

BPER:

Macroeconomic challenges

Analisi macroeconomica mensile: 03/2026

Ufficio Studi, Ricerche e Innovazione
Direzione Pianificazione e Controllo

Milano, 16 marzo 2026

Overview

MEDIO ORIENTE: CONFLITTO APERTO, SALE IL PREZZO DELLE MATERIE PRIME ENERGETICHE

» Sabato 28 febbraio Stati Uniti e Israele hanno attaccato l'Iran con l'operazione "Epic Fury", la più grande operazione militare statunitense nella regione degli ultimi due decenni. L'Iran ha risposto bombardando Israele e altri paesi del Medio Oriente dove sono presenti basi militari statunitensi, con numerose vittime civili da entrambe le parti. L'esercito israeliano ha colpito obiettivi di Hezbollah in Libano, ampliando il conflitto in Medio Oriente. La missione militare ha ucciso la guida suprema dell'Iran, l'Ayatollah Ali Khamenei, e molti dei suoi alti funzionari, tra cui l'ex presidente Ahmadinejad. Il presidente americano Trump ha esortato gli iraniani a "prendere il controllo" del loro governo, ma la situazione in Iran è molto più complessa rispetto al Venezuela. In quel contesto, gli Stati Uniti catturarono il presidente venezuelano Maduro ma non chiesero al Paese di assumere il controllo del governo, collaborando invece con figure interne, come la vicepresidente Delcy Rodríguez, e promettendo un'eventuale transizione. In Iran, l'uccisione di Khamenei e di molti membri della sua cerchia ristretta rischia di innescare un conflitto regionale più ampio che potrebbe destabilizzare il Paese. Dopo la conferma della morte di Khamenei, ci sono state scene di iraniani che applaudevano e ballavano per le strade di Teheran, Isfahan e altre città. Al contempo, si sono svolte manifestazioni in lutto per l'Ayatollah. C'è un aspetto religioso molto rilevante, oltre che politico: in Iran, la maggioranza della popolazione è sciita, ed è l'unico Paese in cui l'Islam sciita è il fondamento delle leggi e del governo dello Stato. Tuttavia, l'influenza della Guida Suprema si estende oltre i confini dell'Iran, in quanto egli è la guida spirituale della comunità sciita globale (Iraq, Azerbaigian, Bahrein, Yemen, ecc). In tale quadro, l'attacco esterno in Iran potrebbe serrare i ranghi e indebolire anziché rafforzare l'opposizione che appare priva di leadership. Il potere ora è passato nelle mani di Mojtaba Khamenei, figlio della Guida suprema uccisa all'inizio del conflitto. L'evoluzione interna è piuttosto incerta, non da ultimo per il ruolo che potrà giocare l'esercito dei Pasdaran (Corpo delle Guardie della Rivoluzione Islamica, organo militare parallelo all'esercito regolare iraniano con un'enorme influenza politica: un vero "Stato nello Stato"). A seguito dell'attacco, i prezzi del petrolio e del gas sono aumentati vertiginosamente, poiché l'aggravarsi del conflitto in Medio Oriente ha interrotto le forniture dalla regione. In particolare, l'attività nello **Stretto di Hormuz**, lo stretto canale all'imboccatura del Golfo attraverso il quale scorre un quinto del petrolio e del gas mondiale, ha subito un rallentamento fino a quasi fermarsi in seguito agli attacchi. Tale situazione rappresenta una forte criticità per i flussi di petrolio diretti verso la Cina, il principale acquirente di prodotti energetici iraniani, un fattore che secondo alcuni analisti potrebbe essere annoverato tra gli obiettivi americani dell'attacco, insieme a quello più "ufficiale" legato alla deterrenza nucleare. Inoltre, il blocco di Hormuz rappresenta un'interruzione dell'offerta anche dei prodotti derivati, come fertilizzanti e nafta. Per l'Italia, occorrerà vedere le evoluzioni del conflitto, considerando che tra i maggiori fornitori di gas naturale liquefatto c'è il Qatar (vedi Focus "CRISI IN MEDIO ORIENTE: IL NODO DI HORMUZ" pubblicato in occasione dell'attacco dello scorso anno all'Iran nella "guerra dei 12 giorni"). Le reazioni dei mercati sono segnate dal forte rialzo del prezzo delle materie prime energetiche: il petrolio WTI ha superato i cento dollari al barile, mentre il Gas TTF è salito a 40,19€. In rialzo anche l'oro e il dollaro a 1.17. La situazione a medio termine dipenderà dalla durata del conflitto, che determinerà anche l'impatto sui mercati energetici e sull'economia globale in generale. (1) (2) (3)

BANCHE CENTRALI: APPROCCIO ATTENDISTA IN UN CONTESTO GEOPOLITICO INSTABILE

» L'escalation del conflitto in Medio Oriente ha accresciuto i rischi sui prezzi energetici e ampliato l'incertezza macroeconomica. In questo contesto, le principali banche centrali mantengono un approccio attendista, rinviando decisioni più incisive finché l'impatto del conflitto su inflazione e crescita non sarà più chiaro. La **Banca Centrale Europea (BCE)** ha lasciato invariato il tasso di deposito al 2,0% nell'ultima riunione del 5 febbraio e dovrebbe confermare un'impostazione prudente e data-dependent anche nella prossima riunione del 19 marzo. Queste tensioni non hanno avuto finora effetti evidenti sull'inflazione dell'area euro, che è rimasta vicina al target pur in lieve risalita a febbraio. Un protrarsi del conflitto, tuttavia, potrebbe riaccendere pressioni inflazionistiche e generare uno scenario di stagflazione. Anche la **Federal Reserve (FED)** si muove con cautela. Nella riunione del 28 gennaio 2026, la FED ha mantenuto invariata la fascia obiettivo dei Fed Funds al 3,50%–3,75%, scelta che i mercati si aspettano venga confermata anche nel meeting del 18 marzo. Le tensioni geopolitiche hanno ridotto le aspettative di un rapido allentamento monetario, mentre gli ultimi dati sull'occupazione hanno mostrato segnali di debolezza, con disoccupazione in aumento e revisioni al ribasso dei Non farm payrolls. In questa fase, la Fed potrebbe preferire mantenere una posizione prudente, concentrandosi sul ritorno dell'inflazione verso il target del 2% senza indebolire ulteriormente la dinamica occupazionale. Nel complesso, lo scenario attuale indica un ritorno alla prudenza: la durata del conflitto e l'andamento dei prezzi energetici saranno determinanti per capire quando, e con quale intensità, le banche centrali potranno riprendere il percorso di allentamento monetario iniziato nei mesi scorsi. (4) (5) (6) (7)

La congiuntura economica in sintesi

Area Euro

- Il **PIL nel quarto trimestre 2025** ha registrato una crescita del **+0,2% t/t** (da +0,3%) e del **+1,2% a/a** (da +1,4%). Complessivamente, l'Eurozona ha registrato una crescita del **+1,4% 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** +0,3% FY (da +1,1% nel 2024).
- L'**Inflazione a febbraio**, è aumentata al **+1,9% a/a** (da +1,7%). Anche l'inflazione *core* è aumentata al **+2,4% a/a** (da 2,2%). Nei principali Paesi dell'area euro, l'inflazione è aumentata in **Francia** (+1,0% a/a), mentre è calata in **Germania** (+1,9% a/a) ed è rimasta stabile in **Spagna** (+2,3% a/a).
- Il **Tasso di disoccupazione a gennaio** è calato al **6,1%** (da 6,1%), con **10,8 milioni di disoccupati**. Nei principali paesi, la situazione è rimasta stabile, con la **Germania** al 4%, la **Francia** al 7,7% e la **Spagna** al 9,8%.
- La **produzione industriale di gennaio** ha registrato un aumento del **-1,2% a/a** (da +2,2%) e del **-1,5% m/m** (-0,6%).
- **PMI Composito di febbraio** è aumentato a **51.9** (da 51.3), trainato dai **servizi** a **51.9** (da 51.6), mentre la **manifattura** è migliorata a **50.8** (da 50.0). Il PMI composito è cresciuto in **Germania** a **53.2** (da 52.1), in **Francia** a **49.9** (da 49.1), mentre è calata in **Spagna** a **51.5** (da 52.9).
- Nel **2025** l'**export** è cresciuto del **+2,4%** rispetto al 2024, pari a **€2.937 miliardi** e l'**import** del **+2,7%**, pari a **€2.773 miliardi**. L'export verso i Paesi **intra-UE** è cresciuto del +2,0% rispetto al 2024, pari a €2.627. Il solo commercio dell'Unione Europea verso gli USA ha visto un incremento sia dell'export pari al **+3,4%** (552 €MLD), sia dell'import per il **+5,0%** (355 €MLD). La bilancia commerciale si è ampliata del +0,5% (198 €MLD).

