse e valute	Pag. 13
-----------------------------	---------

Materie Prime	Pag. 14
---------------	---------

Glossario	Pag. 15
-----------	---------

Il PIL in Italia, paesi dell'Area Euro, USA e altri Paesi

Eurozona: previsioni al rialzo per il 2026

» L'economia dell'area euro ha dimostrato capacità di tenuta malgrado il difficile contesto internazionale. Nel **terzo trimestre 2025** il PIL ha registrato una crescita del **+0,3% t/t** (da +0,2%), sostenuta dalla domanda interna e dagli investimenti immateriali. Dal punto di vista settoriale, la crescita è stata trainata soprattutto dai servizi, con segnali di aumento della spesa per tecnologie digitali, in particolare per l'intelligenza artificiale.

» La crescita del PIL dell'Eurozona nel breve-medio termine sarà sostenuta dalla domanda interna, grazie all'aumento dei redditi reali, alla solidità del mercato del lavoro e agli investimenti immateriali delle imprese che dovrebbero crescere. L'insieme di questi fattori hanno influenzato al rialzo le proiezioni economiche della Banca Centrale Europea per il 2026 a +1,2% (da +1,0% nelle stime di settembre 2025). (1)/(2)

Italia: in aumento l'indebitamento netto delle AP, cresce il potere d'acquisto delle famiglie

» L'indebitamento delle Amministrazioni Pubbliche, misurato come **indebitamento netto in rapporto al PIL**, si è **attestato al -3,4%** (dal -2,3% del terzo trimestre 2024). Il peggioramento è riconducibile a un aumento della spesa pubblica, salita al 48,0% del PIL (dal 47,7% nel 3Q 2024), e a una contemporanea riduzione delle entrate, scese al 44,6% del PIL (dal 45,4% nel 3Q 2024). L'andamento delle entrate è coerente con il calo della pressione fiscale, attestandosi al 40,0% del PIL (in calo di 0,8pp rispetto al 3Q 2024). Nel trimestre il saldo primario – ossia il saldo dei conti pubblici al netto della spesa per interessi – è risultato positivo (+0,4% del PIL) indicando che il deficit complessivo è dovuto principalmente al peso degli interessi sul debito. **Nei primi nove mesi del 2025**, in termini di incidenza sul PIL, il saldo primario si è attestato al -0,5% (-0,7% nello stesso periodo del 2024), mentre il saldo corrente è risultato positivo, pari allo 0,4% (0,1% nel corrispondente periodo del 2024). Nello stesso periodo (genn-nov), la pressione fiscale si è attestata al 39,9% del PIL, in aumento rispetto ai 39,6% del 2024.

» Sempre nel 3Q2025, le famiglie consumatrici hanno visto un significativo miglioramento del reddito disponibile lordo (+2,0% t/t), a fronte di un modesto aumento dei consumi (+0,3% t/t), consentendo al potere d'acquisto di crescere (+1,8%). La crescita più che proporzionale del reddito rispetto ai consumi ha permesso anche una crescita della propensione al risparmio delle famiglie, stimata all'11,4% (+1,5% t/t), mentre rimane sostanzialmente stabile il tasso d'investimento all'8,5%. Per quanto riguarda le società non finanziarie, nel terzo trimestre del 2025, la quota di profitto delle società non finanziarie è stimata al 42,3%, segnando una diminuzione del -0,9% t/t. La flessione di questo indicatore è la sintesi (al netto degli investimenti) di una diminuzione del risultato lordo di gestione dell'1,9% e di una crescita del valore aggiunto pari allo 0,2%. Il tasso d'investimento rimane sostanzialmente stabile al 22,8%. (3)

USA: robusta crescita del PIL nel terzo trimestre 2025 grazie ai consumi interni

» L'economia statunitense ha segnato una crescita annualizzata del PIL del **+4,3% a/a** nel terzo trimestre 2025 (da +3,8% nel secondo trimestre). L'aumento del PIL nel terzo trimestre ha rispecchiato un'accelerazione della spesa dei consumatori, una ripresa delle esportazioni e della spesa pubblica, in parte compensato da una lieve diminuzione degli investimenti la cui contrazione si è attenuata rispetto al dato del trimestre precedente. Per quanto riguarda le previsioni di crescita, le ultime proiezioni della Federal Reserve sono state riviste al rialzo al +2,3% nel 2026, grazie alla politica fiscale espansiva (One Big Beautiful Bill), agli investimenti in intelligenza artificiale e all'aumento dei consumi delle famiglie. (4) (5)

Grafico 1: Variazione congiunturale PIL Eurozona e Italia

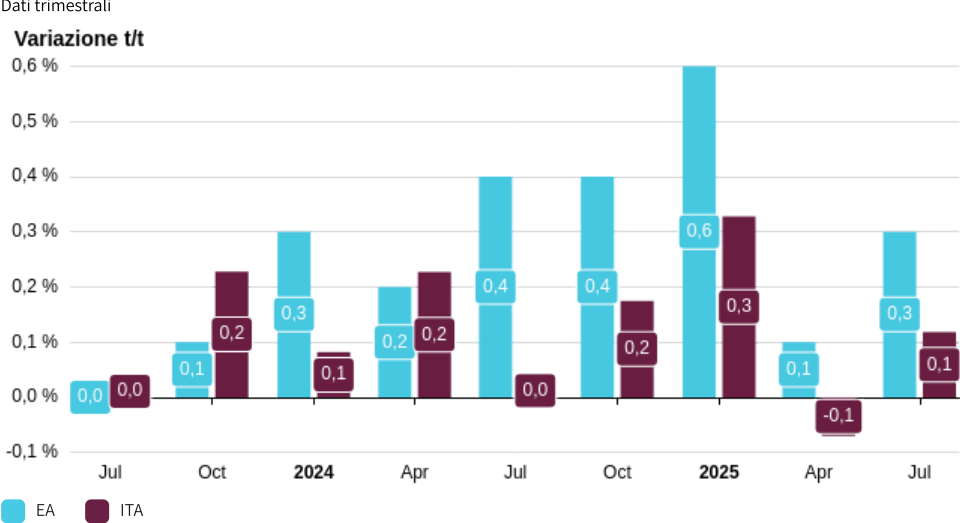
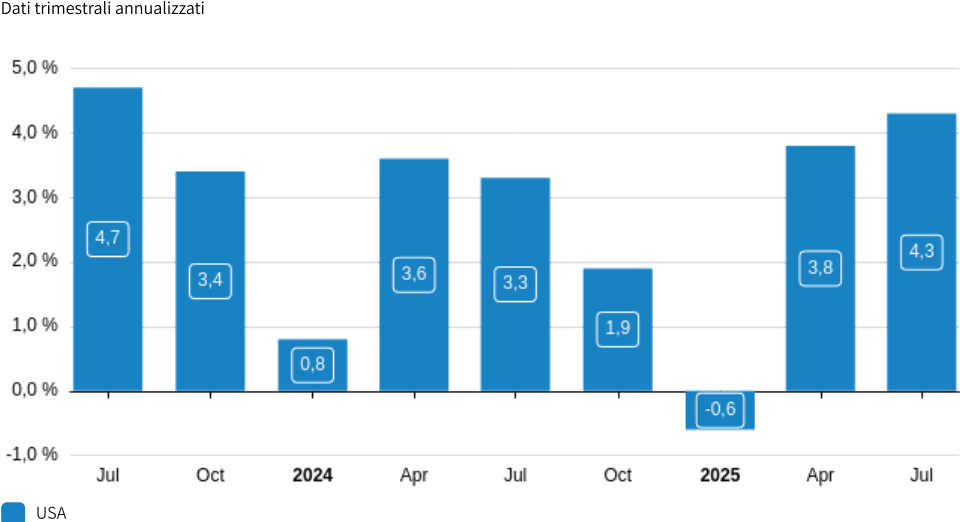


Grafico 2: Variazione tendenziale del PIL USA



Fonte: (1) Eurostat, GDP up by 0.3% and employment up by 0.2% in the euro area, 5/12/2025; (2) BCE, Bollettino economico n8, 15/01/2026; (3) Istat, CONTO TRIMESTRALE DELLE AP REDDITO E RISPARMIO DELLE FAMIGLIE E PROFITTI DELLE SOCIETÀ, 7/1/2026; (4) Bureau of Economic Analysis, Gross Domestic Product, 3rd Quarter 2025 (Initial Estimate) and Corporate Profits (Preliminary), 23/12/2025; (5) FED, Transcript of Chair Powell's Press Conference, December 2025, 10/12/2025.

