

BPER:

Macroeconomic challenges

Analisi macroeconomica mensile: 02/2026

Ufficio Studi, Ricerche e Innovazione
Direzione Pianificazione e Controllo

Milano, 13 febbraio 2026

Overview

ANDAMENTO DEL PIL NEL 2025: IN CRESCITA ITALIA ED EUROZONA

» Nel quarto trimestre del 2025 il **PIL italiano** ha registrato un lieve miglioramento (+0,3% t/t), portando ad una crescita del PIL nell'intero 2025 del +0,7%, in linea con le nostre stime. Il miglioramento nel trimestre ha riflesso una crescita in tutti i principali comparti, in particolare nell'agricoltura e nell'industria. Dal lato della domanda, il trimestre ha evidenziato un contributo positivo della componente nazionale (al lordo delle scorte) e un apporto negativo della componente estera netta. Il risultato ha posto le basi per una crescita acquisita per il 2026 pari al +0,3%. L'economia dell'**Eurozona** ha chiuso il 2025 con un segnale di moderata solidità, nel quarto trimestre il PIL è infatti aumentato del +0,3% t/t, portando la crescita annua al +1,5%. Anche tra i principali Paesi dell'area si è osservato un quadro complessivamente positivo: la Germania è tornata a crescere, seppure in modo contenuto, la Francia ha consolidato un'espansione vicina all'1% e la Spagna ha mostrato una performance superiore alla media dell'area. (1) (2)

BANCHE CENTRALI: TASSI FERMI NEI PRIMI DUE MESI DEL 2026

» La **Banca Centrale Europea (BCE)** ha mantenuto invariato il tasso di deposito al 2,0% nell'ultima riunione del 5 febbraio 2026, alla luce di un'inflazione in linea con il target da diversi mesi e un'economia che ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta. Secondo la BCE, gli investimenti delle imprese dovrebbero consolidarsi ulteriormente, per la maggior parte destinati alle nuove tecnologie digitali (correlati all'IA). Durante la riunione, il Consiglio ha discusso dei recenti sviluppi del mercato valutario, riconoscendo che un Euro più forte potrebbe contribuire a ridurre l'inflazione. Tuttavia, ha precisato che i movimenti e la volatilità dell'euro osservati di recente restano entro gli intervalli storici, e che l'apprezzamento passato dell'Euro è già pienamente incorporato nelle attuali proiezioni di base della BCE. Inoltre, la Lagarde ha sottolineato l'importanza di promuovere una maggiore integrazione dei mercati dei capitali, l'unione bancaria e adottare rapidamente il regolamento sull'istituzione dell'euro digitale.

» Nella riunione del 28 gennaio 2026 il Comitato della banca centrale americana, **Federal Reserve (FED)**, ha mantenuto invariata la fascia obiettivo per il tasso dei Fed Funds al 3,50-3,75%. La decisione permette alla FED di restare ben posizionata per gestire i rischi in un contesto di crescita solida, disoccupazione stabile e inflazione ancora elevata. Gli ultimi dati del mercato del lavoro suggerirebbero che la FED potrebbe avere margini per mantenere i tassi invariati nelle prossime riunioni. Inoltre, Powell ha ribadito con forza l'indipendenza della FED, avvertendo che le pressioni politiche minerebbero la credibilità dell'istituto. Il 30 gennaio, il Presidente Trump ha nominato Kevin Warsh come prossimo presidente della FED. La nomina potrebbe influenzare le decisioni di politica monetaria: Warsh ha una reputazione da "falco", pertanto potrebbe essere più focalizzato sul contenimento dell'inflazione rispetto alla crescita. (3) (4) (5)

VOLATILITÀ SUL MERCATO VALUTARIO E DELLE MATERIE PRIME

» Le tensioni sul mercato valutario riflettono un contesto globale in cui politica fiscale, credibilità istituzionale e flussi finanziari sono sempre più intrecciati. Un primo fattore chiave arriva dal Giappone. Le elezioni anticipate dell'8 febbraio hanno consegnato una netta vittoria al Partito Liberal Democratico guidato dalla premier Takaichi, rafforzando il mandato per l'attuazione di una politica fiscale espansiva. L'annuncio del programma espansivo aveva già alimentato tensioni sul mercato dei titoli di Stato nipponici: il rendimento del titolo a 40 anni ha raggiunto il 4,2% (20/01), mentre lo Yen si è indebolito. In questo contesto, la Federal Reserve di New York ha effettuato un "*rate check*", alimentando le ipotesi di un coordinamento tra Washington e Tokyo per sostenere la valuta giapponese e il mercato del debito USA. Questa manovra ha sostenuto il **cambio Dollaro/Yen** solo temporaneamente, dopo la vittoria elettorale di Takaichi i rendimenti sono tornati a salire e lo yen ha ripreso a deprezzarsi. Queste dinamiche hanno riflessi diretti sugli Stati Uniti: il Giappone è il principale detentore estero di debito pubblico americano e rendimenti domestici più elevati potrebbero ridurre l'interesse degli investitori nipponici per i Treasury e per il carry trade, indebolendo la domanda di asset in dollari. Sul fronte statunitense, il dollaro ha attraversato una fase di volatilità. A fine gennaio l'indice del dollaro è sceso ai minimi pluriennali, dopo che Donald Trump aveva minimizzato il calo, evidenziando i benefici di una valuta debole per le esportazioni. Le successive rassicurazioni del Segretario al Tesoro Bessent hanno favorito un parziale recupero. Per molti investitori, tuttavia, la debolezza del dollaro riflette timori più profondi legati alla credibilità istituzionale e all'autonomia della Federal Reserve. Altri segnali restano più rassicuranti: i mercati azionari statunitensi continuano a toccare nuovi massimi e i rendimenti dei Treasury rimangono relativamente contenuti, indicando una domanda ancora solida. Un'ulteriore spiegazione riguarda le coperture valutarie degli investitori stranieri, accelerate dopo l'annuncio delle nuove tariffe commerciali. In questo caso, la pressione sul dollaro riflette più una crescente esigenza di protezione che una fuga dagli asset americani. In questo contesto, il **cambio Euro/Dollaro** è tornato a salire fino a 1,19 (9/02), trainato dall'indebolimento del dollaro. A completare il quadro, le autorità cinesi hanno consigliato di limitare la partecipazione agli acquisti di titoli di Stato americani, aggiungendo un ulteriore elemento di incertezza a un mercato valutario già volatile. (6) (7) (8) (9)

» La volatilità elevata si concentra anche sulle materie prime. L'**oro**, dopo il calo repentino sotto i 4.700 dollari a fine gennaio, è tornato a salire e potrebbe tornare sui massimi storici. Le tensioni geopolitiche sostengono anche il **petrolio**: le pressioni di Trump su Teheran hanno contribuito al rialzo del WTI (intorno ai \$64 il 9/02). Elevata volatilità anche sull'**argento**, che dopo il picco a \$116 di fine gennaio e la discesa sotto i \$79, è risalito verso quota \$80. Tali dinamiche su valute e materie prime potrebbero avere impatti sull'inflazione e dunque sulle decisioni delle banche centrali.

La congiuntura economica in sintesi

Area Euro

- Il **PIL nel quarto trimestre 2025** ha registrato una crescita del **+0,3% t/t** (da +0,3%) e del **+1,3% a/a** (da +1,4%). Complessivamente, l'Eurozona ha registrato una crescita del **+1,5% full year** nel 2025 ed è stata eterogenea tra i principali paesi: in **Germania** del +0,2% FY (da -0,5% 2024), in **Spagna** +2,8% FY (da +3,5% nel 2024) e in **Francia** +0,9% FY (da +1,1% nel 2024).
- A **gennaio**, l'**Inflazione** è calata al **+1,7% a/a** (da +2,0%). Anche l'inflazione *core* è lievemente diminuita al **+2,2% a/a** (da 2,3%). Nei principali Paesi dell'area euro, l'inflazione è diminuita in **Spagna** (+2,4% a/a) e in **Francia** (+0,3% a/a), mentre è aumentata in **Germania** (+2,1% a/a).
- Il **Tasso di disoccupazione** a **dicembre** è calato al **6,2%** (da 6,3%), con **10,8 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 **10,0%**.
- 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 **gennaio** è calato a **51.3** (da 51.5), trainato dai **servizi** a **51.6** (da 52.4), mentre la **manifattura** è migliorata a **49.5** (da 48.8). Il PMI composito è cresciuto in **Germania** a **52.1** (da 51.3), mentre è calato in **Francia** a **49.1** (da 50.0) e in **Spagna** a **52.9** (da 55.6).

Italia

- Il **PIL nel quarto trimestre 2025** è cresciuto rispetto al trimestre precedente del **+0,3% t/t** (da +0,2%) e su base annua del **+0,8% a/a** (da +0,6%). La **crescita acquisita** per l'intero **2025** è stata del **+0,7%**.
- A **gennaio**, l'**inflazione italiana (NIC)** è lievemente aumentata a **+1,0% a/a** (da +1,0%) ed è aumentata del +0,4% m/m (da +0,2%). La componente di fondo, che esclude energetici e alimentari freschi, è rimasta stabile al **+1,8% a/a**.
- A **dicembre**, il **tasso di disoccupazione** è leggermente calato al 5,6% (da 5,7%), con un totale di **1,4 milioni di disoccupati**, a fronte di un aumento degli inattivi. Il **tasso di inattività** è aumentato lievemente al 33,7% (da 33,5%), mentre il **tasso di occupazione** è rimasto sostanzialmente stabile al 62,5% (da 62,6%).
- La **produzione industriale** di **dicembre** ha registrato un aumento del **+3,2% a/a** (da +1,4%), mentre è calata su base mensile del **-0,4% m/m** (da +1,5%).
- **PMI Composito** a **gennaio** è cresciuto a **51.4** (da 50.3). I **servizi** sono migliorati a **52.9** (da 51.5) e la **manifattura** a **48.1** (da 47.9).
- **Debito pubblico italiano:** a **novembre** in lieve calo a **3.124 miliardi**, dai 3.132 di ottobre. Nel **terzo trimestre** il **rapporto debito/PIL** si è attestato a **137,8%** (da 138,3%).