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%**.
- L'**inflazione italiana (NIC)** a **febbraio** è lievemente aumentata a **+1,6% a/a** (da +1,0%) ed è aumentata del +0,8% m/m (da +0,4%). La componente di fondo, che esclude energetici e alimentari freschi, è aumentata al **+2,4% a/a** (da +1,7%).
- Il **tasso di disoccupazione a gennaio** è calato al 5,1% (da 5,6%), con un totale di **1,3 milioni di disoccupati**, a fronte di un aumento degli occupati e degli inattivi. Il **tasso di inattività** è aumentato al 33,9% (da 33,7%), mentre il **tasso di occupazione** in lieve aumento al 62,5% (da 62,6%).
- La **produzione industriale di gennaio** ha registrato un calo del **-0,6% a/a** (da +3,2% a/a (da +1,4%) e del **-0,6% m/m** (da +0,4%).
- **PMI Composito a febbraio** è cresciuto a **52.1** (da 51.4). La **manifattura** è migliorata a **50.6** (da 48.1), mentre i **servizi** sono calati leggermente a **52.3** (da 52.9).
- **Debito pubblico italiano:** a **dicembre** in lieve calo a **€3.095 miliardi**, dai 3.124 miliardi di novembre. Nel **terzo trimestre** il **rapporto debito/PIL** si è attestato a **137,8%** (da 138,3%).
- Nel **2025** l'**export** è cresciuto del **+3,3%** rispetto al 2024, pari a **€643 miliardi** e l'**import** del **+3,9%**, pari a **€592 miliardi**. L'export è stato trainato dal commercio **intra-UE** (+4,2% rispetto al 2024, pesando il 50,9% sul totale dell'export) e dal mercato **extra-UE** (+2,4%, pesando il 49,1% sul totale), in particolare verso gli **Stati Uniti** (+7,2%, pesando il 10,4% sul totale).

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: nel 2025 il PIL a +1,4%

» Nel quarto trimestre del 2025 il PIL dell'area euro è cresciuto su base annua del +1,2%, evidenziando un rallentamento rispetto alla dinamica più sostenuta del terzo trimestre, pur mantenendo un quadro complessivamente positivo. Rispetto al trimestre precedente la crescita è stata del +0,2%. Le componenti del PIL delineano in modo chiaro i motori della crescita: i consumi delle famiglie (+0,4%) rappresentano il principale contributo positivo, insieme alla spesa pubblica (+0,5%) ed agli investimenti fissi lordi (+0,6%). Sul fronte opposto, il saldo estero incide negativamente, riflettendo un calo delle esportazioni (-0,4%) superiore alla contrazione delle importazioni (-0,2%). Anche le scorte sottraggono crescita, segno di un disaccumulo diffuso nel trimestre. Nel complesso, il PIL mostra un'economia trainata dalla domanda interna, mentre commercio estero e scorte continuano a gravare sul ritmo dell'espansione. (1)

Nel 2025, la crescita dell'Italia è pari al +0,7%

» Nel quarto trimestre del 2025, il PIL si conferma in aumento del **+0,8%** rispetto al quarto trimestre del 2024 e del **+0,3%** rispetto al trimestre precedente. In termini congiunturali, si registra la crescita dei due principali aggregati della domanda interna: più deboli i consumi finali (+0,1%), mentre sono più sostenuti gli investimenti fissi lordi (+0,9%). Per contro, con riferimento alla domanda estera, si stima un calo delle esportazioni del -1,2% e un aumento delle importazioni del +1,0%. La domanda nazionale al netto delle scorte ha contribuito per il +0,3% alla crescita del PIL: +0,1% i consumi finali di famiglie, ISP e amministrazioni pubbliche (AP) e +0,2% gli investimenti fissi lordi. Per contro, il contributo della domanda estera netta alla variazione del PIL è risultato negativo per il -0,7%, mentre la variazione delle scorte ha contribuito positivamente per il +0,7%. (2) Nel 2025 complessivo, l'Italia è cresciuta del **+0,7%**, rispetto al 2024. Aumentano i consumi delle famiglie del +1,1%, mentre la spesa delle amministrazioni pubbliche sale del +0,6%. Significativa la crescita degli investimenti del +3,8%. Per quanto riguarda il commercio estero, le esportazioni crescono, con le importazioni che aumentano in maniera più decisa. (3)

» Nel 2025, il valore aggiunto ha segnato crescita in tutti i principali comparti produttivi: +0,2% nell'agricoltura, +0,8% nell'industria e +0,1% nei servizi. La crescita dell'attività produttiva si è accompagnata a una espansione delle unità di lavoro totali (+1,3%) e dei redditi da lavoro dipendente (+3,8%). Per quanto riguarda l'andamento della finanza pubblica, il rapporto tra indebitamento delle Amministrazioni pubbliche e PIL ha registrato un miglioramento rispetto al 2024, attestandosi a -3,1%. Anche il saldo primario è migliorato, passando da +0,5% a +0,7%. La pressione fiscale è aumentata del +0,7%, mentre la spesa per interessi è cresciuta del +1,9%. (4)

Negli Stati Uniti il PIL rallenta rispetto al 2024, ma rimane sostenuto

» La prima stima del PIL USA nel 2025 vede una crescita ancora sostanziosa a **+2,2%** rispetto all'anno precedente, seppur segni un rallentamento rispetto al +2,8% del 2024. L'andamento riflette principalmente aumenti nella spesa per i consumi, che vede un miglioramento annuo del +2,2% e negli investimenti del settore privato che crescono del +2,5%, trainati dalla diffusione dell'intelligenza artificiale. Per quanto riguarda il commercio estero, l'export cresce del +1,7% a/a, mentre l'import cala del -2,0% a/a. Segue nel calo anche la spesa pubblica pari al -1,0%. (5)