L'inflazione in Area Euro, USA e altri Paesi (prezzi al consumo)

Eurozona, inflazione al target a dicembre

» L'indice d'inflazione di dicembre è leggermente calato al **+2,0% a/a** (da +2,1%), mentre su base mensile è aumentato del +0,2% m/m (da -0,3%). Sono cresciuti i prezzi dei servizi (+3,4% a/a da +3,5%), seguiti dai prezzi dei benialimentari, alcol e tabacco (+2,6% a/a da +2,4%), mentre è calato il prezzo dell'energia (-1,9% da -0,5%). Anche l'inflazione *core* è lievemente calata al +2,3% a/a (da +2,4%). Nei principali Paesi dell'area euro, l'inflazione è diminuita in **Germania** (al +1,8% a/a da 2,3%), in **Francia** (al +0,8% a/a da 0,9%) e in **Spagna** (al +2,9% a/a da 3,0%). (1)

» Secondo le proiezioni della Banca Centrale Europea, l'inflazione è stata rivista leggermente al rialzo nel 2026 al +1,9% (da +1,7% nelle stime di settembre), per un rallentamento più graduale dell'inflazione dei servizi. (2)

» In questo contesto, l'inflazione alimentare rappresenta un elemento di attenzione. Nei primi undici mesi del 2025 l'**inflazione alimentare è rimasta sostenuta**, attestandosi al +2,6% in media, superiore al 2024 (+2,4%) e alla media pre-pandemica (2,2%), ma lontana dal picco del 2023 (+12,0%). La BCE prevede un raffreddamento a partire dal terzo trimestre del 2026, sostenuto nel breve termine dal miglioramento delle dinamiche a monte della filiera: le aspettative sui prezzi dei produttori sono scese sotto la media di lungo periodo (1999-2019), mentre quelle dei rivenditori hanno mostrato una discesa più contenuta, suggerendo una trasmissione graduale dei benefici ai consumatori finali. Il costo del cibo riveste un ruolo centrale nella percezione dell'inflazione, data la rilevanza della spesa alimentare nei bilanci familiari. Nei principali paesi europei, tra novembre 2019 e novembre 2025, i prezzi alimentari sono aumentati del circa +30% in Italia, del +27% in Francia e, in maniera più marcata, del +38% in Spagna e del +41% in Germania. In Eurozona l'aumento dell'inflazione alimentare ha riflesso l'impatto della guerra in Ucraina e il rincaro delle materie prime e del costo del lavoro. Nel complesso, l'andamento dell'inflazione, e in particolare di quella alimentare, ha inciso in modo significativo sulla perdita di potere d'acquisto delle famiglie europee, confermandone la rilevanza nelle prospettive inflazionistiche. (3) (4)

Italia: in lieve aumento i prezzi al consumo a dicembre

» L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è lievemente aumentato al **+1,2% a/a** (da +1,1%) e del +0,2% (da -0,2%) a dicembre. La lieve accelerazione dell'indice nel mese è dovuta principalmente alla crescita dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (a +2,6% da +0,9%), degli alimentari non lavorati (a +2,3% da +1,1%) e lavorati (a +2,2% da +2,1%), in parte attenuata dalla diminuzione di quelli degli energetici regolamentati (a -5,3% da -3,2%). In particolare, i **prezzi del "carrello della spesa" hanno accelerato, dopo tre mesi di rallentamento** dell'indice (+2,2% a/a da +1,5%). Anche la **componente di fondo** (al netto di energetici e alimentari freschi) è cresciuta a **+1,8% a/a** (da +1,7%). (3)

USA, inflazione stabile a dicembre

» L'indice dei **prezzi al consumo (CPI)** di dicembre è rimasto stabile al **+2,7% a/a**, confermando il migliorameto registrato a novembre. Anche l'inflazione *core* è rimasta stabile al +2,6% a/a. Il dato di dicembre, potrebbe suggerire un rallentamento del trasferimento dei dazi sulle importazioni ai prezzi finali, confermando la posizione della banca centrale americana secondo cui le tariffe avranno un impatto solo temporaneo.

» È inoltre probabile che l'indice dei **prezzi delle spese per consumi personali (PCE)** mostrerà un miglioramento analogo. L'ultima pubblicazione del PCE, relativa a settembre, aveva registrato un aumento al **+2,8% a/a** (da +2,7%). (5) (6)

Grafico 3: Eurozona, Indice Inflazione armonizzata

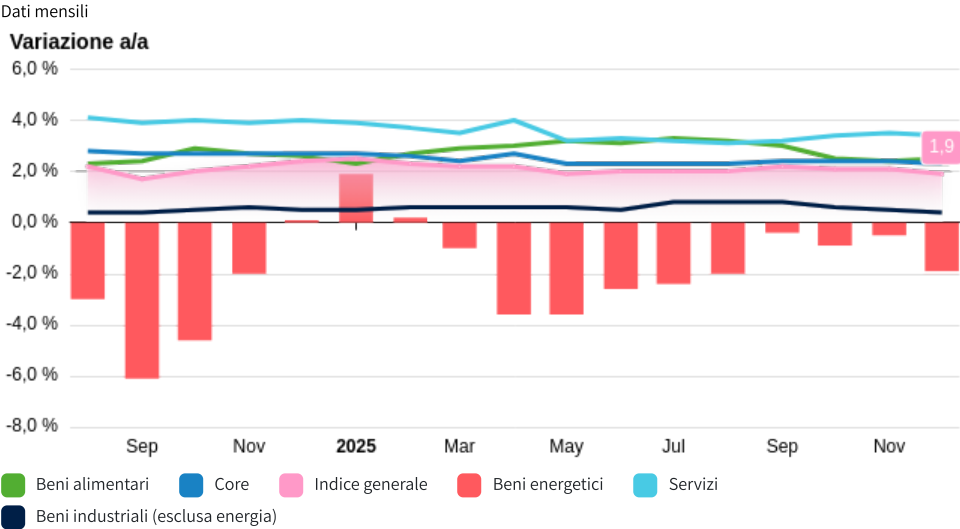
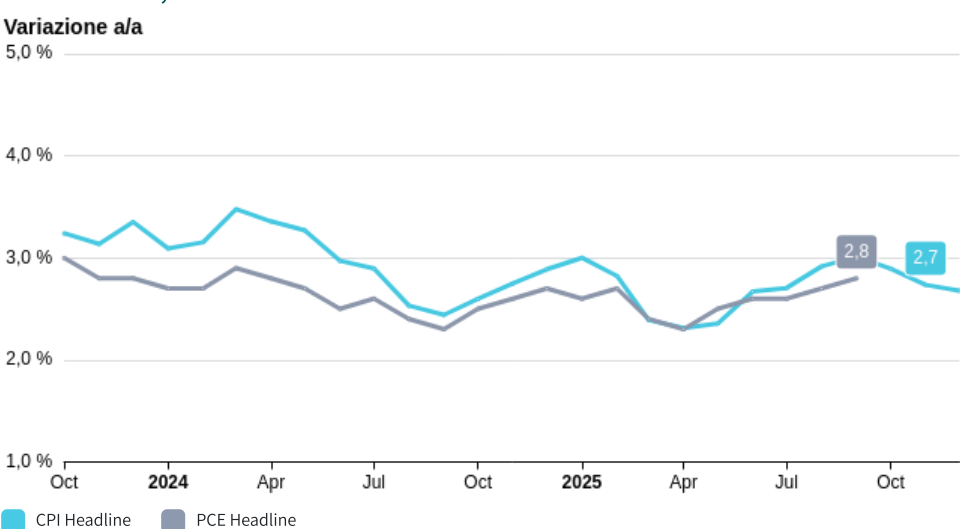


Grafico 4: USA, Inflazione PCE e CPI



Fonte: (1) Eurostat, Euro area annual inflation down to 2.0%, 7/01/2026; (2) ECB, Christine Lagarde, President of the ECB, Luis de Guindos, Vice-President of the ECB, 18/12/2025; (3) MF, Eurozona, il caro-carrello resiste, 13/01/2026; (4) Eurostat, database, HICP - monthly data; (5) Istat, Prezzi al consumo (dati provvisori) - Dicembre 2025, 7/01/2026; (6) Confcommercio, A dicembre l'inflazione inverte la marcia, 7/01/2026; (7) Bureau of Labour Statistics, Consumer Price Index Summary, 13/01/2026; (7) The Central Bank Watcher, US December-25 CPI Inflation Report, 13/01/2026

La produzione industriale in Area Euro e negli USA

Eurozona: produzione industriale in miglioramento per il secondo mese consecutivo

» A novembre 2025, l'indice della **produzione industriale** è cresciuto del **+2,5% a/a** (da +1,7%) e del **+0,7% m/m** (da +0,7%). Su base annua, rallenta la crescita dei beni energetici, mentre corre quella dei beni strumentali e dei beni non durevoli. Tra i principali paesi dell'area euro l'indice continua a migliorare in **Germania** (a +1,0% a/a da +1,0% di ottobre), in **Francia** (a +2,0% a/a da +1,6%) e in **Spagna** (a +4,6% a/a da +1,3%). (1) La produzione industriale dell'Eurozona sembra aver raggiunto una certa stabilità, ma il contesto rimane ancora debole, in particolare la Germania, che attesta le maggiori criticità seppur negli ultimi mesi dell'anno ha registrato un lieve recupero. (2)