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. 12
--------------------------------------	---------

Tassi di interesse	Pag. 13
--------------------	---------

Tassi di interesse e valute	Pag. 14
-----------------------------	---------

Materie Prime	Pag. 15
---------------	---------

Glossario	Pag. 16
-----------	---------

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

Eurozona: crescita superiore alle attese per il quarto trimestre

» Nel finale d'anno il **PIL dell'Eurozona** accelera a +0,3% t/t, un ritmo moderato ma leggermente superiore alle attese degli analisti (+0,2%). Su base annua, l'Area registra un'espansione di **+1,3% a/a**, mostrando una certa tenuta, resa possibile dalla **solidità della domanda interna**: consumi e investimenti hanno più che compensato il deterioramento della bilancia commerciale, suggerendo un consolidamento del ciclo economico su basi interne. In sintesi, con una crescita moderata ma solida, **+1,5%** per l'intero anno, l'**Eurozona** nell'anno dei dazi e dell'incertezza internazionale ha mostrato di saper navigare in questo contesto. Permangono tuttavia elementi di eterogeneità e possibili fragilità. La **Spagna** si conferma volano dell'espansione, con un robusto +0,8% t/t nel quarto trimestre, nettamente sopra la media. Anche la Germania, principale economia dell'area, mostra segnali di miglioramento: pur limitandosi a +0,3%, ha segnato la sua migliore performance trimestrale degli ultimi tre anni, segnale di un parziale ritorno di slancio nell'industria nazionale, mentre la Francia si è attestata a +0,2%. (1)

L'economia italiana ha mostrato un moderato rafforzamento sul finale dell'anno

» Nel quarto trimestre 2025 il PIL aumenta di +0,3% t/t, in accelerazione dopo la quasi stagnazione estiva (+0,2% nel terzo trimestre, rivisto da +0,1%) e leggermente al di sopra delle aspettative del mercato. Su base annua il PIL italiano risulta in crescita +0,8%, evidenziando un progresso contenuto nell'arco del 2025 ma coerente con la **graduale ripresa dell'attività** osservata negli ultimi mesi, e mostrando un aumento del valore aggiunto in tutti i settori, agricoltura e industria in particolare. Nel complesso, in linea con le nostre previsioni, il PIL è aumentato di **+0,7% FY**, un risultato modesto ma **superiore alla previsione ufficiale** (+0,5%) formulata dal governo nelle stime autunnali e dalla maggior parte degli analisti. Ciò è stato possibile grazie all'accelerazione dell'ultimo trimestre che ha beneficiato in particolare della domanda interna (consumi+investimenti), confermandosi il motore principale dell'economia nazionale a fronte di un contributo negativo della componente estera netta. Questo andamento rispecchia da un lato un **contesto internazionale poco favorevole per il made in Italy**, mostrato dal deterioramento del contributo della domanda estera netta; dall'altro, la **tenuta della domanda interna** suggerisce un cauto consolidamento della crescita su basi interne. Il rimbalzo di fine anno, pur di entità contenuta, lascia in eredità per il 2026 una crescita statistica acquisita di +0,3%, ponendo basi lievemente più solide per l'anno entrante. (2)

Stati Uniti - Terzo trimestre 2025

» Negli Stati Uniti l'attività economica ha registrato un marcato rafforzamento nel terzo trimestre 2025. Il PIL reale federale è aumentato del **+4,4%** su base annua, segnando una delle performance trimestrali più vivaci degli ultimi anni. Dal punto di vista settoriale, l'espansione estiva dell'economia statunitense è stata trainata dai **servizi a più alto valore aggiunto**. In particolare, il settore dell'informazione, quello finanziario-assicurativo e i servizi professionali, scientifici e tecnici hanno fornito i contributi più rilevanti alla crescita del PIL nazionale. Anche l'industria manifatturiera ha sostenuto l'economia: la produzione di beni durevoli è aumentata in tutti gli Stati, rappresentando un volano importante soprattutto in alcune economie locali a vocazione industriale. (3)

Grafico 1: Variazione congiunturale PIL Eurozona e Italia

Dati trimestrali

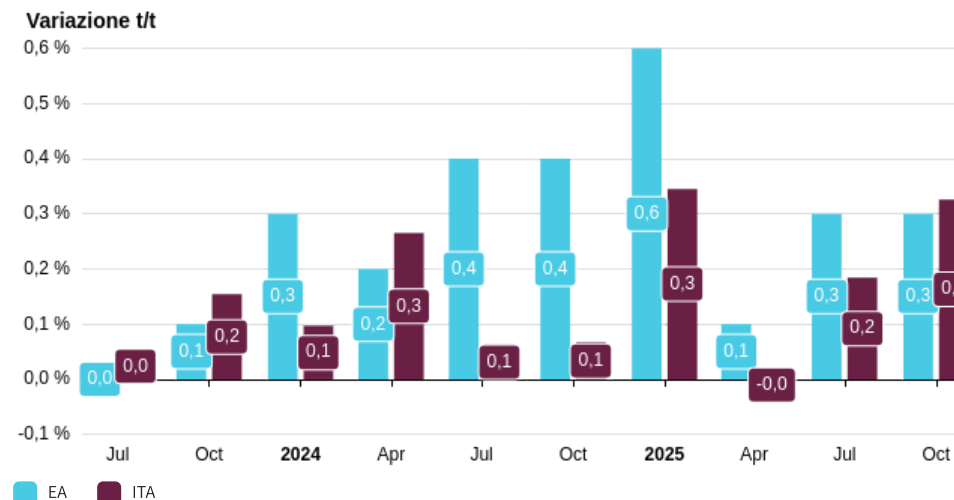
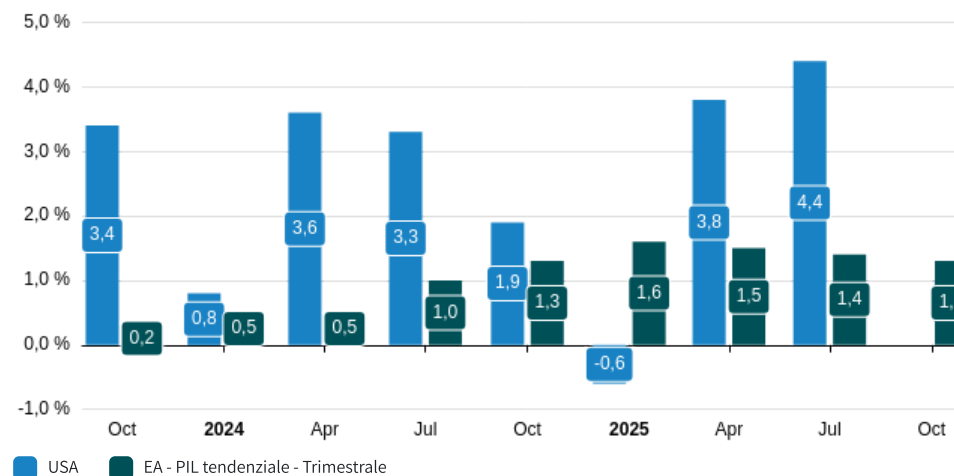


Grafico 2: Variazione tendenziale del PIL USA ed Eurozona

Dati trimestrali annualizzati



Fonte: (1) Eurostat, GDP up by 0.3% in both the euro area and the EU, 30/1/2026; (2) Istat, IV trimestre 2025 STIMA PRELIMINARE DEL PIL, 30/1/2026; (3) Bureau of Economic Analysis, Gross Domestic Product, 3rd Quarter 2025 (Initial Estimate) and Corporate Profits (Preliminary), 23/1/2026.

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

Eurozona, inflazione in calo a gennaio

» L'indice d'inflazione di gennaio è calato al **+1,7% a/a** (da +2,0%) e su base mensile al -0,5% m/m (da +0,2%). Sono cresciuti i prezzi dei servizi (+3,2% a/a da +3,4%), seguiti dai prezzi dei benialimentari, alcol e tabacco (+2,7% a/a da +2,5%) e dai beni industriali non energetici (+0,4% a/a da +0,3%), mentre è calato il prezzo dell'energia (-4,1% da -1,9%). Anche l'inflazione *core* è lievemente calata al +2,2% a/a (da +2,3%). Nei principali Paesi dell'area euro, l'inflazione è diminuita in **Francia** (al +0,3% a/a da +0,8%) e in **Spagna** (al 2,4% a/a da +2,9%), mentre è aumentata in **Germania** (al 2,1% a/a da +1,8%). (1)

Italia: rallentano i prezzi al consumo a gennaio

» L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è diminuito al **+1,0% a/a** (da +1,2%) e del +0,4% m/m (da +0,2%) a gennaio. Un sostegno all'inflazione si deve prevalentemente alla dinamica dei prezzi dei servizi relativi all'abitazione (+4,4%), dei Tabacchi (+3,3%), dei Servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (+3%) e dei Beni alimentari, non lavorati (+2,5%) e lavorati (+2,2%). In particolare, i prezzi del “**carrello della spesa**” sono rimasti sostanzialmente stabili, dopo la lieve accelerazione registrata nel mese precedente, attestandosi a +2,2% a/a. La componente di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi) è rimasta stabile al +1,8% a/a. (2)