Grafico 1: Variazione congiunturale PIL Eurozona e Italia

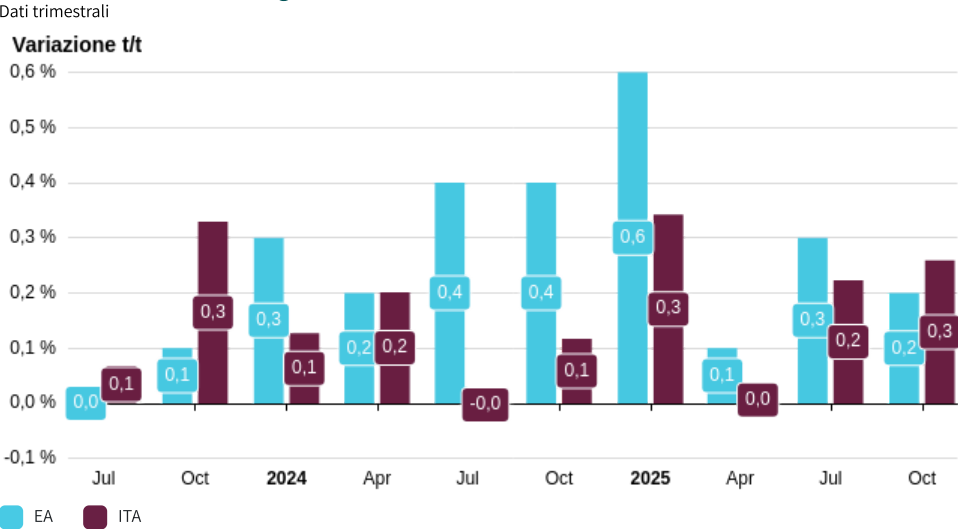
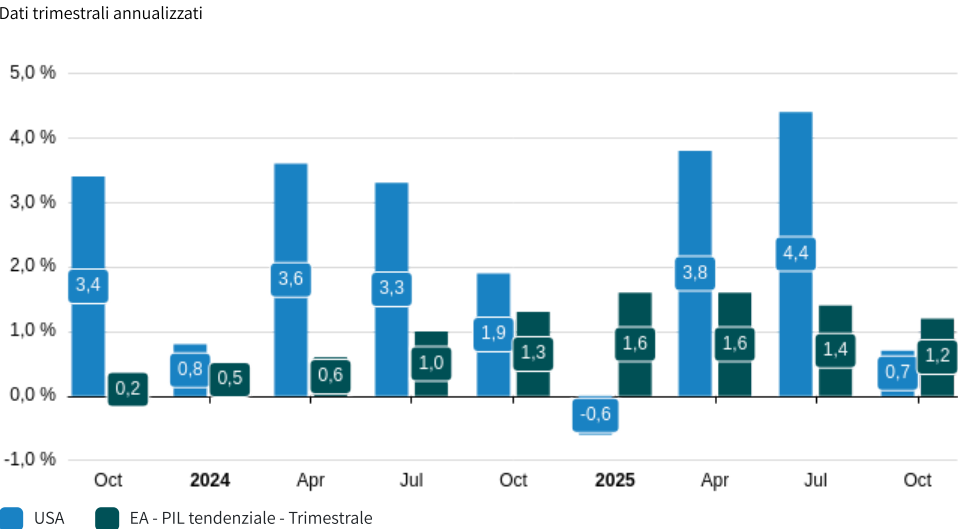


Grafico 2: Variazione tendenziale del PIL USA ed Eurozona



Fonte: (1) GDP and employment both up by 0.2% in the euro area, 6/3/2026; (2) Istat, Conti economici trimestrali - IV trimestre 2025, 4/3/2026; (3) Il dato +0,7% è la variazione del dato destagionalizzato. Il dato grezzo annuo è pari al +0,5%. (4) Istat, Pil e indebitamento AP, 2/3/2026; (5) Bureau of Economic Analysis, GDP (Advance Estimate), 4th Quarter and Year 2025, 20/2/2026.

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

Eurozona, inflazione in aumento ma ancora sotto il target a febbraio

» L'indice d'inflazione di febbraio è aumentato al **+1,9% a/a** (da +1,7%) e su base mensile al +0,7% m/m (da -0,5%). L'accelerazione dell'inflazione ha riflesso soprattutto il contributo dei servizi, la cui dinamica annua è salita al +3,4% (da +3,2%), e dei beni industriali non energetici, in aumento al +0,7% a/a (da +0,4%). L'aggregato energia è rimasto in territorio negativo ma ha mostrato un calo meno pronunciato rispetto al mese precedente (-3,2% a/a da -4,0%), segnalando un'attenuazione delle pressioni deflative lungo la filiera energetica. Nel complesso, l'inflazione *core* è rimasta su livelli moderati ma in lieve risalita, attestandosi al +2,4% a/a, coerentemente con una dinamica ancora sostenuta dei servizi e di alcune componenti dei beni. Nei principali Paesi dell'area euro, l'inflazione è aumentata in **Francia** (a +1,0% a/a da +0,3%), è calata in **Germania** (a +1,9% a/a da +2,1%) ed è rimasta stabile in **Spagna** (a +2,3% a/a). (1)

» A dieci giorni dall'inizio della guerra tra Stati Uniti, Israele e Iran, si stanno valutando con crescente attenzione i possibili **effetti politici ed economici del conflitto**, soprattutto in relazione alla sicurezza energetica globale. Un conflitto di breve durata avrebbe impatti più contenuti, mentre un'escalation prolungata, con possibili attacchi alle infrastrutture energetiche o problemi nello Stretto di Hormuz, potrebbe generare uno **scenario di stagflazione**, con: un aumento dei prezzi dell'energia, una maggiore inflazione, un calo della fiducia e un peggioramento delle condizioni finanziarie. (2)

Italia: crescono i prezzi al consumo a febbraio

» L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è aumentato al **+1,6% a/a** (da +1,0%) e del +0,8% m/m (da +0,4%) a febbraio. Su base annua, l'aumento è dovuto soprattutto alla dinamica dei prezzi dei Servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona e, in particolare, dei Servizi relativi ai trasporti e degli Alimentari non lavorati. Diversamente, sono calati i prezzi degli Energetici. In particolare, i prezzi del **“carrello della spesa”** sono cresciuti attestandosi a +2,2% a/a (da +1,9%). Anche la componente di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi) è aumentata del +2,4% a/a (da +1,7%). (3)

» Il rialzo dell'inflazione di febbraio, pur superiore alle attese, non desta particolari preoccupazioni poiché riconducibile a fattori temporanei, come l'aumento delle accise sui tabacchi e gli effetti delle Olimpiadi invernali su alcuni servizi. Resta però un elemento di vulnerabilità: in un contesto internazionale incerto sul fronte energetico, l'Italia, fortemente dipendente dalle importazioni di materie prime energetiche, è più esposta a eventuali pressioni sui prezzi dell'energia. Questa caratteristica rende il **profilo inflazionistico italiano particolarmente sensibile a possibili tensioni sui mercati energetici**. (4)

USA, inflazione stabile a febbraio 2026

» L'indice dei prezzi al consumo (CPI) di febbraio è rimasto stabile a **+2,4% a/a**, mentre cresce del +0,3% m/m (da +0,2%). Stabile anche l'inflazione *core* +2,5% a/a.

» L'indice PCE (Personal Consumption Expenditures Price) a gennaio cala al **+2,8% a/a** (da +2,9%) e al +0,3% m/m (da +0,4%). La componente *core* invece accelera, portandosi al +3,1% a/a (da +3,0%). (5) (6)