Italia, prosegue la crescita grazie all'industria strumentale

» A novembre, la produzione industriale italiana cresce del **+1,4% a/a** (da -0,2%) e del **+1,5% m/m** (da -1,0%). In particolare, è l'industria strumentale che cresce (+3,3% a/a), seguita da quella energetica (+2,0% a/a) ed i beni intermedi (+1,0% a/a). Calano i beni di consumo (-0,8% a/a), in particolare quelli durevoli. I settori di attività economica che registrano gli incrementi tendenziali maggiori sono la produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici (+8,7%), la fabbricazione di computer, prodotti di elettronica e ottica, apparecchi elettromedicali, apparecchi di misurazione e orologi (+5,8%) e la fabbricazione di apparecchiature elettriche e apparecchiature per uso domestico non elettriche (+5,1%). Le flessioni più ampie si rilevano nella fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati (-4,4%), nella fabbricazione di mezzi di trasporto (-3,1%) e nella fabbricazione di prodotti chimici (-2,9%). (3) Guardando nel complesso, prosegue la stabilizzazione, con un modesto tentativo di recupero nell'ultimo trimestre. Il settore manifatturiero non riesce ad uscire dalla recessione in maniera convincente: il motivo è strutturale, sono necessarie importanti riforme dell'economia, del mercato del lavoro e del contesto imprenditoriale. (2)

» A dicembre 2025, il clima di opinione degli operatori economici migliora: l'indicatore di fiducia dei consumatori sale a **96,6**, da 95,0 e l'indicatore composito del clima di fiducia delle imprese aumenta a **96,5**, da 96,1. Tra i consumatori, si evidenzia un generale miglioramento delle opinioni, soprattutto di quelle sulla situazione personale e corrente: il clima personale aumenta a **96,4** (da 94,5), il clima corrente cresce a **100,2** (da 98,6), il clima futuro sale a **91,6** (da 90,2) e quello economico passa a **97,0** (da 96,5). Con riferimento alle imprese, l'indice di fiducia aumenta nei servizi di mercato (a **100,0**, da 97,8), rimane sostanzialmente stabile nel commercio al dettaglio (a **107,2**, da 107,3) e diminuisce nell'industria (nella manifattura l'indice scende a **88,4**, da 89,5 e nelle costruzioni cala a **101,0**, da 102,6). (3)

In USA prosegue l'espansione manifatturiera

» Negli USA a dicembre la produzione industriale rallenta a **+2,0% a/a** (da +2,5%), mentre continua a crescere in termini congiunturali del **+0,4% m/m** (da +0,4%). Il tasso di utilizzo della capacità si attesta al 76,3%, il 3,2% in meno della media di lungo periodo (1972-2024). La produzione di beni di consumo è aumentata dello 0,7%, poiché l'aumento dell'1,1% nella produzione di beni non durevoli ha compensato il calo dello 0,7% nella produzione di beni durevoli. L'indice relativo alle attrezzature aziendali è cresciuto dello 0,8%. I materiali da costruzione hanno registrato un calo dello 0,3%, mentre l'indice relativo alle forniture aziendali è rimasto invariato. Tutti principali gruppi di mercato hanno chiuso l'anno al di sopra dei livelli dell'anno precedente. (4)

Grafico 5: Italia, Produzione Industriale

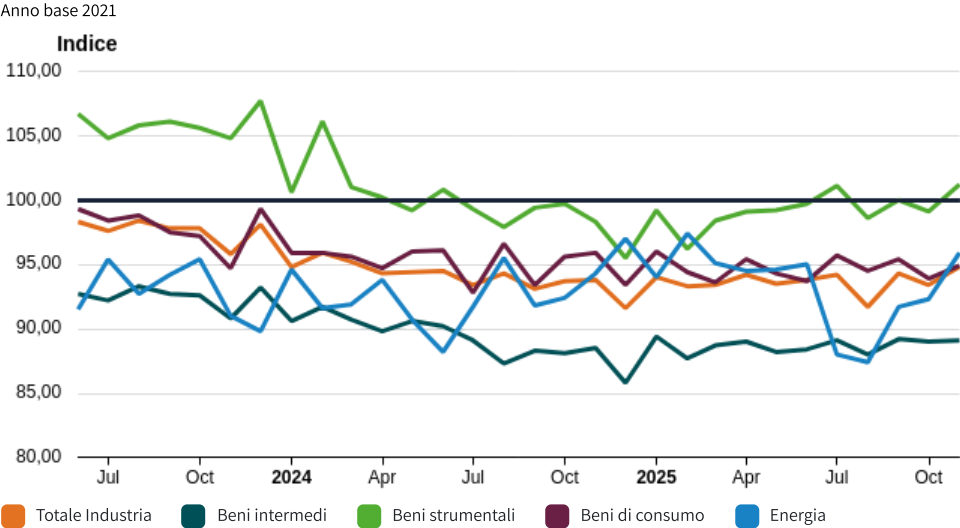
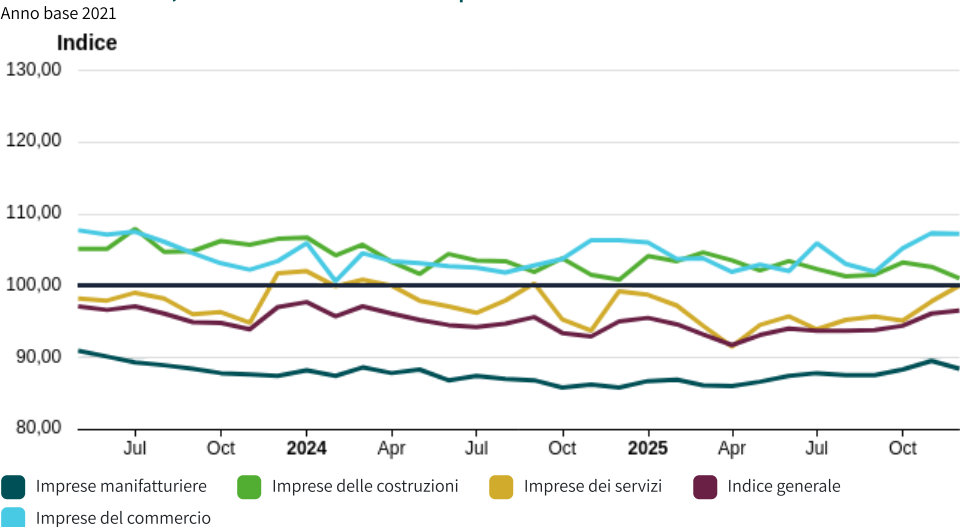


Grafico 6: Italia, Clima di fiducia delle imprese



Fonte: (1) Eurostat, Industrial production up by 0.7% in the euro area and by 0.2% in the EU, 15/01/2026; (2)LC- Macro advisor: "Seesaw performance, but industry found a fragile stabilisation" 16/1/2026; (3) Istat, Produzione industriale - novembre 2025, 15/1/2026; (3) Istat, Fiducia dei consumatori e delle imprese - dicembre 2025, 19/12/2025. (4) FED: "INDUSTRIAL PRODUCTION AND CAPACITY UTILIZATION - december 2025" 16/1/2026.

Il mercato del lavoro in Area Euro e USA

Tasso di disoccupazione in lieve calo in Eurozona

» A novembre 2025, il **tasso di disoccupazione** dell'area euro è calato al **6,3%** (da 6,4%). Diminuisce il numero dei disoccupati a circa **10,9 milioni di persone** (-71 mila unità rispetto al mese precedente). Tra i principali paesi dell'Eurozona, il tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente stabile: la Germania rimane a 3,8% (con 1,7 milioni di disoccupati), la Francia anch'essa stabile a 7,7% (con 2,5 milioni di disoccupati) mentre la Spagna cala lievemente a 10,4% (da 10,5%, con 2,6 milioni di disoccupati). (1)

Italia: in calo il tasso di disoccupazione, aumentano gli inattivi

» Il **tasso di disoccupazione** cala al **5,7%** (dal 6,0%) a novembre. Il dato non conforta, in quanto derivante non da un aumento di occupati (che calano di -34 mila unità), bensì da un **aumento degli inattivi** (+72 mila unità). Il numero di disoccupati risulta in calo di -30 mila persone, attestando poco meno di 1,5 milioni di persone. Il tasso di occupazione rimane pertanto sostanzialmente stabile al 62,6% (da 62,7%), mentre il tasso di inattività cresce al 33,5% (da 33,3%). (2) Indubbiamente il calo della disoccupazione in Italia è positivo, in quanto negli ultimi anni si sono registrati incrementi significativi di occupati, ma non basta: il vero problema è l'inattività, cioè chi non lavora né cerca lavoro. L'Italia è ai vertici in Europa per inattivi, con forti disparità territoriali e fenomeni come lavoro irregolare e scoraggiamento. Questo riflette fragilità strutturali, opportunità scarse e servizi insufficienti. Sotto il punto di vista del genere, il tasso di inattività femminile è il più alto, pari al 42,4%, solo in lieve calo rispetto l'anno precedente (-0,2%) e quasi il doppio di quello maschile (24,7%). Tra i giovani, cresce l'inattività tra i 15-24 anni, mentre cala tra i 25-34, segnalando una frattura tra chi è in transizione scuola-lavoro e chi è più stabile. Nonostante più contratti stabili e meno lavoro a termine, persiste una polarizzazione: occupazione in aumento tra adulti, difficoltà per i giovani. La sfida non è solo ridurre la disoccupazione, ma ampliare la partecipazione, superando l'area grigia dell'inattività che incorpora disuguaglianze, sommerso e lavoro povero, in modo da portare un vero progresso reale. (3)