» Secondo un'analisi della Banca d'Italia, **nel 2025 il potere d'acquisto delle famiglie italiane è tornato ai livelli di fine 2021**, precedenti allo shock inflazionistico del 2022-2023 legato ai costi energetici. Tra il 2022 e il 2025 il reddito disponibile è cresciuto quanto l'inflazione, anche se i redditi lordi individuali non hanno seguito pienamente l'aumento dei prezzi e il drenaggio fiscale ha ridotto parte dei guadagni. **A sostenere il reddito disponibile sono stati soprattutto la crescita dell'occupazione e le misure pubbliche**, che hanno generato per le famiglie un beneficio cumulato (per 31 miliardi) che così ha superato l'effetto negativo (per 20 miliardi) del drenaggio fiscale e dell'erosione dei benefit. La classe media ha recuperato più delle altre fasce, mentre i redditi più bassi hanno sostanzialmente mantenuto il potere d'acquisto e quelli più alti restano in lieve perdita. Pensionati e autonomi hanno registrato una riduzione del potere d'acquisto. Guardando avanti, la crescita dei redditi non può dipendere stabilmente dal supporto fiscale, dato lo spazio di bilancio limitato. Aumenti duraturi richiedono un aumento della produttività, sostenuto da investimenti, innovazione e una più equa distribuzione dei benefici tra capitale e lavoro. (3)

USA, inflazione in calo a gennaio 2026

» L'indice dei **prezzi al consumo (CPI)** di gennaio è calato del **+2,4% a/a** (da +2,7%) e del +0,2% m/m (da +0,3%). Anche l'inflazione *core* è lievemente calata a +2,5% a/a (da +2,6%). Nonostante la maggiore pressione sui prezzi registrata nel 2025, la Federal Reserve ha evidenziato che, nel breve termine, i rischi per l'inflazione restano orientati al ribasso e che la progressiva normalizzazione della politica monetaria dovrebbe favorire una ripresa del percorso discendente dell'indice verso il target del 2%.

» Guardando alla composizione dell'inflazione, emerge con chiarezza il **contributo rilevante degli alimentari, che mostrano gli incrementi più consistenti** rispetto al 2024. Per esempio, il caffè è salito di quasi il +20% a causa dei cattivi raccolti dovuti a condizioni meteorologiche estreme e dei nuovi dazi statunitensi sui chicchi d'importazione. (4) (5) (6)

Grafico 3: Eurozona, Indice Inflazione armonizzata

Dati mensili

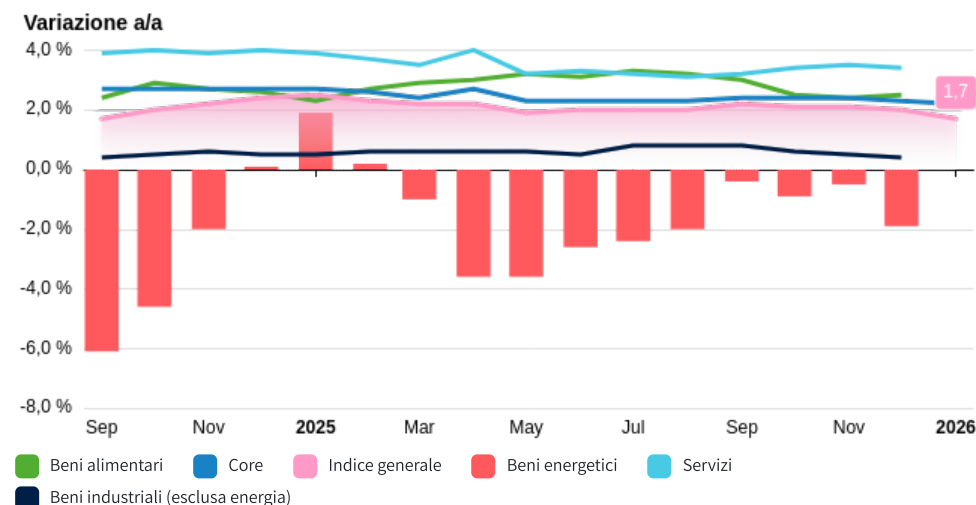
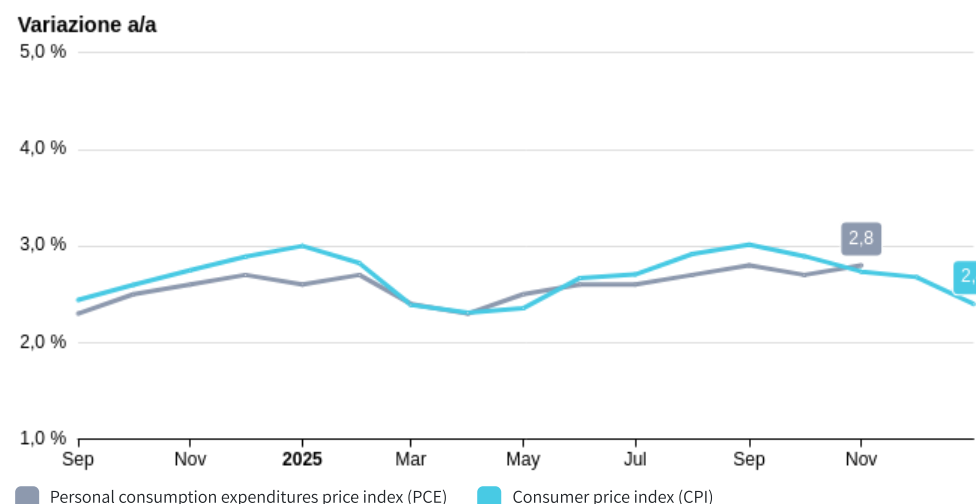


Grafico 4: USA, Inflazione PCE e CPI

Dati mensili



La produzione industriale in Area Euro e negli USA

Italia, migliora la produzione industriale

» A dicembre, la produzione industriale italiana è cresciuta del **+3,2% a/a** (da +1,4%), mentre è calata del -0,4% m/m (da +1,5%). Su base annua, l'aumento ha interessato tutti i principali raggruppamenti industriali. Considerando l'intero 2025, l'indice ha segnato un netto rallentamento della contrazione, attestandosi a -0,2% (da -4,0% nel 2024), trainato soprattutto dal contributo positivo della produzione di energia. (1)

» A gennaio 2026, la **fiducia delle imprese è aumentata** a 97,6 (da 96,6) **per il quinto mese di fila**. L'evoluzione favorevole è stata trainata soprattutto dal comparto dei servizi di mercato e, in misura minore, da quello manifatturiero. Nel comparto dei servizi di mercato si è registrato un marcato progresso di tutte le componenti, segnalando un clima più favorevole. Sul fronte manifatturiero, il miglioramento dei giudizi sugli ordini e delle aspettative sulla produzione hanno costituito un segnale incoraggiante, anche se l'aumento delle scorte di magazzino ha suggerito maggiore prudenza nell'interpretazione del dato. Nel complesso, il quadro che è emerso ha indicato una dinamica potenzialmente favorevole per i prossimi mesi. Tuttavia, all'interno di questo contesto positivo, desta qualche preoccupazione il peggioramento del sentiment nel commercio, soprattutto tra le imprese più piccole. I recenti progressi non sembrano ancora pienamente percepiti dal settore distributivo, confermando che la crescita dei consumi registrata negli ultimi mesi ha interessato principalmente i servizi. (2) (3)

Germania: le industrie chiedono riforme strutturali

» Nel complesso del 2025, la **produzione industriale** è stata inferiore del **-1,1% a/a** rispetto al 2024, riflettendo il calo dell'industria automobilistica (-1,7% a/a) e della produzione di macchinari e attrezzature (-2,6%).

» La contrazione ha confermato le difficoltà strutturali dell'industria tedesca, sempre più esposta a una **concorrenza internazionale intensa, in particolare da parte della Cina**: Il 31% delle imprese ha segnalato una perdita di competitività nei mercati extra-Ue. Il fenomeno è trasversale ai settori, con incidenze particolarmente elevate nella metallurgia, nella chimica e nella meccanica, pilastri tradizionali dell'export tedesco. La pressione competitiva cinese non si basa più soltanto su prezzi più bassi, ma sempre più su un miglioramento della qualità, sostenuto da capacità di innovazione e rapido adattamento. In questo quadro è emersa una nota relativamente positiva dall'automotive: i produttori tedeschi hanno segnalato un miglioramento della propria posizione competitiva nel mercato europeo. Tuttavia, si tratta di un segnale ancora fragile e insufficiente a compensare le debolezze complessive del sistema industriale. La risposta a queste sfide richiede un **riposizionamento verso segmenti a più alto valore aggiunto**, accompagnato da **maggiori investimenti** in innovazione e da un **rafforzamento dell'integrazione del mercato europeo**. I maxi-piani di spesa pubblica del Governo, orientati a infrastrutture e difesa, potranno sostenere l'attività solo parzialmente. Per un rilancio duraturo della competitività, sono necessarie riforme strutturali, una riduzione del costo dell'energia e una semplificazione burocratica. Tali obiettivi rientrano nel programma del Governo Merz, che da poco hanno iniziato a tradursi in misure concrete, come gli incentivi alle imprese energivore e i piani di digitalizzazione della pubblica amministrazione. (4) (5)

» In generale, in **Eurozona** l'ultimo dato disponibile ha registrato un miglioramento dell'indice della produzione industriale del +2,5% a/a (da +2,0%) e del +0,7% m/m (+0,7%) a novembre. (6)