Grafico 3: Eurozona, Indice Inflazione armonizzata

Dati mensili

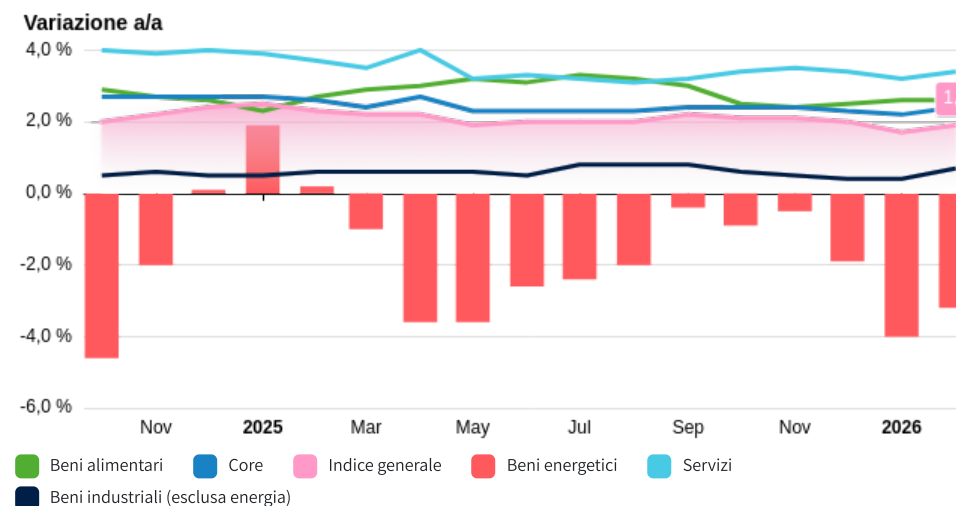
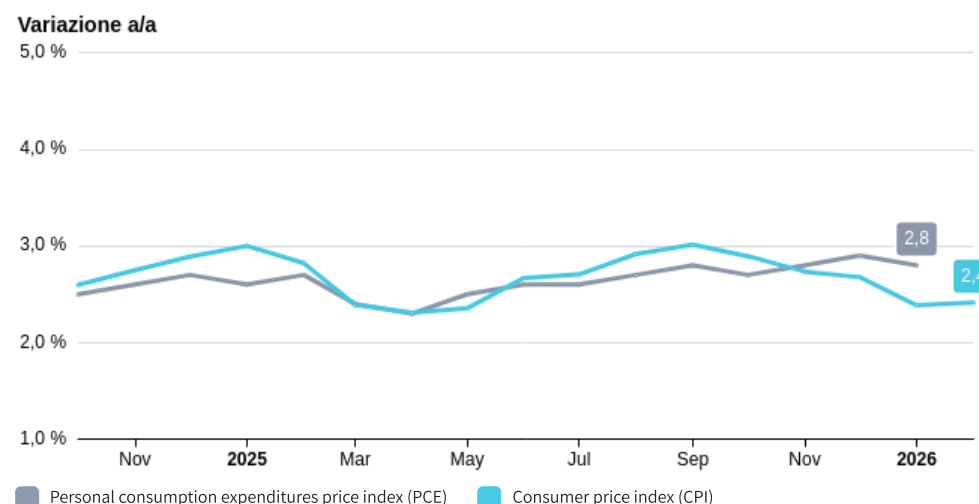


Grafico 4: USA, Inflazione PCE e CPI

Dati mensili



La produzione industriale in Area Euro e negli USA

Italia, cala la produzione industriale

» A gennaio, la produzione industriale italiana è calata sia del **-0,6% a/a** (da +3,2%), che del -0,6% m/m (da -0,4%). Si registra un incremento tendenziale solo per l'energia (+10,4%). I restanti comparti, invece, mostrano flessioni, con un calo maggiore per i beni consumo (-3,8%) e meno accentuato per i beni intermedi (-1,6%) e per i beni strumentali (-0,3%) (1)

» A febbraio 2026 la **fiducia delle imprese è lievemente calata a 97,4** (da 96,8) **dopo cinque mesi consecutivi di miglioramenti**, mostrando un arretramento contenuto e un quadro ancora nel complesso stabile, pur con dinamiche eterogenee tra i settori. L'indice è aumentato nelle costruzioni (a 103,1, da 99,9) e nel commercio al dettaglio (a 105,1, da 102,5), mentre ha registrato una flessione nella manifattura (a 88,5, da 89,2) e nei servizi di mercato (a 102,2, da 103,5). Nel dettaglio, la manifattura mostra un indebolimento diffuso delle sue componenti, mentre nelle costruzioni migliorano gli ordini e i piani di produzione, con aspettative di un deciso aumento dell'occupazione. Nei servizi peggiorano i giudizi sugli ordini ma migliorano le aspettative, mentre nel commercio al dettaglio tutte le componenti risultano in miglioramento. (2)

» Questa lieve correzione della fiducia si inserisce comunque in un contesto in cui, **nel complesso del 2025, l'industria ha mostrato segnali di recupero in termini di fatturato**. Il bilancio annuo dell'industria è risultato in terreno positivo (+0,6%) dopo la marcata flessione del 2024 (-4,3%), mentre hanno continuato a crescere i servizi (+1,9%). Anche i volumi hanno mostrato, nella media dell'anno, una moderata crescita in entrambi i comparti (+0,8%). Tra i principali raggruppamenti di industrie, hanno registrato incrementi i beni strumentali e quelli di consumo, mentre nei servizi una maggiore vivacità ha interessato i servizi di informazione e comunicazione. Nel complesso, **il quadro è rimasto complessivamente resiliente**: la fiducia arretra solo marginalmente dopo mesi di miglioramento e trova riscontro nel recupero del fatturato industriale nel 2025. Tuttavia, il contesto internazionale si è confermato un fattore da monitorare, con potenziali riflessi soprattutto sulle industrie più energivore. (3)

Germania: industria debole dopo mesi di miglioramento

» La **produzione industriale** a gennaio è calata del **-1,2% a/a** (da -0,4%) e del -0,5% m/m (da -1,0%). Il calo congiunturale è stato influenzato soprattutto dalla forte contrazione nella produzione di metalli lavorati (-12,4%), nella farmaceutica (-11,9%) e nei prodotti elettronici (-6,8%). (4)

» Anche sul fronte degli **ordini industriali**, il quadro di gennaio ha mostrato segnali di rallentamento. Su base annua, i nuovi ordinativi sono aumentati del **+3,7% a/a**, ritmo molto più contenuto rispetto al +11,7% di dicembre. Su base mensile, invece, gli ordini sono calati del -11,1% m/m, principalmente per la normalizzazione dei grandi ordinativi dopo l'eccezionale incremento del mese precedente. Al netto delle commesse di maggiore dimensione, la flessione risulta molto più limitata (-0,4% m/m), segnalando una **domanda debole ma non in forte deterioramento**. In prospettiva, alcuni analisti ritengono che entro il 2026 l'industria tedesca possa tornare a essere un contributo positivo alla crescita, a condizione che il contesto geopolitico non subisca un'ulteriore escalation. Per il momento, l'aumento dei rischi legati alla guerra in Medio Oriente non è ancora emerso con chiarezza negli indicatori congiunturali più recenti. (5) (6)

» In generale, in **Eurozona** a gennaio l'ultimo dato disponibile ha registrato un peggioramento dell'indice della produzione industriale del **-1,2% a/a** (da +2,2%) e del -1,5% m/m (-0,6%). (7)

Grafico 5: Italia, Produzione Industriale

Anno base 2021

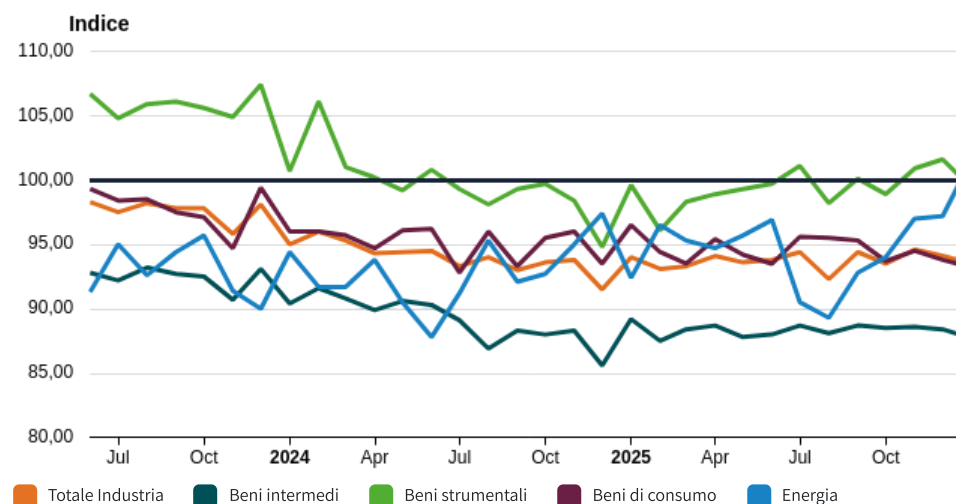
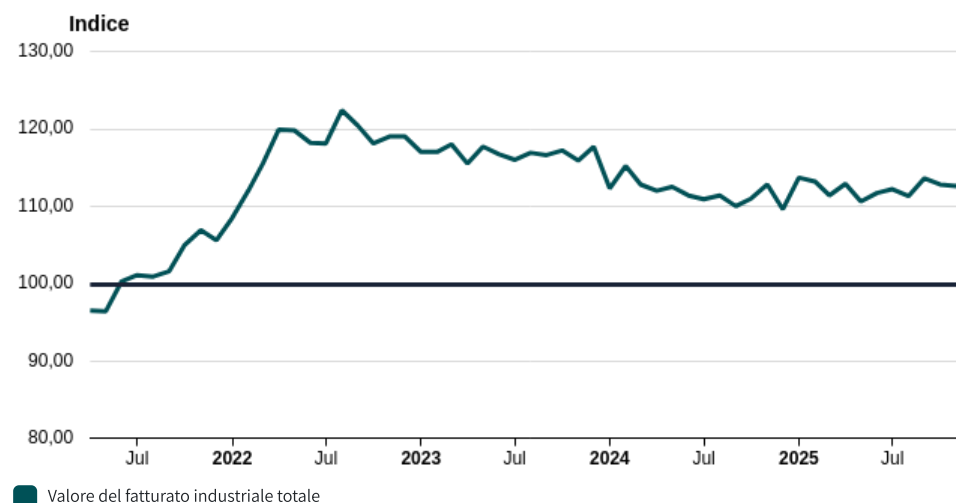