USA: mercato del lavoro in rallenatmento

» A dicembre il **tasso di disoccupazione** è tornato a calare al **4,4%** (da 4,6% di novembre), un totale di disoccupati pari a 7,5 milioni di persone, con le NFP (Non farm payrolls) in crescita di +50 mila contratti (da +56 mila a novembre 2025). In particolare, l'occupazione continua a crescere nei servizi alimentari, nell'healthcare e nell'assistenza sociale, mentre il commercio retail vede un calo di occupati. Il tasso di partecipazione rimane sostanzialmente stabile al 62,4%. (4)

» Complessivamente, il 2025 ha visto una crescita di 584 mila contratti, una media mensile pari a 49 mila. Quest'anno è stato difficile per gli americani in cerca di lavoro, e non si prevedono particolari miglioramento per il 2026, nonostante l'attesa di un'ulteriore crescita economica. Alcuni ritengono che questa insolita combinazione sia dovuta al ruolo crescente degli investimenti nell'intelligenza artificiale nel sostenere l'espansione senza aumentare le assunzioni. Un mercato del lavoro stagnante significa probabilmente un altro anno di opportunità di lavoro limitate e aumenti salariali modesti, aggravando le preoccupazioni delle famiglie americane in vista delle elezioni di medio termine. (5)

Gráfico 7: Italia, Tasso di disoccupazione e Numero di occupati

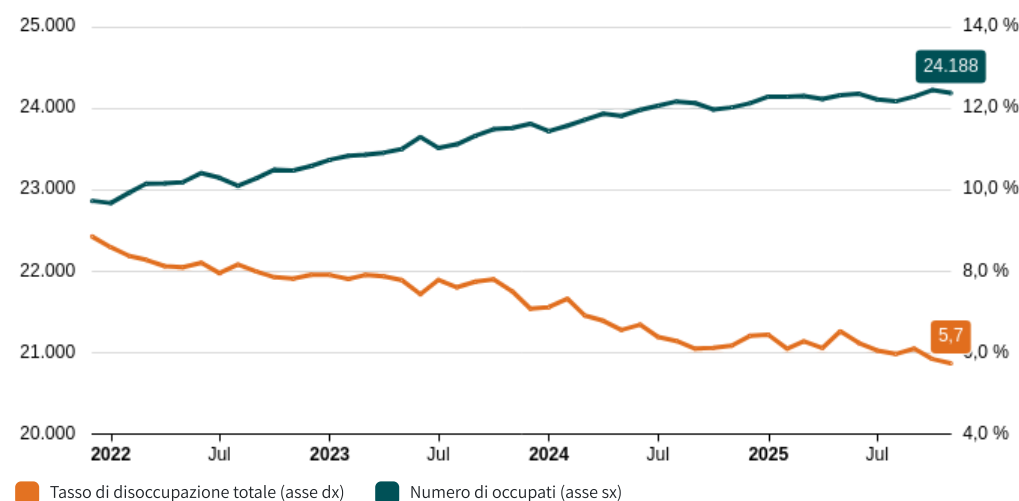
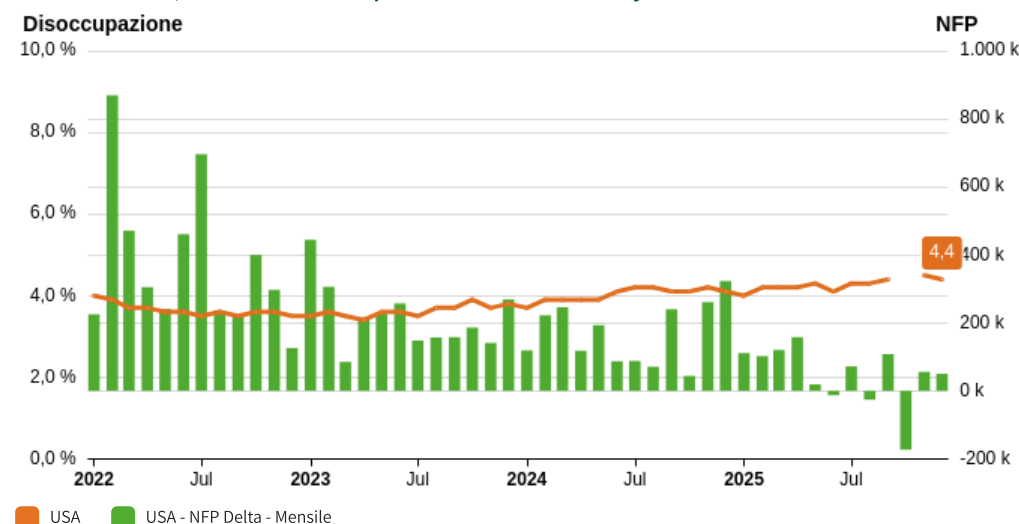


Gráfico 8: USA, Tasso di Disoccupazione e Non Farm Payrolls



Fonte: (1) Eurostat, Euro area unemployment at 6.3%, 8/1/2026; (2) Istat, Occupati e disoccupati (dati provvisori) - novembre 2025, 8/1/2026; (3) Domani: "I disoccupati diminuiscono, ma il nodo sono gli inattivi" 9/1/2026; (4) U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation Summary, 16/12/2025. Bureau of Labour Statistics; (5) Bloomberg: "For Americans Seeking Jobs, 2025 Was Rough and 2026 Will Be Too" 19/12/2025.

L'indice PMI dei responsabili degli acquisti

Eurozona, espansione in rallentamento

» A dicembre, l'indice **PMI composito** è sceso a **51.5** (da 52.8), segnalando un rallentamento della crescita pur restando in area espansiva. L'espansione è stata sostenuta dal settore dei **servizi** attestandosi a **52.4** (da 53.6), indicando il settimo mese consecutivo di crescita, seppur con un indebolimento del ritmo di espansione e della dinamica delle nuove vendite. La **manifattura** ha invece mostrato un peggioramento più marcato, con l'indice PMI in calo a **48.8** (da 49.6), valore minimo in nove mesi, penalizzato dal calo della produzione e dal rallentamento più rapido dei nuovi ordini. Guardando alle prospettive, l'ottimismo resta differenziato tra i settori: mentre le aspettative delle imprese dei servizi si sono indebolite, le aziende manifatturiere hanno riportato le previsioni più positive per i prossimi dodici mesi da febbraio 2022. Nei principali paesi dell'area euro, l'indice compositico è calato in **Germania** a **51.5** (da 52.8), in **Francia** a **50.0** (da 50.4), mentre è lievemente cresciuto in **Spagna** a **55.6** (da 55.1). (1) (2)

L'Italia: manifattura sotto la soglia di espansione e servizi in calo

» L'indice **PMI composito** è sceso a **50.3** (da 53.8) a dicembre, attestandosi sui minimi in quasi un anno e segnalando un'espansione solo marginale dell'attività del settore privato. La dinamica è stata sostenuta esclusivamente dai **servizi**, attestandosi a **51.5** (da 55.0), indicando una crescita ancora in territorio espansivo ma notevolmente più debole rispetto al mese precedente. La **manifattura** è invece tornata in contrazione, attestandosi a **47.9** (da 50.6), penalizzata dal nuovo calo della produzione e dei nuovi ordini. Le prospettive per i prossimi dodici mesi restano contrastate: l'ottimismo del settore terziario si è ulteriormente ridotto, mentre le imprese manifatturiere hanno mostrato un lieve miglioramento delle aspettative, sostenute da piani di investimento e di ingresso in nuovi mercati. (3) (4)

USA, decelera la crescita

» A dicembre, l'attività economica negli Stati Uniti ha continuato a espandersi, seppur a un ritmo più moderato. L'indice **PMI composito** si è attestato a **52.7** (da 54.2), segnalando un rallentamento della crescita sia nel settore manifatturiero sia nei servizi. Il **PMI dei servizi** è sceso a **52.5** (da 54.1), indicando l'espansione più debole degli ultimi otto mesi, in un contesto di rallentamento della domanda, con l'aumento dei nuovi ordini risultato il più contenuto degli ultimi venti mesi e un lieve calo dell'occupazione. La **manifattura** ha invece mostrato un miglioramento più contenuto, con l'indice PMI in calo a **51.8** (da 52.2), riflettendo la prima contrazione dei nuovi ordini in un anno. Sul fronte dei prezzi, le pressioni inflazionistiche si sono intensificate nei servizi, mentre nel manifatturiero i costi e i prezzi di vendita, pur in rallentamento, sono rimasti su livelli storicamente elevati, sostenuti in entrambi i settori dall'impatto dei dazi e dall'aumento dei costi del lavoro. Le aspettative per i prossimi dodici mesi restano positive ma si sono indebolite rispetto a novembre, riflettendo una maggiore incertezza sul quadro macroeconomico e sulle politiche commerciali. (5) (6)

Cina: manifattura torna marginalmente in espansione, servizi in ulteriore rallentamento