Grafico 5: Italia, Produzione Industriale

Anno base 2021

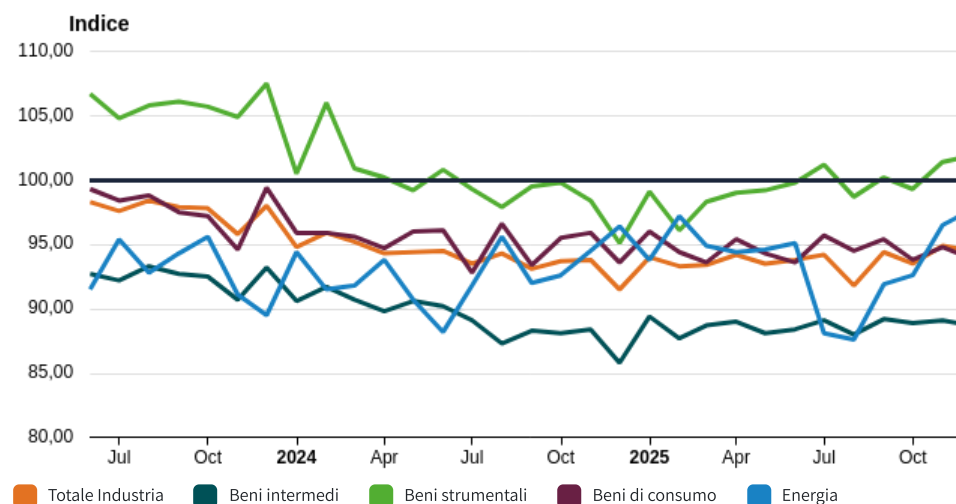
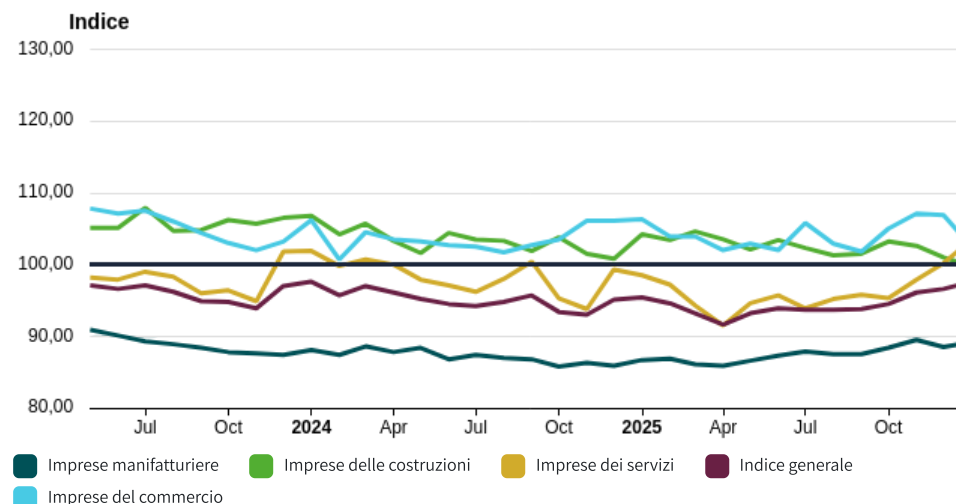


Grafico 6: Italia, Clima di fiducia delle imprese

Anno base 2021



Il mercato del lavoro in Area Euro e USA

Eurozona, ulteriori segnali di consolidamento per il mercato del lavoro

» A dicembre 2025 il **tasso di disoccupazione** nell'area euro è sceso al **6,2%**, in lieve miglioramento rispetto al 6,3% registrato a novembre. Questo valore eguaglia i minimi storici toccati a fine 2024, riflettendo una graduale riduzione della disoccupazione nell'ultimo anno, con 10,8 milioni di disoccupati in totale (-61 mila unità rispetto al mese precedente). Nel corso del 2025, la disoccupazione giovanile è diminuita leggermente: il tasso di disoccupazione under-25 è passato al 14,3% (dal 14,5% a dicembre 2024). Il calo del tasso di disoccupazione, pur contenuto, ha visto diminuire il numero assoluto di giovani senza lavoro, pari a 2,2 milioni (da 2,3 milioni nel 2024). I progressi nel mercato del lavoro sono diffusi a livello settoriale e geografico, ma permangono differenze nazionali significative: ad esempio, la Spagna ha registrato un tasso di disoccupazione attorno al 10%, il più elevato tra le principali economie dell'area, mentre la Germania si è attestata su livelli molto bassi (circa 3,8%). Tali divari indicano che, nonostante il miglioramento medio, alcune economie presentano ancora fragilità strutturali. (1)

Italia, un mercato del lavoro da rafforzare

» Il **tasso di disoccupazione** è sceso al **5,6%** (dal 5,7%) a dicembre, attestandosi su uno dei livelli più bassi degli ultimi decenni. Tuttavia, la riduzione dei disoccupati non è derivata da un aumento degli occupati — che anzi sono calati di -20 mila persone, pari a 24,1 milioni — bensì dall'incremento degli inattivi, saliti di +31 mila persone, per un totale di 12,5 milioni. Di conseguenza, il tasso di occupazione è lievemente calato al 62,5% (da 62,6%), mentre il tasso di inattività è cresciuto al 33,7% (da 33,5%), indicando che una parte della popolazione in età lavorativa si è temporaneamente allontanata dal mercato del lavoro. Parallelamente, la disoccupazione giovanile (15-24 anni) è aumentata al 20,5% (+1,4 pp sul mese e +1,3 pp rispetto a dicembre 2024), confermando le difficoltà dei più giovani nel trovare occupazione. Inoltre, è rimasto **marcato il divario di genere**; con un **tasso di inattività femminile pari al 42,6%**, contro il 25% maschile, mentre il tasso di partecipazione femminile (15-64 anni) si è attestato al 54%, a fronte del 71% maschile. In un contesto demografico caratterizzato dall'invecchiamento della popolazione, queste dinamiche rendono ancora più urgente ampliare la partecipazione al mercato del lavoro a giovani e donne. Nel medio periodo, solo con l'inclusione delle componenti sottorappresentate sarà possibile consolidare i progressi recenti e sostenere una dinamica del lavoro più equilibrata e duratura. (2)

USA: il mercato del lavoro supera le aspettative

» A gennaio il **tasso di disoccupazione** è leggermente calato al **4,3%** (da 4,4% di dicembre), con un totale di disoccupati pari a 7,4 milioni di persone, le **NFP (Non farm payrolls)** sono cresciute di **+130 mila** contratti (da +48 mila a dicembre 2025), superando le aspettative. In particolare, l'occupazione è cresciuta nel settore sanitario, nell'assistenza sociale e nell'edilizia. Al contrario, i posti di lavoro nella finanza e nel governo federale sono diminuiti. Il tasso di partecipazione rimane sostanzialmente stabile al 62,5%. (3)

» Gli ultimi dati hanno contribuito a rafforzare la tesi del presidente uscente della Federal Reserve, Powell, secondo cui il mercato del lavoro stava mostrando "**segnali di stabilizzazione**", dopo che la banca centrale ha interrotto la sua campagna di tagli dei tassi il mese scorso. Il segnale di miglioramento del mercato del lavoro americano, dopo una serie di dati negativi, potrebbero dare alla FED il margine di manovra per mantenere i tassi di interesse invariati per un po' di tempo. (4) (5)

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

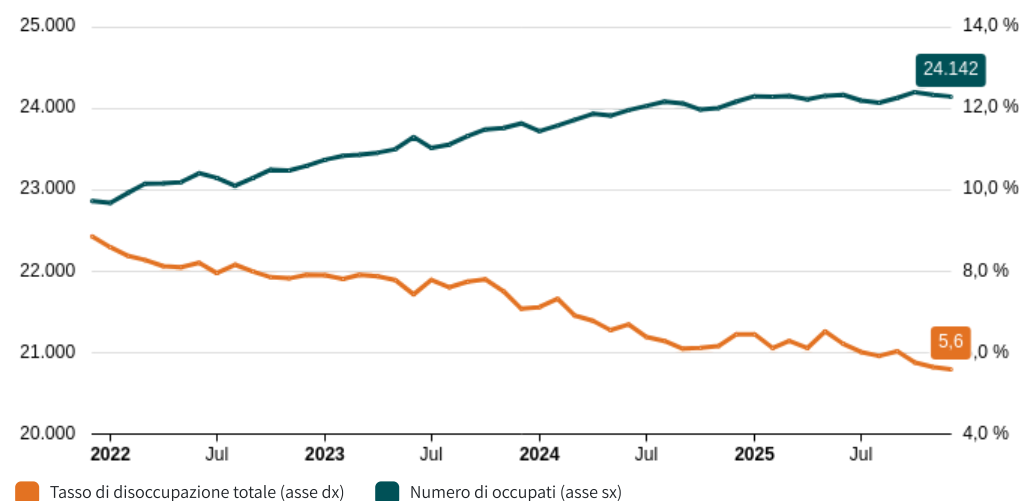
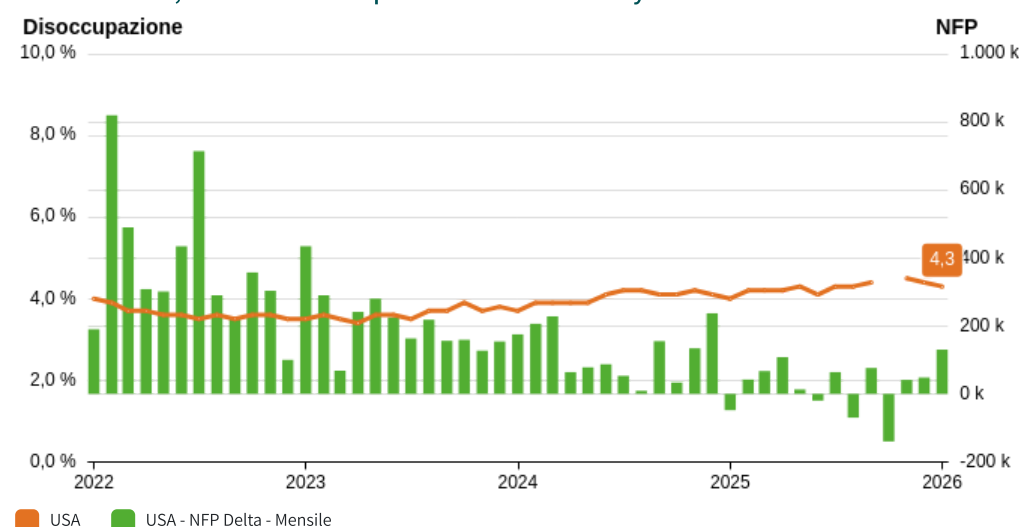