Grafico 6: Italia, Fatturato dell'industria

Anno base 2021



Il mercato del lavoro in Area Euro e USA

Eurozona, ulteriori segnali di consolidamento per il mercato del lavoro

» A **gennaio** 2026 il **tasso di disoccupazione** nell'area euro è sceso al **6,1%**, in lieve miglioramento rispetto al 6,2% registrato a dicembre 2025. La diminuzione del tasso ha riflesso la riduzione dei disoccupati, pari a 184 mila unità per un totale di 10,8 milioni di occupati. Anche la disoccupazione giovanile è calata, con il tasso tra i 15-24 anni al 14,8% (da 15,0%). I progressi nel mercato del lavoro sono diffusi a livello settoriale e geografico: a gennaio in **Spagna** il tasso di disoccupazione è lievemente calato al 9,8% (da 10,0%), in **Francia** al 7,7% (da 7,8%), mentre in **Germania** il tasso è rimasto stabile al 4%. Nel complesso, i dati hanno confermato la resilienza del mercato del lavoro europeo, che continua a mostrare un graduale riassorbimento della disoccupazione. (1)

Italia, nuovamente in calo la disoccupazione a gennaio

» Il **tasso di disoccupazione** è sceso al **5,1%** a **gennaio** (dal 5,6%), attestandosi su uno dei livelli più bassi degli ultimi decenni. La riduzione dei disoccupati ha riflesso sia l'aumento degli occupati — cresciuti di +80 mila, raggiungendo 24,2 milioni — sia l'incremento degli inattivi, aumentati di +35 mila (12,6 milioni complessivi), soprattutto tra le donne. Di conseguenza, il tasso di occupazione è lievemente aumentato al 62,6% (da 62,5%), mentre il tasso di inattività è salito al 33,9% (da 33,7%), segnalando che una parte della popolazione in età lavorativa si è temporaneamente allontanata dal mercato del lavoro.

» Il miglioramento del mercato del lavoro registrato a gennaio ha rappresentato un segnale positivo per l'avvio del 2026, grazie alla crescita degli occupati e al calo del tasso di disoccupazione. Parallelamente, sono emerse alcune **criticità strutturali**. È proseguita la **debolezza della partecipazione femminile**, in calo al 57% a gennaio 2026 dal 57,9% nello stesso periodo dell'anno precedente. Un altro elemento di attenzione ha riguardato la **crescita degli inattivi**, soprattutto tra i giovani 15-24 anni (tasso al 79%, +3,3 pp rispetto a gennaio 2025), dinamica che potrebbe riflettere sia scelte di formazione sia fenomeni di scoraggiamento. Nel complesso, per sostenere una crescita di medio periodo nell'ordine dell'1,5-2% sarà necessario intervenire su questi nodi strutturali. (2)

USA segnali di indebolimento del mercato del lavoro

» A **febbraio** il **tasso di disoccupazione** è leggermente aumentato al **4,4%** (da 4,3% di gennaio), con un totale di disoccupati pari a 7,6 milioni di persone, e i nuovi occupati non agricoli (**Non farm payrolls, NFP**) sono calati di **-92 mila** contratti (da +126 mila a gennaio, rivisto da +130mila). La flessione è attribuibile principalmente alla sanità (28mila), penalizzata da scioperi, e ai cali nei settori informazione (-11mila) e governo federale (-10mila). Le revisioni dei mesi precedenti hanno mostrato un calo sia a dicembre (a -17mila, da +48mila) che a gennaio (a +126mila da +130mila), con una perdita complessiva di 69mila posti nei due mesi rispetto alle stime inizialmente pubblicate. Nel complesso, i dati del mese hanno confermato un raffreddamento del mercato del lavoro, con segnali di indebolimento diffuso e una dinamica occupazionale meno robusta rispetto ai mesi precedenti. (3)

» L'ultimo rapporto sul mercato del lavoro ha evidenziato il delicato equilibrio che la **Federal Reserve** deve gestire tra sostegno all'occupazione e controllo dell'inflazione. Quest'ultima è scesa più del previsto a gennaio, per poi rimanere stabile a febbraio (al + 2,4%), ma il recente aumento dei prezzi del petrolio legato alle tensioni in Medio Oriente potrebbe riaccendere pressioni sui costi. In questo contesto, la Fed dovrà valutare con attenzione l'evoluzione congiunta di prezzi e occupazione nelle prossime decisioni di politica monetaria. (4)

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

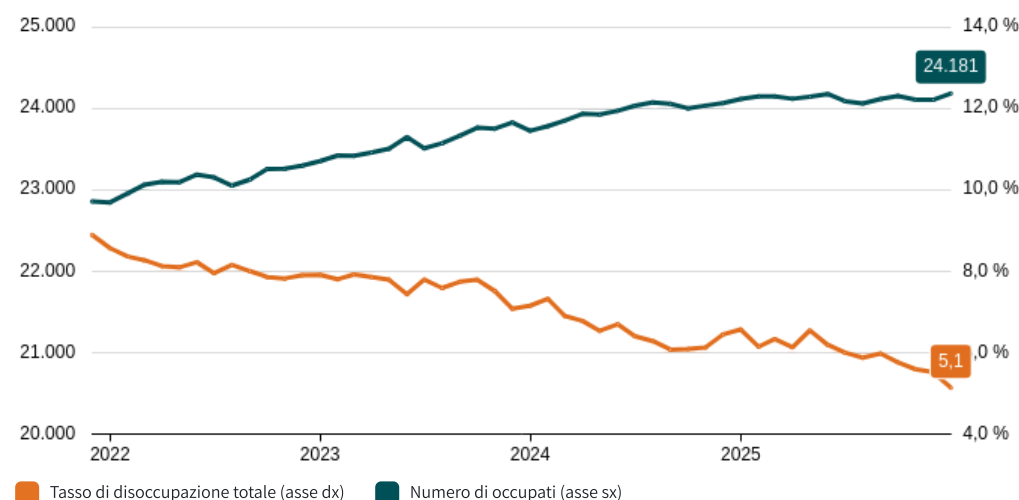
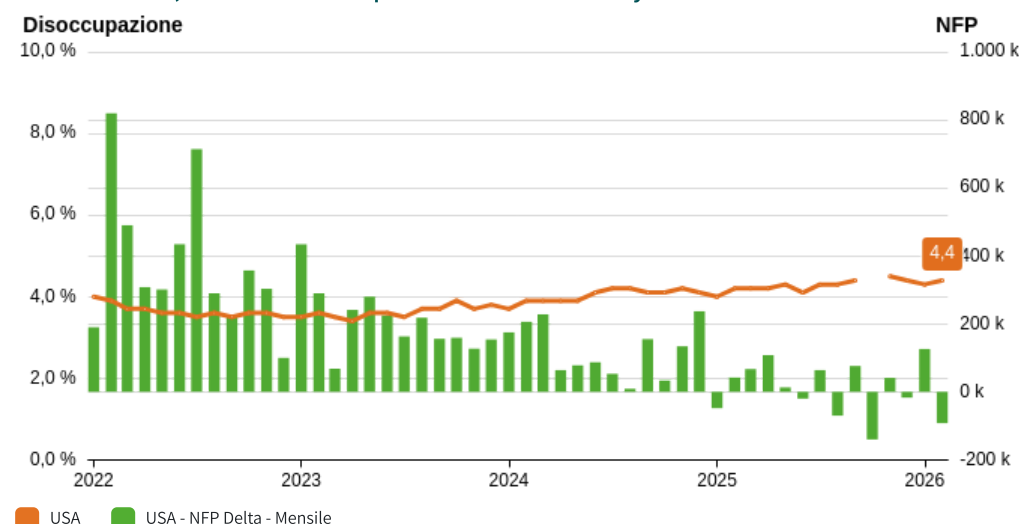