» L'indice **PMI composito** è salito a **51.3** (da 51.2) a dicembre, indicando una moderata espansione dell'attività economica complessiva. Il miglioramento è stato sostenuto da una ripresa, seppur marginale, della **manifattura** tornata sopra la soglia di espansione a **50.1** (da 49.9), grazie alla crescita della produzione e dei nuovi ordini, trainati principalmente dalla domanda interna, a fronte di un nuovo calo degli ordini esteri. I **servizi** hanno lievemente rallentato a **52.0** (da 52.1), penalizzati dalla contrazione delle commesse estere. In entrambi i settori, sul fronte dei prezzi si è accentuata la divergenza tra l'aumento dei costi di input e la riduzione dei prezzi di vendita, soprattutto nei servizi, a causa dell'elevata concorrenza. Le aspettative per i prossimi dodici mesi sono tuttavia migliorate, con un rafforzamento della fiducia in entrambi i settori. (7) (8)

» A dicembre, l'indice **composito globale** è diminuito a **52.0** (da 52.7). Entrambi i settori hanno registrato un calo: la **manifattura** a **50.9** (da 50.5) e i **servizi** a **52.4** (da 53.3). (9) (10)

Grafico 9: PMI Eurozona

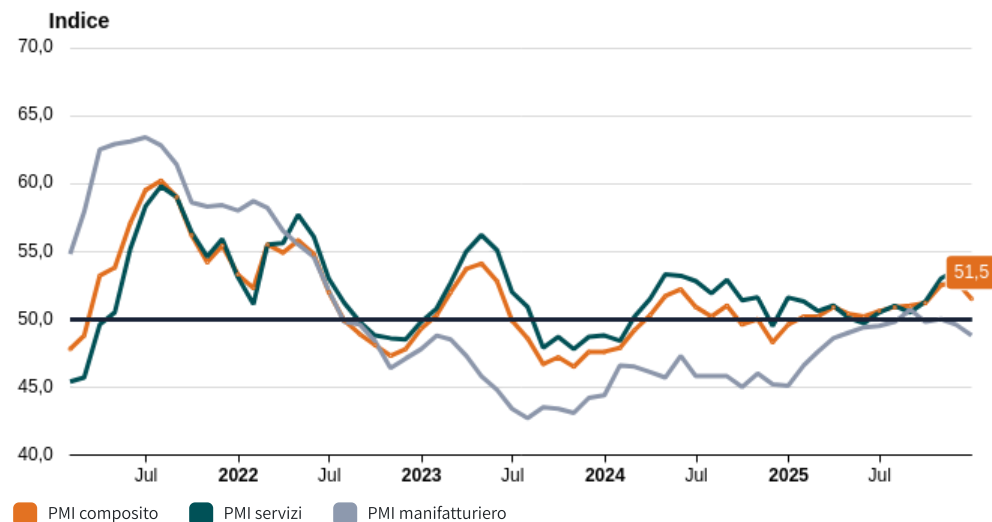
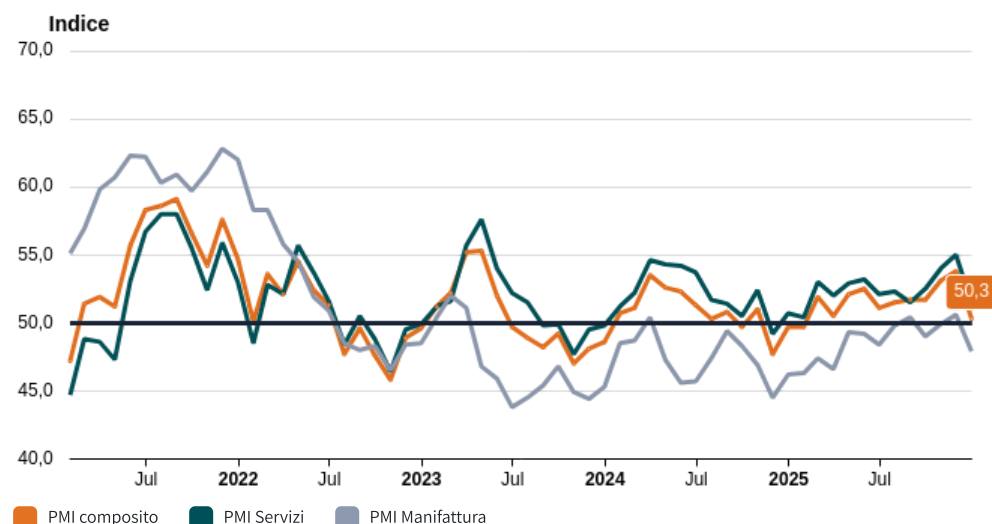


Grafico 10: PMI Italia



La politica monetaria: central bank snapshot

European Central Bank

Interest Rate Policy

- Deposit facility rate: 2,00%
- Main refinancing operations: 2,15%
- Marginal lending facility: 2,40%

• Ultimo cambiamento: Giugno 2025 (-25bps)

Cambiamento precedente:

- Gennaio, Marzo, Aprile 2025 (-25bps)
- Giugno, Settembre, Ottobre, Dicembre 2024 (-25bps)
- Maggio, Giugno, Luglio, Settembre 2023 (+25bps)
- Dicembre 2022, Febbraio, Marzo 2023 (+50bps)
- Settembre e Ottobre 2022 (+75bps)
- Luglio 2022 (+50bps, deposit rate 0%)
- Tassi negativi dal 2014

Azioni di politica monetaria

- La BCE ha lasciato **invariati i tre tassi** di riferimento della banca centrale nel meeting del **18 dicembre**.

• Prossime riunioni: 5 febbraio e 19 marzo 2026

Dopo i quattro tagli dei tassi di un quarto di punto effettuati nel primo semestre del 2025, la BCE ha mantenuto i tassi invariati nelle ultime due riunioni. La Lagarde ha sottolineato nuovamente che ci troviamo in una **“buona posizione”** per affrontare l'incertezza dei prossimi mesi e, inoltre, la decisione ha riflesso l'andamento dell'inflazione rimasta vicina al target del 2% per diversi mesi. Per quanto riguarda il percorso tassi dell'anno corrente, non sono previste variazioni: il mercato non sconta tagli nei prossimi 12 mesi. Le attese sulla crescita per il 2026 sono state riviste al rialzo, grazie al rafforzamento della domanda interna che insieme agli investimenti hanno trainato la crescita del terzo trimestre 2025 (+0,3% t/t). Tuttavia, il contesto internazionale è rimasto volatile e i **rischi** per crescita e inflazione sono **ancora elevati**. (1)

Head of Central Bank
Christine Lagarde

Federal Reserve

Interest Rate Policy

- Federal Funds Rates: 3,50% - 3,75%

• Ultimo cambiamento: Dicembre 2025 (-25bps)

Cambiamento precedente:

- Settembre, Ottobre 2025 (-25bps)
- Novembre, Dicembre 2024 (-25bps)
- Settembre 2024 (-50bps)
- Febbraio, Marzo, Luglio 2023 (+25bps)
- Dicembre 2022 (+50bps)
- Giugno, Luglio, Settembre, Novembre 2022 (+75bps)
- Maggio 2022 (+50bps)

Azioni di politica monetaria

- La FED ha **tagliato di 25 punti base** i tassi nella riunione del **10 dicembre**.

• Prossime riunioni: 28 gennaio e 18 marzo 2026

A partire da settembre 2025, la FED ha effettuato tre riduzioni dei tassi di interesse, ciascuna di 25 punti base. Le decisioni sono state motivate dai rischi al ribasso per il mercato del lavoro e da un'inflazione elevata. **Per il 2026, il percorso dei tassi è incerto**. Data l'assenza di sorprese significative nei recenti dati sull'inflazione (2,7% a dicembre) e sull'occupazione (tasso di disoccupazione al 4,4% a dicembre), il mercato non sconta tagli dei tassi nella prossima riunione di gennaio. Tuttavia, la pressione dell'amministrazione Trump per ulteriori riduzioni potrebbe influenzare le scelte di politica monetaria, soprattutto se il nuovo presidente della FED, che sarà nominato dopo la fine del mandato di Powell a maggio, fosse in linea con tali posizioni. Questo scenario ha sollevato **interrogativi sull'indipendenza della banca centrale**. (2) (3)

Head of Central Bank
Jerome Powell

Bank of England

Interest Rate Policy

- Bank rate: 3,75%

• Ultimo cambiamento : Dicembre 2025 (-25bps)

Cambiamento precedente:

- Febbraio, Maggio, Luglio, Agosto 2025 (-25bps)
- Novembre 2024 (-25bps)
- Agosto 2024 (-25 bps)
- Marzo, Maggio, Agosto 2023 (+25bps)
- Dicembre 2022, Febbraio 2023 (+50bps)
- Novembre 2022 (+75bps)
- Agosto, Settembre 2022 (+50bps)
- Maggio, Giugno 2022 (+25bps)

Azioni di politica monetaria

- La BoE ha **tagliato di 25 punti base i tassi** nella riunione del **18 dicembre**.