Gráfico 8: USA, Tasso di Disoccupazione e Non Farm Payrolls



Fonte: (1) Eurostat, Euro area unemployment at 6.2%, 30/01/2026; (2) Istat, Occupati e disoccupati (dati provvisori) - Dicembre 2025, 30/01/2026; (3) U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release, 11/02/2026; (4) Reuters, US job growth accelerates in January, unemployment rate falls to 4.3%, 11/02/2026; (5) FT, US economy far outstrips expectations to add 130,000 jobs in January, 11/02/2026 Bureau of Labour Statistics

L'indice PMI dei responsabili degli acquisti

Eurozona, migliora la manifattura, ma non conforta l'andamento dei servizi

» A gennaio la **manifattura** in Eurozona migliora a 49.5 (da 48.8). Gli ordini all'industria crescono con poco vigore, con calo degli acquisti e tagli occupazionali. Inoltre, aumentano i costi, in particolare energetici. Tra i paesi dell'Eurozona, arrivano segnali incoraggianti da Francia e Germania. La prima attesta un 51.2 (da 50.7), con una forte dinamica produttiva grazie al miglioramento delle condizioni di mercato, mentre la Germania rallenta il declino a 49.1 (da 47.0) grazie ad un aumento della produzione e dei nuovi ordini. Rallenta la Spagna a 49.2 (da 49.6), dove sebbene la produzione si sia stabilizzata, preoccupa il deterioramento delle condizioni della domanda. L'indice dei **servizi** in Eurozona rallenta a 51.6 (da 52.4). Aumenta l'attività economica in maniera discreta, seppure la situazione non ancora confortante. In Germania, il settore appare relativamente buono grazie all'aumento di fiducia, con l'indice sostanzialmente stabile a 52.4 (da 52.7). In Francia i servizi calano a 48.4 (da 50.1), con ordini scarsi a causa della cautela dei clienti. Nonostante questo, le aspettative future delle imprese sono aumentate in modo significativo. La Spagna registra una battuta d'arresto, vedendo l'indice scendere a 53.5 (da 57.1), seppur ben sopra la soglia di espansione. Per quanto riguarda gli indici **compositi**: Eurozona 51.3 (da 51.5), Germania 52.1 (da 51.3), Francia 49.1 (da 50.0), Spagna 52.9 (da 55.6).

L'Italia: manifattura e servizi migliorano nel primo mese dell'anno

» L'Italia vede il settore **manifatturiero** a gennaio ancora in contrazione a 48.1 (da 47.9), ma in lieve miglioramento. I cali minori sia della produzione che dei nuovi ordini suggeriscono un possibile rallentamento dell'intensa debolezza osservata alla fine del 2025. La domanda, sia domestica che estera, resta comunque fragile e le aziende riportano cancellazioni e condizioni di mercato complicate. Il settore dei **servizi** sale a 52.9 (da 51.5), iniziando il 2026 con una base più solida. L'aumento è guidato dalla crescita dell'attività, nonostante il minore aumento dei nuovi ordini totali ed il nuovo calo delle commesse estere. Diminuisce il lavoro inavaso, suggerendo una capacità operativa in linea con l'attuale carico di lavoro. I prezzi invece, vedono un aumento nella vendita ed un rallentamento nei costi, in particolare negli energetici e salariali. I livelli di fiducia rimangono comunque buoni, con le aspettative però inferiori alla media. L'indice **composito** si attesta a 51.4 (da 50.3)

USA, crescono manifattura e servizi, ma anche l'incertezza

» La **manifattura** USA migliora a 52.4 (da 51.8) a gennaio. Il primo mese dell'anno la crescita della produzione ha superato significativamente quella dei nuovi ordini, determinando un ulteriore accumulo di scorte invendute nei magazzini. Questa situazione è particolarmente insolita ed insostenibile, facendo presagire il rischio di un rallentamento della produzione e un potenziale effetto a catena sull'occupazione. I **servizi** crescono a 52.7 (da 52.5). La domanda mostra segnali di cedimento a causa delle preoccupazioni sulle prospettive economiche attribuite all'incertezza politica, ma segnalando anche un quadro più resiliente. La fiducia è sostenuta da tassi di interesse più bassi, condizioni finanziarie favorevoli e maggiore spesa pubblica, incoraggiando anche una modesta crescita dell'occupazione. Il **composito** migliora a 53.0 (da 52.7).

La manifattura migliore grazie a stabilizzazioni commerciali

» A gennaio, la **manifattura** globale migliora a 50.9 (da 50.4), con la produzione in crescita grazie ai nuovi ordini. Migliorando i flussi commerciali internazionali, con un calo leggero dei nuovi ordini dall'estero. Anche i **servizi** crescono a 52.7 (da 51.8). L'indice **composito** aumenta a 52.5 (da 52.0).

Grafico 9: PMI Eurozona

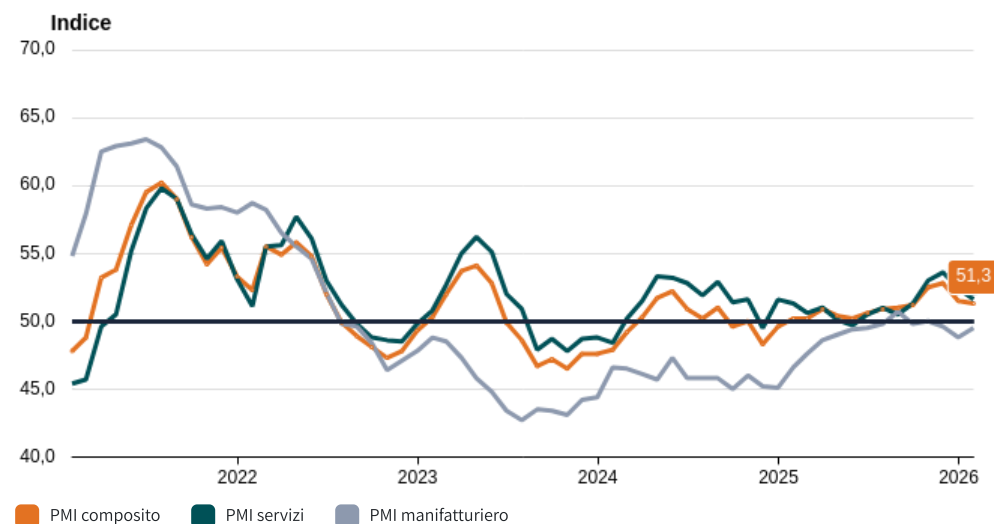
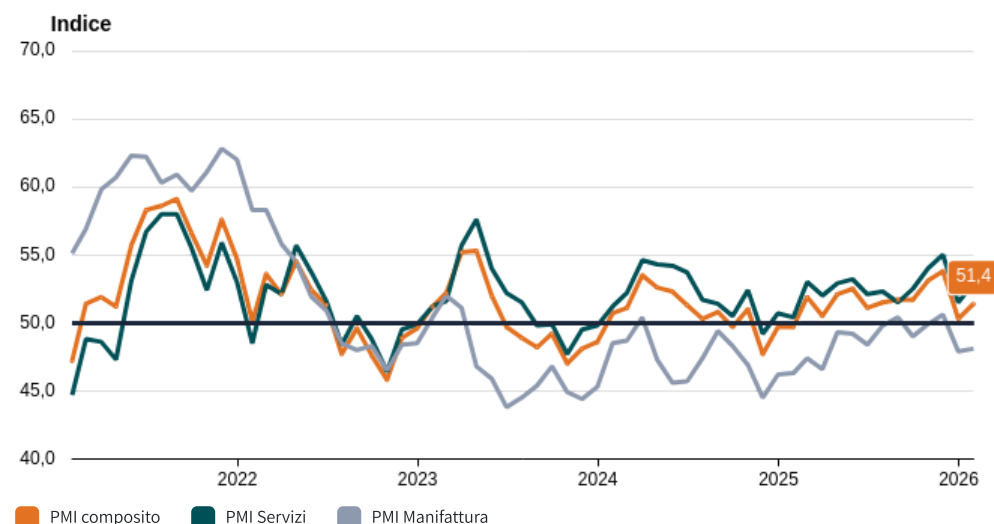


Grafico 10: PMI Italia



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%

Head of Central Bank

Christine Lagarde

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 **5 febbraio**.
- Prossime riunioni: **19 marzo** e 30 aprile 2026