Grafico 8: USA, Tasso di Disoccupazione e Non Farm Payrolls



Fonte: (1) Eurostat, Euro area unemployment at 6.2%, 30/01/2026; (2) Istat, Occupati e disoccupati (dati provvisori) - Gennaio 2026, 4/03/2026; (3) Bureau of Labour Statistics, Employment Situation Summary, 6/03/2026; (4) FT, US economy sheds 92,000 jobs in February in sharp slide, 6/03/2026

L'indice PMI dei responsabili degli acquisti

Eurozona, migliora la manifattura e riprendono a migliorare i servizi

» A febbraio l'Eurozona mostra un miglioramento diffuso: la manifattura sale a **50.8** (da 50.0), il livello più alto in quasi quattro anni, mentre i servizi crescono a **51.9** (da 51.6). La ripresa manifatturiera è trainata dai nuovi ordini e da una maggiore fiducia, ai massimi dal 2022, ma aumenta anche la pressione sui costi, ai massimi da tre anni. I servizi restano in espansione per il 14° mese, pur con capacità inutilizzata e occupazione stabile. **L'indice composito raggiunge 51.9** (da 51.3). La **manifattura tedesca** risale a **50.9** (da 49.1) grazie a produzione e ordini in aumento per la prima volta in 3,5 anni. I servizi accelerano a 53.5 (da 52.4), pur con occupazione in leggero calo. In complesso, il composito cresce a **53.2** (da 52.1). La **manifattura della Francia** cresce ma resta fragile; i servizi sono in contrazione a 49.6 (da 48.4), con pressioni sui prezzi di input in aumento. Il composito migliora a **49.9** (da 49.1). La **manifattura spagnola** torna neutrale a **50.0** (da 49.2), mentre i servizi rallentano a **51.9** (da 53.5). L'indice composito scende a **51.5** (da 52.9), con aspettative in calo.

Italia: manifattura e servizi migliorano a febbraio

» A febbraio, per l'Italia, il comparto manifatturiero torna finalmente ad espandersi a **50.6** (da 48.1). Il superamento della soglia dei 50 punti indica un ritorno, seppur ancora fragile, a condizioni operative espansive per il manifatturiero italiano. Il miglioramento è sostenuto da una rinnovata crescita della produzione e degli ordini totali, mentre le aspettative per i prossimi 12 mesi raggiungono il livello più alto in quasi cinque anni, segnalando una forte fiducia delle imprese. Tuttavia, le aziende continuano a fronteggiare pressioni sui costi che frenano l'occupazione e scoraggiano gli acquisti di materiali. La maggiore domanda porta comunque a un atteggiamento più deciso nell'aumento dei prezzi di vendita. Nel settore dei servizi prosegue l'espansione a **52.3** (da 52.9), con il quindicesimo mese consecutivo di crescita, anche se il ritmo di aumento di produzione e nuovi affari rallenta leggermente pur restando elevato rispetto agli standard storici. Gli ordini esteri tornano a crescere e, con poca capacità inutilizzata e aspettative positive, l'occupazione aumenta. L'inflazione dei costi e dei prezzi si intensifica. **L'indice composito cresce a 52.1** (da 51.4).

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

» La manifattura statunitense a febbraio rallenta con l'indice in calo a **51.6** (da 52.4). Si registra un brusco indebolimento dei nuovi ordini, soprattutto dall'estero; l'occupazione resta ferma tra incertezze su ordini e dazi, mentre il meteo avverso pesa sulle attività pur lasciando spazio a un potenziale rimbalzo. Anche i servizi decrescono a **51.7** (da 52.7), con l'attività che cresce al ritmo più debole in dieci mesi, frenata da domanda interna ed estera contenuta, costi elevati e forte competizione che limita i prezzi, mantenendo basso l'ottimismo. Il composito scende a **51.9** (da 53.0).

Cina, la manifattura migliore grazie a stabilizzazioni commerciali

» La manifattura cinese a febbraio accelera con un'espansione vigorosa a **52.1** (da 50.3), sostenuta da produzione e domanda in forte aumento; nuovi ordini ed export corrono ai massimi, mentre gli acquisti crescono rapidamente e le scorte si stabilizzano. L'occupazione rimane debole, generando arretrati, e le pressioni sui costi spingono a nuovi rialzi dei prezzi, con fiducia ai massimi da undici mesi. Nei servizi, l'espansione è ancora più marcata a **56.7** (da 52.3). Questo grazie alla domanda interna vivace e all'export in miglioramento; tuttavia l'occupazione cala per contenere i costi. Nel composito, l'indice cresce a **55.4** (da 51.6).

Grafico 9: PMI Eurozona

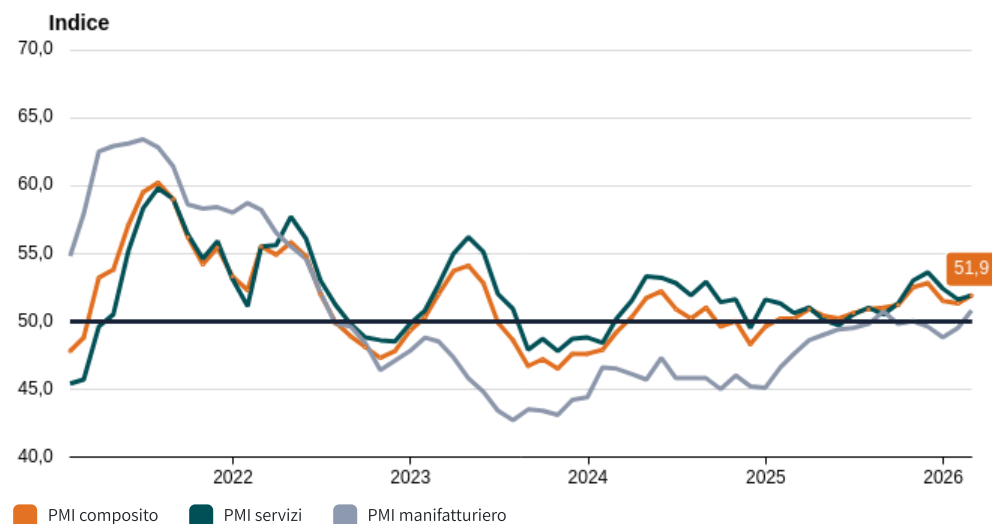
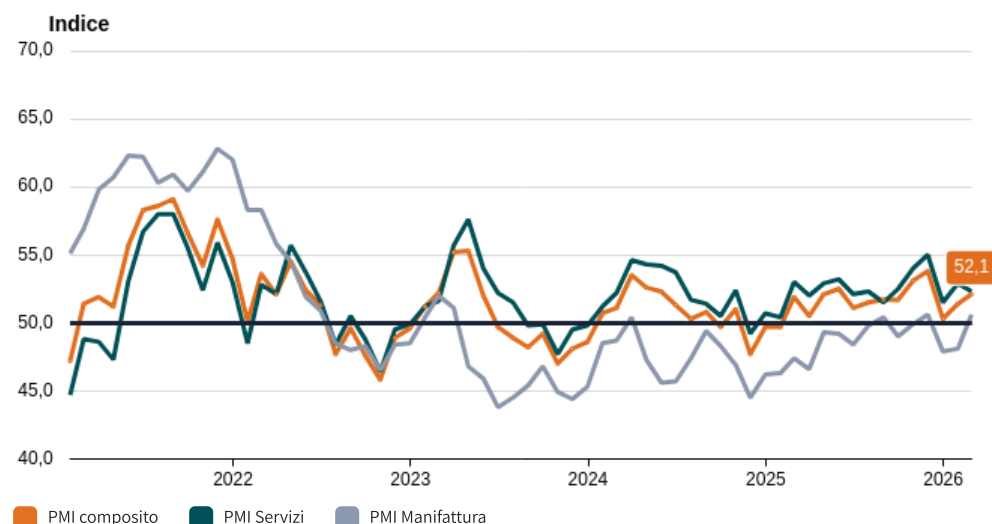