• Prossime riunioni: 5 febbraio e 19 marzo 2026

L'**indebolimento dell'attività economica** (-0,1% t/t nel 3Q 2025) e l'**indebolimento del mercato del lavoro**, con un tasso di disoccupazione ai massimi storici (5,1% a ottobre), hanno spinto la Bank of England a ridurre i tassi cinque volte nel corso del 2025. La politica espansiva è stata resa possibile dal rallentamento dell'inflazione che, pur rimanendo elevata, ha mostrato segnali di rallentamento negli ultimi mesi (+3,2% a novembre), riducendo i rischi legati a una sua persistenza. L'eventuale ulteriore allentamento della politica monetaria dipenderà dall'evoluzione delle prospettive di inflazione e dalla sostenibilità del ritorno al target del 2%. (4)

Head of Central Bank
Andrew Bailey

Bank of Japan

Interest Rate Policy

- Policy deposit rate: 0,75%

• Ultimo cambiamento : Dicembre 2025 (+25bps)

Cambiamento precedente:

- Gennaio 2025 (+25bps)
- Luglio 2024 (+15bps)
- Marzo 2024 (+10bps, 0-10%)
- Gennaio 2016: Tassi negativi dal 2016 a -0,10%

Azioni di politica monetaria

- La BoJ ha **aumentato di 25 punti base** il tasso di riferimento nella riunione del **19 dicembre**.

• Prossime riunioni: 23 gennaio e 19 marzo 2026

Nel 2025 la BoJ ha portato i **tassi al livello più alto degli ultimi trent'anni**, avviando la normalizzazione della politica monetaria dopo un lungo periodo di tassi prossimi allo zero. La BoJ ha mostrato **maggiore fiducia** nel raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2%, da quasi quattro anni sopra il target (2,9% a novembre 2025). La politica monetaria si scontra con la linea chiaramente espansiva sul fronte fiscale del nuovo governo Takaichi, che prevede stimoli rilevanti per difesa, sostegno ai redditi e investimenti strategici. Nel terzo trimestre 2025 il PIL ha registrato una crescita negativa (-0,6% t/t). Questo contesto ha prodotto un ulteriore deprezzamento dello yen contro l'euro e il dollaro, aumentando la probabilità di intervento da parte delle autorità monetarie nel corso del 2026. (5) (6)

Head of Central Bank
Kazuo Ueda

La logistica e il commercio mondiale

Italia: quarto esportatore mondiale, spodestando il Giappone

» Nel **periodo gennaio-novembre 2025** la bilancia commerciale italiana ha registrato un surplus pari a €44,7 miliardi, in aumento del +3,7% rispetto allo stesso periodo del 2024. Il dato ha segnalato un incremento dell'avanzo, dovuto principalmente all'aumento delle esportazioni (+3,1% a/a pari a €591 miliardi) che ha compensato l'aumento delle importazioni (+3,1% a/a pari a €547 miliardi). Dai dati emerge una marcata riduzione del deficit commerciale con i paesi dell'Unione europea, in calo del -60% nei primi undici mesi dell'anno (pari a -3 miliardi) rispetto allo stesso periodo del 2024.

» La solidità del commercio estero nel 2025 rafforza il posizionamento internazionale dell'Italia. Secondo l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, nel terzo trimestre le esportazioni italiane hanno superato quelle giapponesi, portando il Paese al **quarto posto tra gli esportatori mondiali** dopo Cina, USA e Germania, con circa il 5% del commercio globale. L'Italia si conferma grande potenza europea nell'export, seconda solo alla Germania. (1)

Negli USA, deficit comeciale in aumento nonostante i dazi

» Il **deficit commerciale** statunitense a ottobre si è ridotto a \$29,4 miliardi, rispetto ai \$48,1 miliardi di agosto, grazie alla crescita delle esportazioni (+2,6% m/m) e alla contrazione delle importazioni (-3,2% m/m). Tuttavia, una lettura più ampia dei dati suggerisce un quadro meno favorevole. Su base cumulata, **nei primi dieci mesi del 2025** il disavanzo commerciale ha raggiunto \$782 miliardi di dollari, in aumento del +7,7% rispetto allo stesso periodo del 2024, nonostante esportazioni in crescita del +6,3% a/a (\$2,9 trilioni). L'incremento delle importazioni, pari al +6,6% a/a e superiore a quello dell'export, ha infatti spinto il valore complessivo degli acquisti dall'estero a \$3,6 trilioni. In questo contesto, l'ampliamento del deficit su base annua solleva **interrogativi sull'efficacia della politica commerciale restrittiva** adottata dall'amministrazione Trump, suggerendo che l'introduzione dei dazi non sia riuscita a contenere in modo strutturale lo squilibrio commerciale. (3)

Cina, chiude il 2025 con un surplus commerciale record di 1,2 trilioni

» Nonostante le forti pressioni commerciali che hanno caratterizzato il 2025, in seguito alla nuova politica commerciale dell'amministrazione Trump, la Cina ha registrato un surplus record di quasi \$1,2 trilioni nel corso del 2025 (+20% rispetto al 2024). Questo risultato è stato trainato dal **boom delle esportazioni verso mercati non statunitensi**, come Sud-est asiatico, Africa e America Latina. Tale scelta ha mitigato l'impatto dei dazi imposti dagli Stati Uniti. Nel complesso, durante tutto il 2025 le esportazioni sono aumentate del +5,5% a/a, rispetto al +5,8% del 2024, mentre le importazioni sono rimaste stabili rispetto al 2024 (+1,1%). Le tensioni con Washington, attenuatesi dopo il recente accordo commerciale, potrebbero riaccendersi: Trump ha infatti minacciato di introdurre un **dazio aggiuntivo del 25% sui beni provenienti da Paesi che intrattengono rapporti con l'Iran**, tra cui Cina e India, principali partner commerciali di Teheran.

» A dicembre si è registrata una maggiore pressione sul commercio globale, come suggerito dall'aumento del **Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)**, salito sopra la media storica (+0,51). L'aumento non segnala un deterioramento improvviso, ma deriva in parte dal confronto con novembre e ottobre caratterizzati da dati incompleti, a causa dello shutdown del governo americano.

Grafico 11: Italia, esportazioni e importazioni

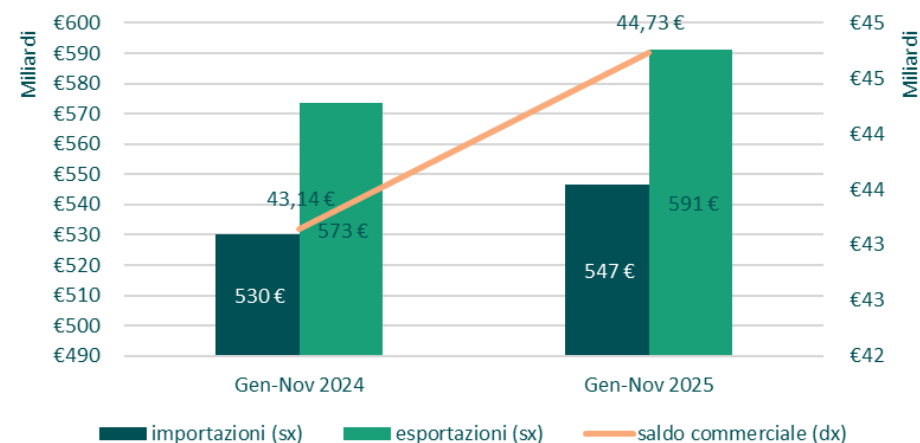


Grafico 12: Global Supply Chain Pressure Index

Deviazione standard, dati mensili



Tassi di interesse

Grafico 13 (a): BTP 10Y e BTP 2Y

Il rendimento del BTP benchmark con scadenza 10 anni si attesta al 3,40% al 14/01/2026 (da 3,50% al 16/12/2025). Il rendimento del BTP a 2 anni è risultato in lieve calo a 2,2% al 13/01/2026 (da 2,3% al 16/12/2025).

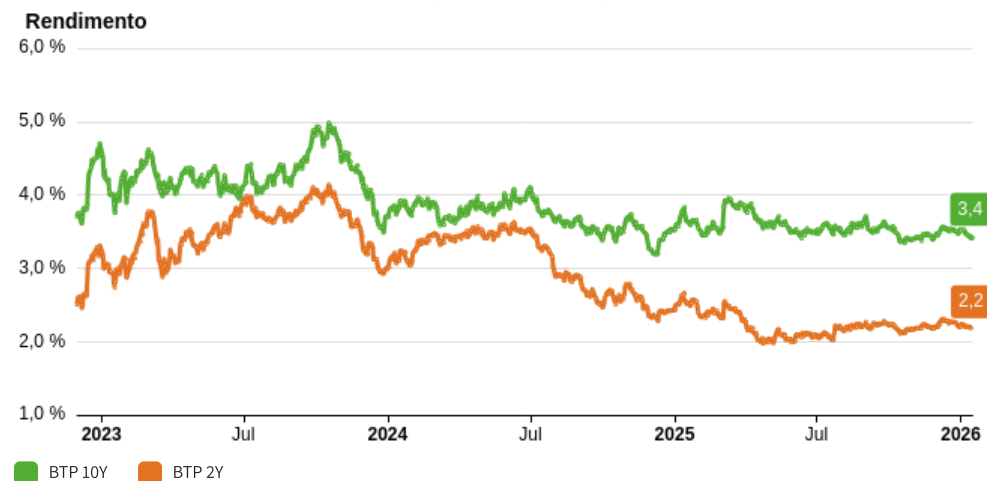


Grafico 13 (b): Titoli di Stato a 10Y Area Euro

Al 13/01/2026 il Bund tedesco si attesta al 2,81% (dal 2,85% al 16/12), il titolo OAT francese al 3,52% (dal 3,55%), il decennale spagnolo al 3,25% (dal 3,29%), il 10Y portoghese al 3,14% (da 3,19%), il decennale greco al 3,37% (dal 3,46%).