La BCE ha mantenuto i tassi fermi alla luce di un'economia che ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta (PIL +1,5% nel 2025) e un'inflazione in linea con il target da diversi mesi (+1,7% a gennaio 2026), che dovrebbe stabilizzarsi al target del 2% nel medio termine. La Lagarde ha sottolineato nuovamente che ci troviamo in una **"buona posizione"** per affrontare l'incertezza dei prossimi mesi. Il Consiglio ha discusso dei recenti sviluppi del mercato valutario, riconoscendo che un euro più forte potrebbe contribuire a ridurre l'inflazione. Tuttavia, ha precisato che **i movimenti e la volatilità dell'euro osservati di recente restano entro gli intervalli storici**, e che l'apprezzamento passato dell'euro è già pienamente incorporato nelle attuali proiezioni di base della BCE. Il contesto internazionale è rimasto comunque volatile, pertanto la banca centrale ha confermato un approccio *data-dependent*. (1)

Federal Reserve

Interest Rate Policy

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

Head of Central Bank

Jerome Powell

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 **lasciato invariato** i tassi nella riunione del **28 gennaio**.
- Prossime riunioni: **18 marzo** e 29 aprile 2026

La banca centrale americana ha mantenuto i tassi invariati nell'ultima riunione di gennaio, dopo aver tagliato di 75 punti base nel corso delle precedenti tre riunioni. La **normalizzazione della politica monetaria dovrebbe contribuire a stabilizzare il mercato del lavoro**, consentendo al contempo all'inflazione di riprendere il suo percorso discendente verso il target del 2%. La FED resta ben posizionata per gestire i rischi in un contesto di crescita solida (PIL +4,4% nel 3Q2025), disoccupazione stabile (tasso di disoccupazione al 4,3% a gennaio) e un'inflazione sopra al target (CPI +2,4% a gennaio). Inoltre, Powell ha ribadito con forza l'indipendenza della FED, avvertendo che le pressioni politiche minerebbero la credibilità dell'istituto. Il Presidente statunitense, Donald Trump, ha nominato Kevin Warsh come prossimo presidente della FED, dopo la fine del mandato di Powell a maggio 2026. (2)

La politica monetaria: central bank snapshot

Bank of England

Interest Rate Policy

- **Bank rate: 3,75%**

Head of Central Bank

Andrew Bailey

Ultimo cambiamento : Dicembre 2025 (-25bps)

Cambiamento precedente:

- Febbraio, Maggio, Agosto 2025 (-25bps)
- Agosto, Novembre 2024 (-50bps)
- 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 **mantenuto invariati i tassi** nella riunione del **5 febbraio**.
- **Prossime riunioni: 19 marzo** e 30 aprile 2026

La decisione ha riflesso i progressi nel processo di disinflazione (CPI al +3,4% a dicembre), con i rischi di un'inflazione persistente che si sono attenuati ed è attesa una discesa verso l'obiettivo del 2% a partire da aprile. Al contrario, sono aumentati i rischi al ribasso legati a una domanda più debole, in un contesto in cui l'attività economica ha registrato una crescita contenuta (PIL +0,1% nel 3Q2025) e il mercato del lavoro ha mostrato segnali di debolezza. Il presidente della BoE ha affermato che **potrebbe esserci spazio per tagliare il tasso nel corso dell'anno** qualora l'inflazione torni in modo sostenibile all'obiettivo del 2%. (3)

Bank of Japan

Interest Rate Policy

- **Policy deposit rate: 0,75%**

Head of Central Bank

Kazuo Ueda

Ultimo cambiamento : Dicembre 2025 (+25bps)

Cambiamento precedente:

- Gennaio 2025 (+25bps)
- Luglio 2024 (+15bps)
- Marzo 2024 (+10bps, 0-10%)
- Gennaio 2016: Tasso negativo a -0,10%

Azioni di politica monetaria

- La **BoJ** ha **mantenuto invariato** il tasso di riferimento nella riunione del **23 gennaio**.
- **Prossime riunioni: 19 marzo** e 28 aprile 2026.

La banca centrale nipponica ha lasciato 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. Inoltre, sono state riviste **al rialzo le previsioni di crescita** al +0,9% nel 2026 (da +0,7% delle previsioni di ottobre 2025), mostrando una maggiore fiducia, dopo il calo del PIL nel terzo trimestre 2025 (-0,6% t/t). **L'inflazione è calata** al +2,1% a dicembre (da +2,9% a novembre), **avvicinandosi al target** del 2% dopo quasi quattro anni al di sopra di esso. (4) (5)

Swiss National Bank

Interest Rate Policy

- **SNB policy rate: 0,00%**

Head of Central Bank

Martin Schlegel

Ultimo cambiamento : Giugno 2025 (-25bps)

Cambiamento precedente:

- Marzo 2025 (-25bps)
- Dicembre 2024 (-50bps)
- Marzo, Giugno, Settembre 2024 (-25 bps)
- Giugno 2023 (+25bps)
- Dicembre 2022 e Marzo 2023 (+50bps)
- Settembre 2022 (+75bps)
- Giugno 2022 (+50bps)
- Giugno 2019: Tasso negativo a -0,75%

Azioni di politica monetaria

- La **SNB** ha **mantenuto invariato** il tasso nella riunione del **11 dicembre 2025**.
- **Prossime riunioni: 19 marzo** e 18 giugno 2026

La decisione della SNB ha riflesso l'indebolimento delle prospettive d'inflazione nel breve periodo. L'inflazione è rimasta su livelli contenuti (+0,1% a/a a gennaio), complice il calo dei prezzi dei beni importati, favorito da un franco svizzero forte. Tuttavia, persistono rischi al ribasso: nei prossimi mesi l'inflazione potrebbe risultare troppo bassa e scendere in territorio negativo. Nonostante questo contesto, la SNB ha ribadito la volontà di evitare un ritorno del tasso in area negativa. L'istituto continua a dichiararsi "pronto a intervenire sul mercato dei cambi se necessario", pur mostrandosi poco propenso nel ricorrere a questo strumento. (6)

La logistica e il commercio mondiale

Eurozona, nel 2025 surplus commerciale in lieve calo ma commercio intra-area in crescita

» Nel 2025 l'area euro ha registrato un surplus commerciale di €165 miliardi, in lieve calo rispetto ai €169 miliardi del 2024. La riduzione del saldo è dovuta principalmente a una dinamica delle importazioni (+2,7% a/a, pari a €2.773 miliardi) più sostenuta rispetto alle esportazioni (+2,4% a/a, pari a €2.937 miliardi). Nonostante il leggero calo del surplus, il **commercio intra-area ha mostrato una performance solida**: nel 2025 gli scambi all'interno dell'area sono aumentati del +2,0% a/a (pari a €2.627 miliardi). Questo dato suggerisce che la domanda interna dell'area abbia continuato a rafforzarsi, sostenendo l'attività economica complessiva. (1)

Tra accordi e minacce di dazi: la nuova corsa al riassetto del commerciale globale

» In un contesto globale segnato da crescenti tensioni commerciali, molti Paesi stanno accelerando strategie di diversificazione per ridurre la dipendenza dai rapporti tradizionali e mitigare l'incertezza generata dal ritorno di politiche marcatamente protezionistiche statunitensi. L'**Unione Europea**, dopo la conclusione dell'accordo con il Mercosur, ha raggiunto un'intesa con l'**India**, con l'obiettivo di firmare un accordo formale entro la fine dell'anno. L'elemento più significativo riguarda il settore automobilistico: Nuova Delhi valuta una riduzione dei dazi sulle auto europee al 40% (dal 70%), aprendo un mercato in forte espansione — stimato intorno a sei milioni di veicoli entro il 2030 — e particolarmente ricettivo verso modelli premium. Parallelamente, anche gli **Stati Uniti** hanno concluso un accordo commerciale bilaterale con l'India. Il presidente Trump ha annunciato una significativa revisione dei dazi applicati all'import indiano, ridotti di circa due terzi (al 18% dal 50%). In cambio, Nuova Delhi si è impegnata a eliminare progressivamente barriere tariffarie e non tariffarie verso gli Stati Uniti, ad aumentare gli acquisti di prodotti agricoli ed energetici americani per \$500 miliardi, e — elemento strategico — a cessare l'import di petrolio russo, spostando i rifornimenti verso USA e Venezuela, la cui industria è ora sotto forte influenza di Washington. (2) (3) (4)

» Nonostante la chiusura di nuovi accordi, la **tensione commerciale americana resta elevata**. Washington ha aperto diversi fronti critici con alcuni partner. Trump ha minacciato dazi del 100% contro il **Canada** in caso di finalizzazione dell'accordo economico tra Ottawa e Pechino, che prevede reciproche riduzioni tariffarie. Pressioni analoghe sono state rivolte al **Regno Unito**, a seguito della visita del primo ministro Starmer in Cina, volta a riattivare i rapporti economici britannico-cinesi con focus su visti, servizi, sanità e tecnologie verdi. (5)

Negli USA, deficit commerciale ancora in aumento

» Proprio in questo quadro di crescente incertezza, il **disavanzo commerciale degli Stati Uniti ha continuato ad ampliarsi**, riflettendo l'efficacia limitata delle misure protezionistiche nel riequilibrare i flussi commerciali. Nei primi undici mesi dell'anno il deficit ha registrato un incremento del +4,1% su base annua, raggiungendo – 839 miliardi di dollari. (6)

» A **gennaio** si è registrata un lieve calo della pressione sul commercio globale, come suggerito dalla diminuzione del **Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)**, salito sopra la media storica a +0,41 da +0,54 di dicembre. È utile ricordare che il peggioramento registrato a dicembre ha riflesso in parte il confronto con i dati di novembre e ottobre, risultati incompleti a causa dello shutdown del governo americano. In questo senso, il movimento di gennaio potrebbe rappresentare un ritorno a valori più coerenti e quindi una possibile stabilizzazione dell'indice. (7)