Grafico 10: PMI Italia



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

Prossime riunioni: 19 marzo e 30 aprile 2026

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**.

Il **contesto internazionale si è fatto più instabile** negli ultimi giorni, soprattutto a causa dell'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente, che aumenta il rischio di nuove pressioni sui prezzi energetici. Finora questi effetti non si sono trasferiti in modo evidente sull'inflazione, ma l'incertezza rimane elevata. Alla luce delle nuove incertezze geopolitiche, la banca centrale dovrebbe confermare un **approccio prudente e data-dependent**, lasciando i **tassi fermi anche nella riunione di marzo**. Per ora, il mercato si aspetta comunque un aumento dei tassi nel corso dell'anno, scommettendo che l'impennata dei costi energetici dovuta al conflitto in Medio Oriente spingerà la BCE ad agire. Se il conflitto dovesse protrarsi a lungo e alimentare i rincari dei prezzi energetici, potrebbe emergere uno scenario di stagflazione. Nell'ultima riunione la BCE ha mantenuto i tassi invariati, alla luce di un'economia che ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta (PIL +1,4% nel 2025) e un'inflazione ormai vicina al target da diversi mesi, seppur in risalita al +1,9% a/a febbraio. (1) (2)

Federal Reserve

Interest Rate Policy

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

Head of Central Bank
Jerome Powell

Prossime riunioni: 18 marzo e 29 aprile 2026

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 invariati** i tassi nella riunione del **28 gennaio**.

Le tensioni in Medio Oriente hanno aumentato l'incertezza per la politica monetaria statunitense, frenando le aspettative di un rapido allentamento dei tassi. Prima dell'escalation, i mercati prezzavano due tagli nel corso dell'anno; ora prevedono al massimo un solo intervento. Nel frattempo, il mercato del lavoro ha mostrato segnali di indebolimento. A febbraio il tasso di disoccupazione è salito (al 4,4%) e i nuovi occupati non agricoli sono diminuiti, con revisioni al ribasso dei dati dei mesi precedenti. Questo andamento contraddice la precedente narrazione di stabilizzazione e suggerisce un raffreddamento più marcato del mercato del lavoro. In questo contesto, pur operando in un quadro di crescita economica sostenuta (PIL +2,2% nel 2025), la FED potrebbe optare per un **approccio attendista, valutando attentamente l'evoluzione delle tensioni geopolitiche e il loro impatto**. Le priorità restano garantire che l'inflazione converga verso il target, attualmente al 2,4% a febbraio, e la stabilizzazione del mercato del lavoro. Ci attendiamo tassi fermi nella riunione di marzo. (3) (4)

La politica monetaria: central bank snapshot

Bank of England

Interest Rate Policy

- Bank rate: 3,75%

Head of Central Bank

Andrew Bailey

Prossime riunioni: 19 marzo e 30 aprile 2026

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**.

L'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente ha aumentato il rischio di nuove pressioni sui prezzi energetici nel Regno Unito, proprio mentre la disinflazione stava procedendo (CPI +3,0% a gennaio da +3,4%). Il Paese è vulnerabile a un eventuale shock dei prezzi, avendo ridotto l'inflazione più lentamente dell'Eurozona. Nell'ultima riunione, la BoE ha lasciato i tassi invariati, decisione che ha riflesso i progressi della disinflazione e una crescita economica moderata (PIL +1,3% nel 2025). Il percorso di allentamento avviato ad agosto 2024 potrebbe tuttavia subire una pausa: **l'evoluzione dei prezzi energetici ha reso più incerto l'orientamento di politica monetaria**. Al momento, i mercati non scontano né tagli né aumenti dei tassi per tutto il 2026. (5) (6)

Bank of Japan

Interest Rate Policy

- Policy deposit rate: 0,75%

Head of Central Bank

Kazuo Ueda

Prossime riunioni: 19 marzo e 28 aprile 2026.

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**.

Le recenti tensioni in Medio Oriente hanno evidenziato la forte dipendenza del Giappone dalle importazioni energetiche, soprattutto dal petrolio dell'area, rendendo il Paese particolarmente vulnerabile agli shock sui mercati globali dell'energia. L'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche combinato con uno Yen ancora debole, potrebbe rapidamente alimentare pressioni inflazionistiche. In questo contesto, la Banca — che aveva avviato la normalizzazione della politica monetaria, con tassi al livello più alto degli ultimi trent'anni — sta valutando con **maggiore cautela i tempi del prossimo rialzo**, per evitare che un irrigidimento troppo rapido comprometta la ripresa economica. Nel complesso, l'inflazione si è attestata in calo al +1,5% a gennaio, mentre l'economia è cresciuta moderatamente (PIL +1,2% nel 2025). (7) (8)

Swiss National Bank

Interest Rate Policy

- SNB policy rate: 0,00%

Head of Central Bank

Martin Schlegel

Prossime riunioni: 19 marzo e 18 giugno 2026

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

Il deteriorarsi della situazione in Medio Oriente potrebbe provocare un eccessivo apprezzamento del franco svizzero, alimentato dai flussi globali verso i beni rifugio. Questo movimento rischia di compromettere la stabilità dei prezzi in Svizzera, penalizzando gli esportatori e riportando alla ribalta il rischio di **deflazione**. Una valuta forte può ridurre il costo delle importazioni e frenare ulteriormente un'inflazione già bassa. Per queste ragioni l'istituto ha continuato a dichiararsi "pronto a intervenire sul mercato dei cambi se necessario". Nella prossima riunione di marzo non ci aspettiamo un taglio del tasso da parte della SNB. (9) (10)