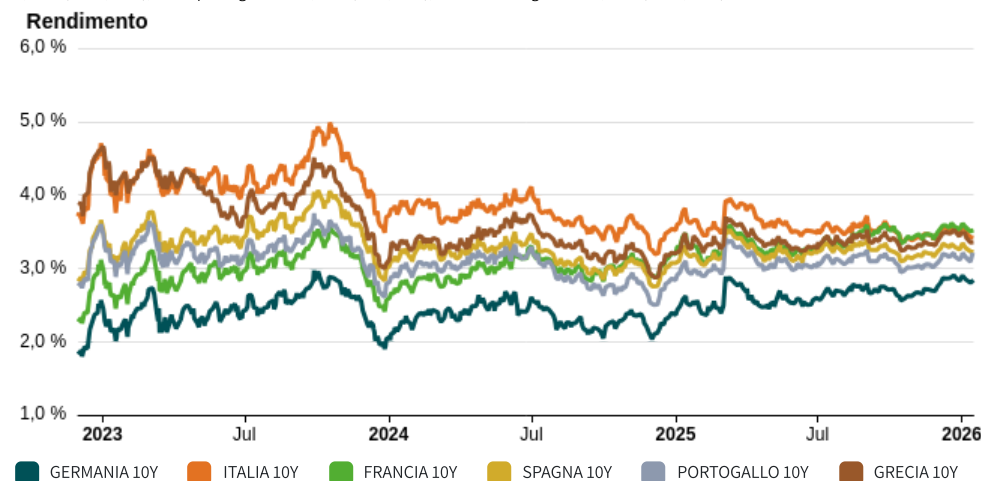


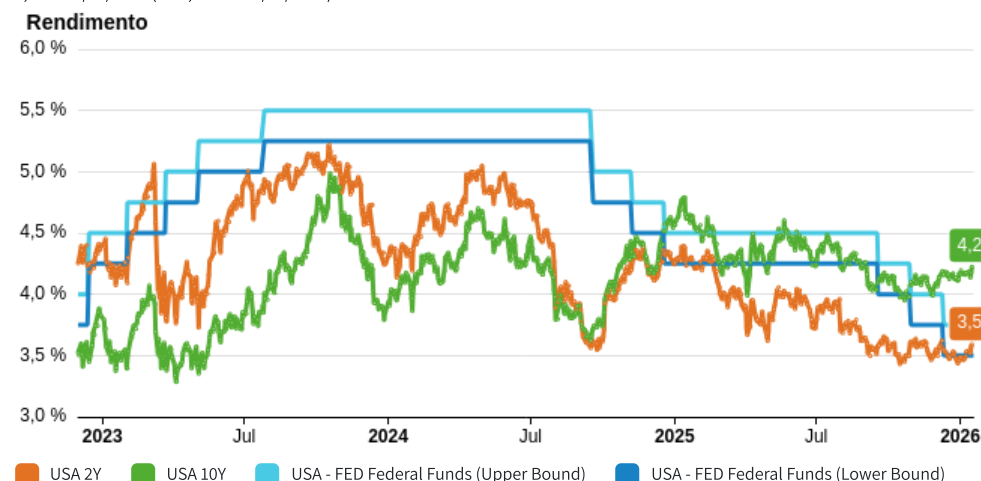
Grafico 13 (c): Spread BTP-BUND e OAT-BUND

Il differenziale di rendimento tra il titolo di Stato decennale italiano e quello tedesco continua a diminuire, toccando i livelli più bassi dal 2010. Lo Spread BTP-BUND si attesta a 62,97 bps al 13/01/2026 (da 66,09 bps al 16/12/2025). Lo Spread OAT-BUND si attesta a 68,00 al 13/01/2026 (da 70,60 al 16/12/2025), mantenendosi sopra il differenziale BTP-BUND.



Grafico 13 (d): US Treasury 2Y e 10Y. Fed Funds

Il rendimento del titolo a due anni si attesta al 3,55% al 13/01/2026 (da 3,50% al 16/12/2025), mentre i tassi del decennale risultano a 4,18 al 13/01/2026 (da 4,15% al 16/12/2025).



Tassi di interesse e valute

Grafico 14 (a): Cambio EUR/USD

Il tasso di cambio EUR/USD si attesta a 1,16 al 13/01/2026 (da 1,18 al 16/12/25).



Grafico 14 (b): Cambio Euro/Yen

Il cambio EUR/JPY si è attestato a 185,28 il 13/01/2026 (da 181,74 il 16/12/2025), continuando a riflettere una forte debolezza della moneta giapponese.



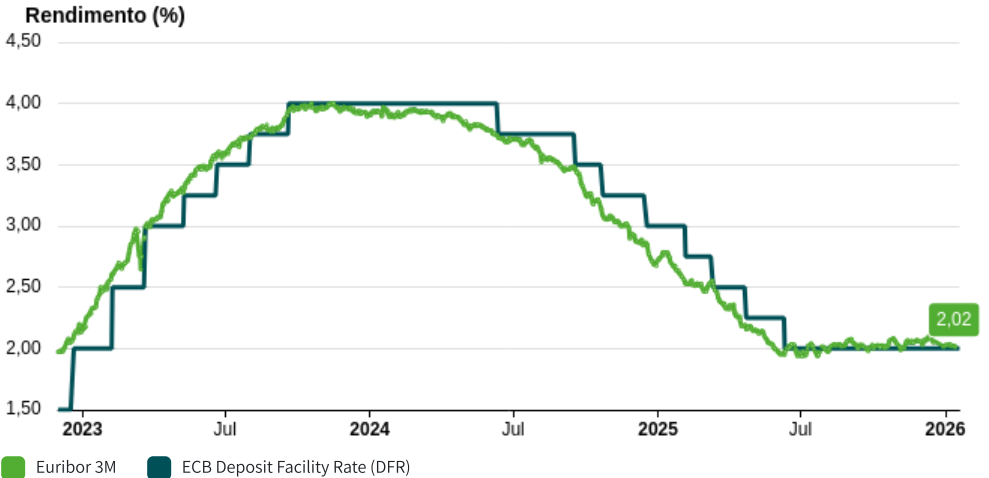
Grafico 14 (c): EUR IRS 10Y

Il tasso di rendimento EUR IRS a 10 anni si attesta a 2,86 al 13/01/2026 (da 2,93 al 16/12/2025).



Grafico 14 (d): Euribor 3M e Tasso di Deposito BCE

L' EURIBOR 3 mesi è calato a 2,02% al 12/01/2026 (da 2,07% al 15/12/2025). Tasso BCE sui depositi fermo al 2% dopo il taglio di 25 punti base del 5 giugno.



Fonte: (2) Reuters, Bank of Japan to take interest rates to 30-year high, 16/12/2025; Trading Economics (a) EURUSD; (b) EurYen; (c) Eur Annual 10Y; (d) Euribor 3M; European Central Bank

Materie Prime

Grafico 15 (a): Petrolio WTI

Il prezzo del WTI è tornato a crescere a \$61,2 al 13/01/2026 (da \$55,3 al 16/12/2025), come conseguenze delle recenti tensioni in Iran. Diversamente, la reazione del mercato è stato piuttosto fredda dopo la crisi in Venezuela, culminata con l'arresto del presidente Maduro da parte degli Stati Uniti: nonostante il Paese possieda le riserve di greggio più abbondanti al mondo, la produzione attuale rappresenta appena lo 0,8% del totale mondiale. Il greggio venezuelano, pesante e particolarmente adatto alle raffinerie americane, assume un valore strategico per gli USA, ma il ripristino dell'industria necessita di investimenti miliardari e tempi lunghi di implementazione.



Grafico 15 (c): Oro

L'Oro si attesta a \$4.586 al 13/01/2025, in aumento rispetto ai \$4.303 del 16/12/2025, dopo aver raggiunto un record storico a \$4.600 nei giorni precedenti. Il rialzo del prezzo dell'oro è sostenuto dal clima di incertezza globale, dalle persistenti tensioni geopolitiche e dalla recente apertura di un'indagine penale da parte del Dipartimento di Giustizia americano nei confronti di Jerome Powell. Il presidente della FED ha percepito questa mossa come un tentativo di limitare l'autonomia della FED nel fissare i tassi e ha sottolineato che le decisioni della banca centrale si basano esclusivamente sull'interesse pubblico e non sulle preferenze politiche.



Grafico 15 (b): Gas Naturale

Il Gas TTF è aumentato a €31,13 per mwh al 13/01/2026 (da €26,8 per mwh al 16/12/2025). L'aumento del prezzo del gas dipende dalle recenti tensioni geopolitiche che hanno coinvolto l'Iran, aggravando il quadro geopolitico già complesso. Teheran è scossa da manifestazioni interne per la grave crisi economica che sta travolgendo il Paese.



Grafico 15 (d): Argento

Da diversi mesi l'attenzione degli operatori si è spostato sull'argento che ha registrato un sensibile aumento a \$89,8 per oncia al 15/01/2026, crescendo del +40% in un mese (da \$64 il 16/12/2025), attestandosi ai massimi storici.