Grafico 11: Eurozona, esportazioni e importazioni

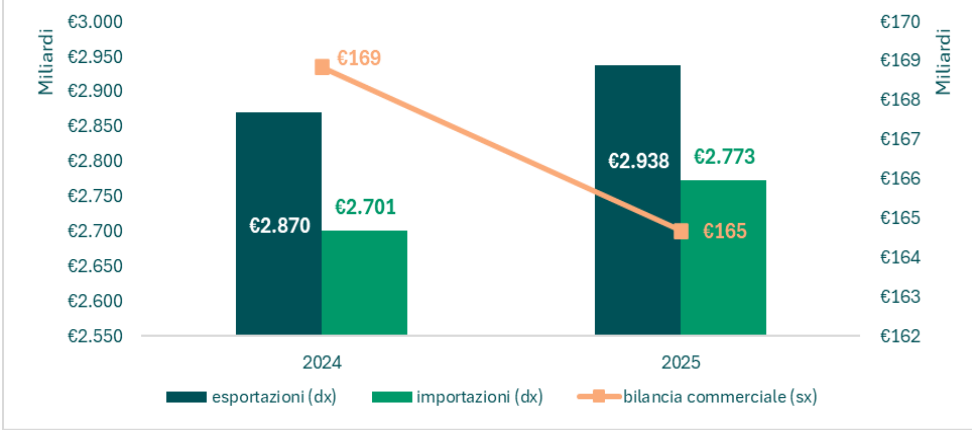
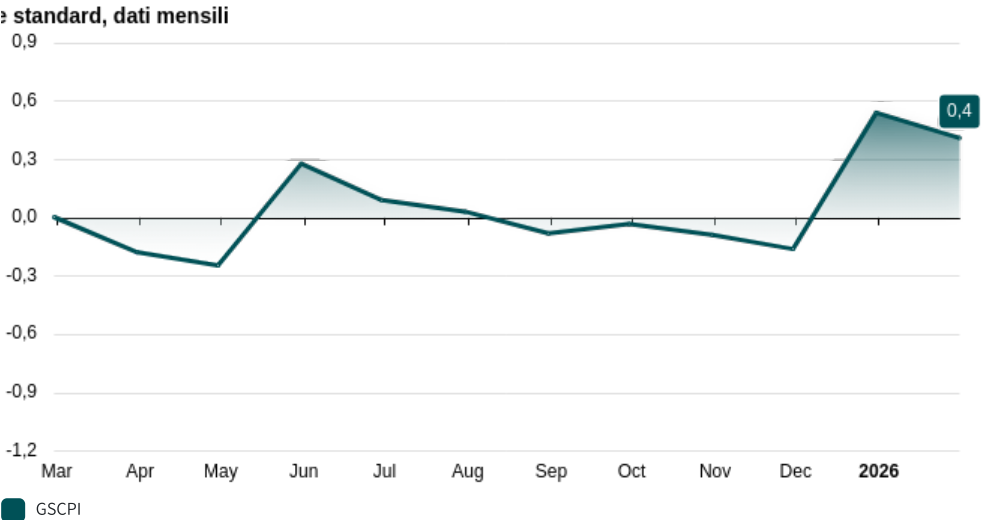


Grafico 12: Global Supply Chain Pressure Index



Fonte: (1) Eurostat, Euro area international trade in goods surplus €12.6 bn, 13/02/2026; (2) Sole24Ore, Trump: «L'India non comprerà più greggio russo, ridotti i dazi», 3/02/2026; (3) Sole 24 Ore, India-UE: oggi il sì all'accordo. Sforbiata ai dazi sull'auto, 27/01/2026; (4) Reuters, Canada, China slash EV, canola tariffs in reset of ties, 16/01/2026; (5) BBC, Healthcare, visas and whisky: What did UK and China get from Starmer's visit?, 30/01/2026; (6) US Bureau of Economic Analysis, U.S. International Trade in Goods and Services, November 2025, 29/01/2026; Federal Reserve Bank; (7) Federal Reserve Bank of New York, Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI), January 2026

Tassi di interesse

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

Rispetto a un mese fa sono risultati stabili sia il rendimento del BTP benchmark con scadenza 10 anni è rimasto stabile a 3,40% al 10/02/2026 sia il rendimento del BTP a 2 anni al 2,2% al 10/02/2026.

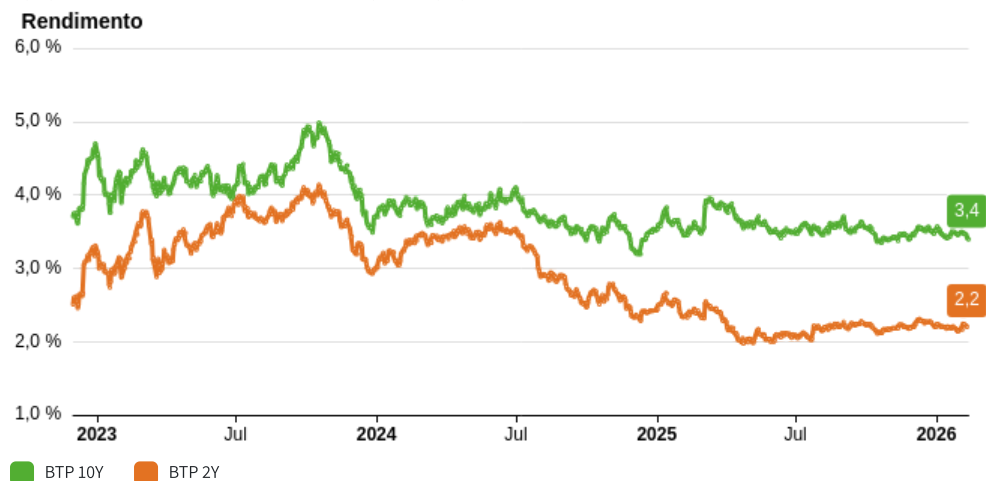


Grafico 13 (b): Titoli di Stato a 10Y Area Euro

Al 10/02/2026 il Bund tedesco si attesta al 2,80% (dal 2,81% al 13/12), il titolo OAT francese al 3,41% (dal 3,52%), il decennale spagnolo al 3,18% (dal 3,25%), il 10Y portoghese al 3,16% (da 3,14%), il decennale greco al 3,42% (dal 3,37%).

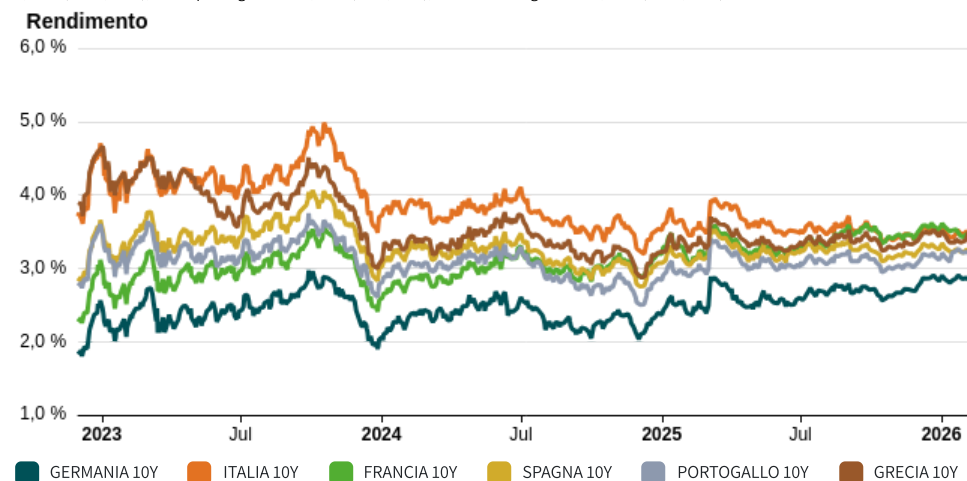


Grafico 13 (c): Spread BTP-BUND e OAT-BUND

Il differenziale di rendimento tra il titolo di Stato decennale italiano e quello tedesco continua a diminuire: lo Spread BTP-BUND si attesta a 61,32 bps al 10/02/2026 (da 62,97 bps al 13/01/2026). Lo Spread OAT-BUND si attesta a 59,60 al 10/02/2026 (da 68,00 al 13/01/2026).