Fonte: Trading Economics: (a) Petrolio WTI, (b) ICE Endex Dutch TTF Natural Gas Futures Contract, (c) Oro; (d) Argento.

Glossario

- » **BDI: Il Baltic Dry Index** (BDI) è un indice che misura l'andamento dei costi di trasporto e dei noli delle navi che trasportano merci "dry bulk cargo" (cioè merci sfuse secche). Nonostante il nome, il BDI raccoglie dati da numerose rotte internazionali, non solo quelle del Mar Baltico. È spesso considerato un indicatore dell'attività economica, poiché riflette la domanda e l'offerta di materie prime utilizzate nella produzione.
- » **CORE INFLATION:** Misura dell'inflazione generale al netto dell'energia, degli alimentari freschi, degli alcolici e dei tabacchi. Come l'inflazione di fondo, questo metodo permette di valutare meglio la tendenza inflazionistica sottostante, escludendo le fluttuazioni temporanee dovute ai prezzi di questi prodotti.
- » **CPI: Il Consumer price index** (CPI), dall'inglese indice dei prezzi al consumo, è un indice che viene calcolato per mezzo di una media ponderata dei prezzi relativi ad un paniere (insieme) di beni e servizi in un determinato periodo di tempo.
- » **GSPCI: Il Global Supply Chain Pressure Index**, è un indicatore sviluppato dalla Federal Reserve Bank di New York per misurare la pressione esercitata sulle catene di approvvigionamento globali. Questo indice integra dati relativi a trasporto, produzione e altre variabili per fornire una valutazione delle condizioni della supply chain globale.
- » **HICP: Harmonised Indices of Consumer Prices** (Indice armonizzato dei prezzi al consumo), misura la variazione nel tempo dei prezzi dei beni di consumo e dei servizi acquistati dalle famiglie dell'**Area Euro**. È "armonizzato" perché tutti i Paesi dell'Unione Europea seguono la stessa metodologia, permettendo il confronto tra i dati di un Paese con un altro.
- » **IFO BUSINESS CLIMATE INDEX:** è un **indicatore anticipatore** dell'attività economica tedesca, misurando il sentiment aziendale attraverso interviste ad aziende del settore manifatturiero, edile, commercio all'ingrosso e al dettaglio sulla loro attuale situazione aziendale e sulle aspettative per i prossimi sei mesi.
- » **ISM PMI:** I Purchasing Managers' Index sono indicatori economici pubblicati mensilmente dall'**Institute for Supply Management (ISM)**, che misura l'andamento dell'attività economica nei settori manifatturiero e dei servizi negli Stati Uniti. Si basano su sondaggi mensili condotti tra dirigenti degli acquisti e della supply chain di aziende distribuite su tutto il territorio nazionale. Gli indici, espressi su una scala da 0 a 100, segnalano un'espansione dell'attività economica se superano la soglia dei 50 punti, mentre valori inferiori indicano una fase di contrazione.
- » **INDICE DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE:** Numero indice che misura la variazione nel tempo del volume fisico della produzione dell'industria in senso stretto, escluso cioè il settore delle costruzioni, tenendo conto degli effetti legati alla diversa durata e composizione dei mesi.
- » **INFLAZIONE DI FONDO:** Misura dell'inflazione generale al netto dell'energia e degli alimentari freschi, essendo le componenti più volatili. Questo metodo permette di valutare meglio la tendenza inflazionistica sottostante, escludendo le fluttuazioni temporanee dovute ai prezzi di questi prodotti.
- » **NFP: I Non Farm Payrolls** (NFP) sono un rapporto mensile pubblicato negli **Stati Uniti** che misura il numero di posti di lavoro creati o persi nel settore non agricolo (escludendo i settori come l'agricoltura, le aziende governative, le organizzazioni non-profit e i dipendenti domestici). È uno degli indicatori economici più seguiti, poiché fornisce informazioni cruciali sulla salute del mercato del lavoro e sull'economia in generale.
- » **NIC:** Indice dei prezzi al consumo italiano NIC (**Indice Nazionale dei Prezzi al Consumo per l'intera collettività**), misura l'inflazione a livello dell'intero sistema economico; in altre parole considera l'Italia come se fosse un'unica grande famiglia di consumatori, all'interno della quale le abitudini di spesa sono ovviamente molto differenziate. Per gli organi di governo il NIC rappresenta il parametro di riferimento per la realizzazione delle politiche economiche.
- » **PCE: Il Personal Consumption Expenditure** è un indice dei prezzi delle spese per consumi personali, pubblicato dal Bureau of Economic Analysis (BEA) e riguarda unicamente l'economia statunitense. Rappresenta un'alternativa al CPI per misurare l'inflazione ed è il parametro preferito dalla Federal Reserve per le sue decisioni di politica monetaria. Tiene conto dei cambiamenti nei comportamenti di spesa dei consumatori.
- » **PIL: Il Prodotto Interno Lordo** rappresenta il valore complessivo dei beni e servizi finali prodotti all'interno di un Paese in un determinato periodo di tempo. È calcolato come la produzione totale delle unità residenti, al netto dei consumi intermedi e comprensiva dell'IVA e delle imposte indirette sulle importazioni. Il PIL include i consumi delle famiglie, gli investimenti delle imprese e delle famiglie in beni strumentali e immobili, la spesa pubblica delle amministrazioni statali e locali, nonché il saldo delle esportazioni nette, cioè la differenza tra esportazioni e importazioni di beni e servizi.
- » **PMI: I Purchasing Managers' Index** (PMI) sono indicatori anticipatori che misurano la dinamica dell'attività economica nei settori manifatturiero, dei servizi e delle costruzioni, pubblicati da S&P Global. Si basano su sondaggi mensili condotti tra i responsabili degli acquisti di un campione rappresentativo di aziende, i quali forniscono valutazioni sull'andamento della produzione, degli ordini, dei prezzi, dell'occupazione e delle aspettative future. Gli indici, espressi su una scala da 0 a 100, segnalano un'espansione dell'attività economica se superano la soglia dei 50 punti, mentre valori inferiori indicano una fase di contrazione. Per la tempestività con cui riflette i cambiamenti congiunturali, i PMI sono considerati uno degli strumenti più utilizzati per monitorare lo stato di salute dell'economia.
- » **SPREAD:** Differenziale tra il rendimento del BTP con scadenza a 10 anni e il corrispettivo titolo di Stato tedesco a dieci anni.
- » **TPU INDEX: Trade Policy Uncertainty** (incertezza della politica commerciale), si riferisce al livello di incertezza percepito dalle imprese e dai consumatori riguardo alle politiche commerciali future, come dazi doganali, norme di commercio internazionale, e accordi commerciali. L'indice viene calcolato contando la frequenza mensile degli articoli che discutono dell'incertezza della politica commerciale (come percentuale del numero totale di articoli di cronaca) per ciascun giornale. In generale, il metodo prevede di identificare parole chiave relative come "tariffe", "dazi", "accordi commerciali" e "incertezza".
- » **WCI: Il World Container Index** (WCI) è un indicatore che traccia l'andamento delle tariffe di trasporto dei container sulle principali rotte commerciali mondiali. È essenzialmente un metro per misurare l'andamento dei costi di trasporto marittimo dei container, fornendo un'immagine di come i prezzi si muovono nel mercato.

Disclaimer

La presente pubblicazione è prodotta da BPER Banca S.p.A. La medesima è rivolta al pubblico indistinto ed ha contenuto di carattere informativo. Eventuali riferimenti a prodotti o servizi sono da intendersi con finalità meramente divulgativa e non costituiscono offerta commerciale. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come offerta, raccomandazione o consulenza in materia di investimenti per l'acquisto, la vendita o il mantenimento di alcun tipo di prodotto finanziario. Le informazioni e le opinioni contenute nella presente pubblicazione sono fornite da BPER Banca S.p.A. in buona fede, in via autonoma e indipendente e si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse. Tali informazioni e opinioni sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e sono pertanto suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, senza alcun obbligo da parte di BPER Banca S.p.A. di comunicare tali modifiche a coloro che abbiamo fruito in precedenza del contenuto del documento. Gli interessati dovranno effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Qualsiasi eventuale riferimento nella presente pubblicazione a rendimenti passati, così come qualsiasi valutazione o altra informazione dai medesimi ricavata è a scopo esclusivamente illustrativo e non è da considerarsi indicatore affidabile di andamenti futuri. Il contenuto della presente pubblicazione non è diretto a, né utilizzabile da, qualunque persona fisica o giuridica che sia cittadino o residente o che si trovi in qualsiasi località, Stato, Paese o altra giurisdizione in cui tale pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sarebbero contrari a leggi o regolamenti ovvero obbligherebbero BPER Banca S.p.A. all'acquisizione di permessi, autorizzazioni o licenze in tale giurisdizione. BPER Banca S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del contenuto della presente pubblicazione e/o dalle eventuali scelte di investimento effettuate dai fruitori della medesima. Il presente documento non potrà essere distribuito, riprodotto anche parzialmente o pubblicato in assenza di specifica autorizzazione scritta di BPER Banca S.p.A.

Documento basato sulle informazioni disponibili al 19 gennaio 2026.

BPER:

Grazie

Ufficio Studi, Ricerche e Innovazione - ufficiostudi@bper.it