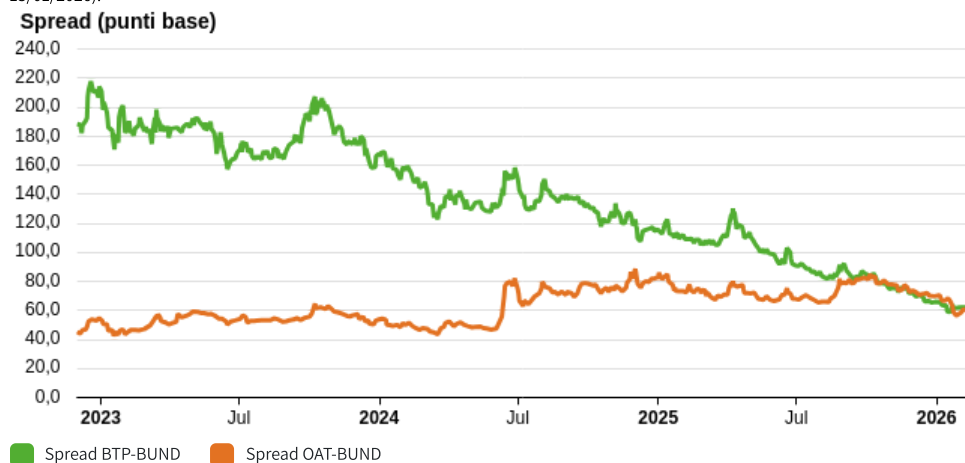
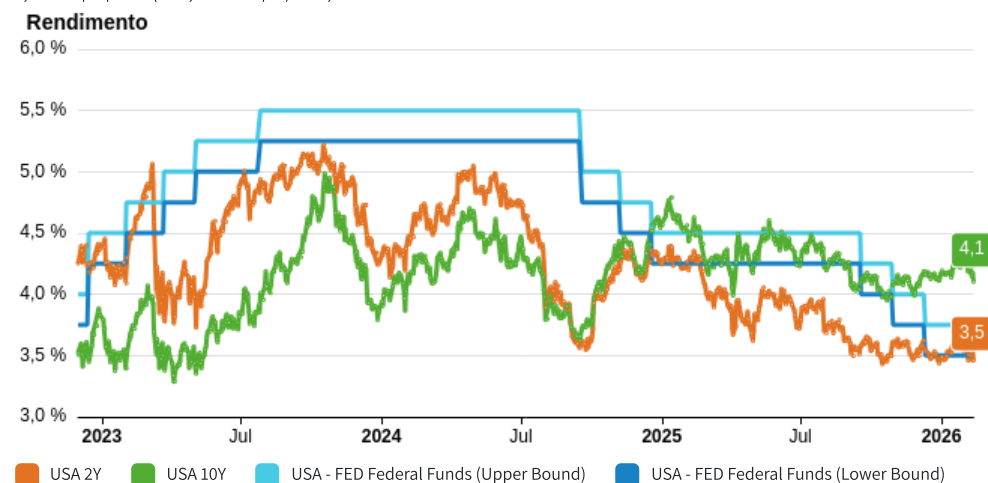


Grafico 13 (d): US Treasury 2Y e 10Y. Fed Funds

Il rendimento del titolo a due anni si attesta al 3,44% al 10/02/2026 (da 3,55% al 13/01/2026), mentre i tassi del decennale risultano a 4,15 al 10/02/2026 (da 4,18% al 13/01/2026).



Fonte: Trading Economics (a) BTP 10Y e BTP 2Y; (b) BTP 10Y, Bund 10Y, OAT 10Y, Bonos 10Y, Portogallo 10Y, Grecia 10Y; (c) Differenziale di rendimento BTP10Y-Bund10Y e OAT-Bund; (d) Rendimento Treasury 10YR, T-Bill 2Y, Fed Funds, Federal Reserve;

Tassi di interesse e valute

Grafico 14 (a): Cambio EUR/USD

Il tasso di cambio EUR/USD è tornato a salire a 1,19 al 10/02/2026 (da 1,16 al 13/01/2026), dopo aver toccato il picco a 1,20 a fine gennaio trainato dall'indebolimento del dollaro. Nonostante le recenti oscillazioni sul mercato valutario, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea non si è dimostrato preoccupato, precisando che le volatilità dell'euro sono rimaste entro gli intervalli storici, e che l'apprezzamento dell'euro è già pienamente incorporato nelle attuali proiezioni della BCE.



Grafico 14 (c): EUR IRS 10Y

Il tasso di rendimento EUR IRS a 10 anni si attesta a 2,82 al 10/02/2026 (da 2,86 al 13/01/2026).



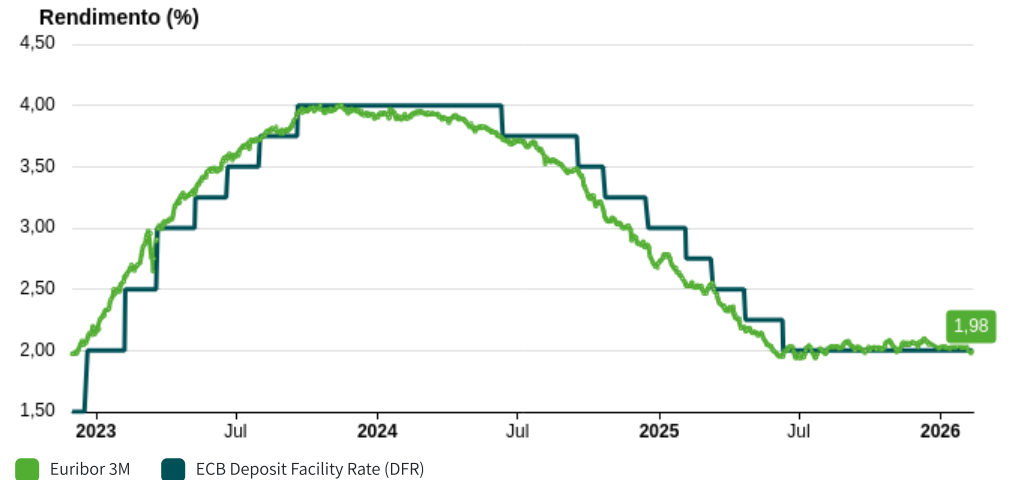
Grafico 14 (b): Cambio USD/YEN

Dopo la vittoria elettorale di Takaichi dell'8 febbraio, rafforzando il suo mandato per l'attuazione di una politica fiscale espansiva, il cambio USD/JPY è tornato a crescere a 154,40 il 10/02/2026 (da 157,88 il 9/01/2026). L'annuncio del programma espansivo aveva già alimentato tensioni sul mercato valutario e a fine gennaio la Federal Reserve di New York ha effettuato un "rate check", alimentando le ipotesi di un coordinamento tra Washington e Tokyo per sostenere la valuta giapponese. Tuttavia, questa manovra ha sostenuto il cambio USD/JPY solo temporaneamente.



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

L'EURIBOR 3 mesi è calato a 1,98% al 9/02/2026 (da 2,02% al 12/01/2026). Tasso BCE sui depositi fermo al 2% dopo la riunione del 5 febbraio 2026.



Materie Prime

Grafico 15 (a): Petrolio WTI

Il prezzo del WTI è tornato a crescere a \$64,4 al 9/02/2026 (da \$61,2 al 13/01/2026), come conseguenze delle recenti tensioni in Iran. Dopo la cruenta repressione delle proteste da parte del regime iraniano, il rischio di escalation militare tra Washington e Teheran è cresciuto. Attualmente sono in atto i colloqui tra USA e Iran, formalmente le discussioni si stanno limitando al programma nucleare iraniano, sebbene la delegazione americana avrebbe voluto parlare anche dell'arsenale balistico di Teheran.



Grafico 15 (c): Oro

Estrema volatilità nel mercato dell'oro, dopo aver raggiunto il record storico superando i \$5.500 e il successivo crollo a fine gennaio fino a \$4.600, è tornato a crescere a \$5.023,9 al 10/02/2026 (da \$4.586 al 13/01/2025). Il rialzo del prezzo dell'oro è sostenuto dal clima di incertezza globale, dalle persistenti tensioni geopolitiche e dalla svalutazione del dollaro.



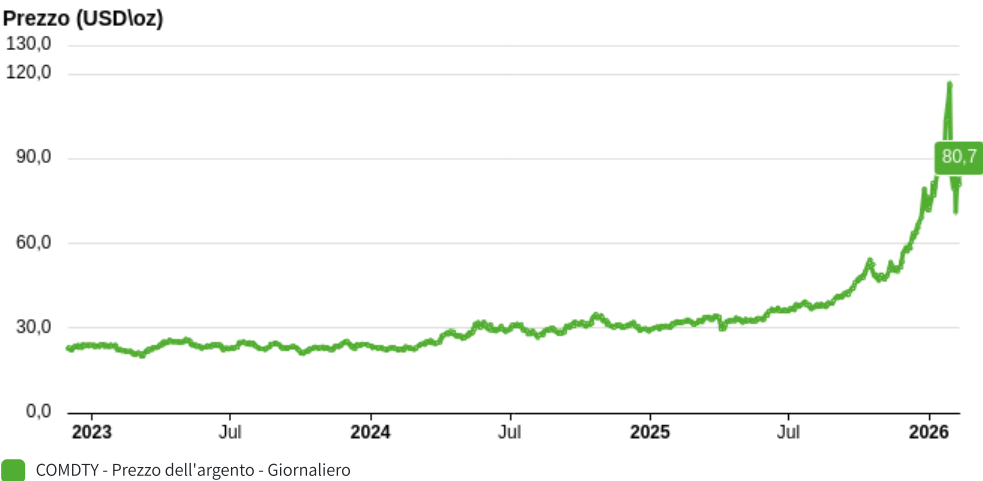
Grafico 15 (b): Gas Naturale

Il Gas TTF si è attestato a €31,75 per mwh al 10/02/2026 (da €31,13 per mwh al 13/01/2026), in calo rispetto al picco a €40,0 per mwh a fine gennaio (23/01) trainato dalle tensioni geopolitiche che vedono coinvolta Teheran.



Grafico 15 (d): Argento

Anche l'argento è soggetto a un certo grado di volatilità, attestandosi a \$80,67 per oncia al 10/02/2026 (da \$89,8 il 15/01/2026), dopo aver raggiunto i massimi storici a \$116 per oncia a fine gennaio (23/01).



Fonte: Trading Economics: (a) Petrolio WTI, (b) ICE Endex Dutch TTF Natural Gas Futures Contract, (c) Oro; (d) Argento; ISPI, USA-Iran, cala la tensione?, 6/02/2026

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 13 febbraio 2026.

BPER:

Grazie

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