La logistica e il commercio mondiale

Lo shock di Hormuz: un blocco logistico che alimenta tensioni globali

» L'esplosione del conflitto in Medio Oriente, il 28 febbraio, ha provocato un **crollo immediato dei flussi marittimi nello Stretto di Hormuz**, il passaggio strategico tra Golfo Persico e Golfo di Oman da cui transita circa un quinto del petrolio mondiale. Fino a quel momento, tra 80 e 120 navi al giorno trasportavano 3-5 milioni di tonnellate di merci. Subito dopo, il traffico si è praticamente azzerato (Grafico 11). Questa interruzione ha reso lo shock diverso da una normale impennata dei prezzi del petrolio. Il greggio può essere in parte reindirizzato via oleodotti, ma il **gas naturale liquefatto (GNL), i fertilizzanti e le materie prime petrolchimiche dipendono esclusivamente dal trasporto marittimo**: quando Hormuz si ferma, lo shock si estende all'industria chimica, agli input alimentari, alla manifattura e alla logistica globale. Diversamente dal 2022, quando il petrolio russo continuò a fluire e fu reindirizzato verso nuovi acquirenti, oggi non esistono rotte alternative comparabili. Le pipeline disponibili coprono solo una frazione del greggio e non esiste alcuna alternativa per il GNL o i prodotti petrolchimici. L'analogia più vicina è il COVID del 2020, quando le catene di approvvigionamento globali si interruppero improvvisamente. Tuttavia, la chiusura di Hormuz è un puro shock di offerta, alimentando l'inflazione e allo stesso tempo minacciando la produzione, mentre il COVID generò uno shock deflazionistico legato al crollo della domanda. Per la politica monetaria, questo crea un dilemma molto più complesso rispetto al 2020: l'inflazione spinge verso politiche più restrittive, mentre il rallentamento dell'attività e i rischi di instabilità finanziaria suggeriscono un allentamento. Bilanciare queste forze contrapposte è oggi molto più difficile. Già la minaccia dell'escalation aveva iniziato a pesare sulle catene globali del valore, come mostrato dal lieve aumento del **Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)** sopra la media storica a +0,5 in febbraio (da +0,42 a gennaio). (1) (2)

Italia, nel 2025 surplus commerciale in aumento

» Nonostante l'incertezza che ha caratterizzato l'anno che si è appena concluso, come conseguenza della nuova politica commerciale americana, nel 2025 l'Italia ha registrato un surplus commerciale di €50,8 miliardi, in **aumento del +5,1%** rispetto al 2024. La crescita dell'avanzo commerciale è dovuta a una dinamica delle **esportazioni (+3,3% a/a, pari a €643 miliardi)** più sostenuta rispetto alle importazioni (+3,1% a/a, pari a €592 miliardi). Rispetto al 2024, la crescita dell'export in valore nel 2025 è stata trainata sia dall'**aumento delle vendite dirette sui mercati UE (+4,2%, pesando il 50,9% sul totale dell'export)** – in particolare verso Spagna (+10,6%), Francia (+5,3%) e Germania (+2,3%) – sia dalle maggiori vendite dirette verso alcuni principali paesi partner extra-Ue (+2,4%, pesando il 49,1% sul totale), fra cui Svizzera (+16,3%), Stati Uniti (+7,2%) e paesi OPEC (+11,0%). (3)

USA: la Corte Suprema annulla i dazi "reciproci" e apre la strada ai rimborsi

» A fine febbraio 2026 la **Corte Suprema degli Stati Uniti ha invalidato la base legale dei dazi "reciproci"** introdotti nel "Liberation Day" dell'aprile 2025, perché erano stati giustificati tramite l'**International Emergency Economic Powers Act (IEEPA)** in modo improprio. L'IEEPA, infatti, consente al Presidente di adottare misure restrittive in caso di emergenza nazionale, ma non permette di imporre dazi doganali generalizzati. Restano in vigore solo i dazi basati su altre norme, come quelli su acciaio e alluminio (50%). La sentenza apre per le imprese europee e italiane la possibilità di richiedere il rimborso dei dazi IEEPA dichiarati illegittimi. Infatti, il Tribunale del Commercio Internazionale americano ha ordinato al governo di procedere con i **rimborsi**. (4) (5)

Grafico 11: Blocco dello Stretto di Hormuz

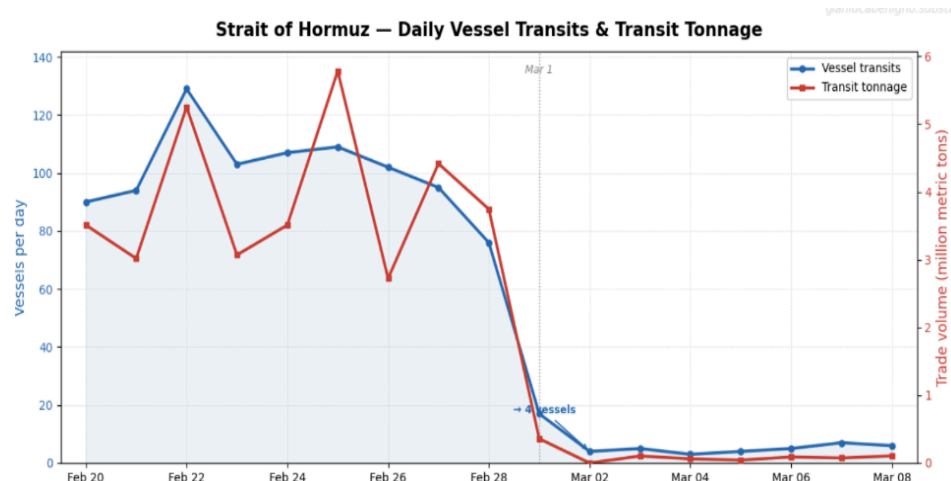
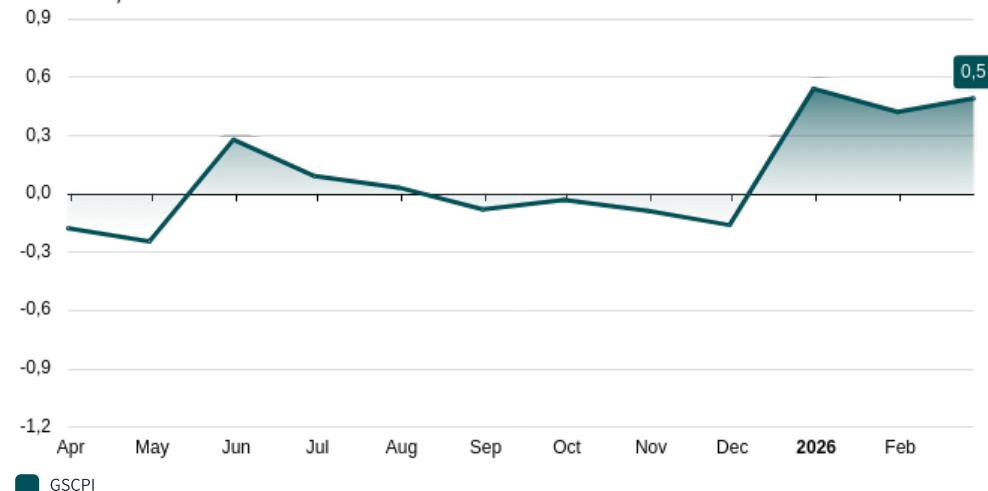


Grafico 12: Global Supply Chain Pressure Index

» standard, dati mensili



Fonte: (1) Gianluca Benigno, A Compounding Oil Shock, 11/02/2026; (2) Federal Reserve Bank of New York, Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI), February 2026; (3) Istat, Commercio con l'estero e prezzi all'import, 17/02/2026; (4) Sole 24 Ore, Dazi, giudice ordina alla dogana Usa di rimborsare le aziende, 5/03/2026; (5) Oxford Economics, SCOTUS ruling sends tariff policy back to the drawing board, 20/02/2026

Tassi di interesse

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

Il conflitto che ha coinvolto il Medio Oriente ha generato un'onda rialzista nei confronti dei rendimenti. Al 12/3, il rendimento del BTP benchmark con scadenza 10 anni è cresciuto a 3,74% (dal 3,44 del 10/2). Anche il rendimento del BTP a 2 anni è salito al 2,68% sempre al 13/3 (dal 2,20% del 10/2).



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

Al 13/3/2026 il Bund tedesco si attesta al 2,98% (dal 2,80%, al 10/2), il titolo OAT francese al 3,67% (dal 3,41%), il decennale spagnolo a 3,50% (dal 3,18%), il 10Y portoghese al 3,44% (da 3,16%), il decennale greco al 3,76% (dal 3,42%).

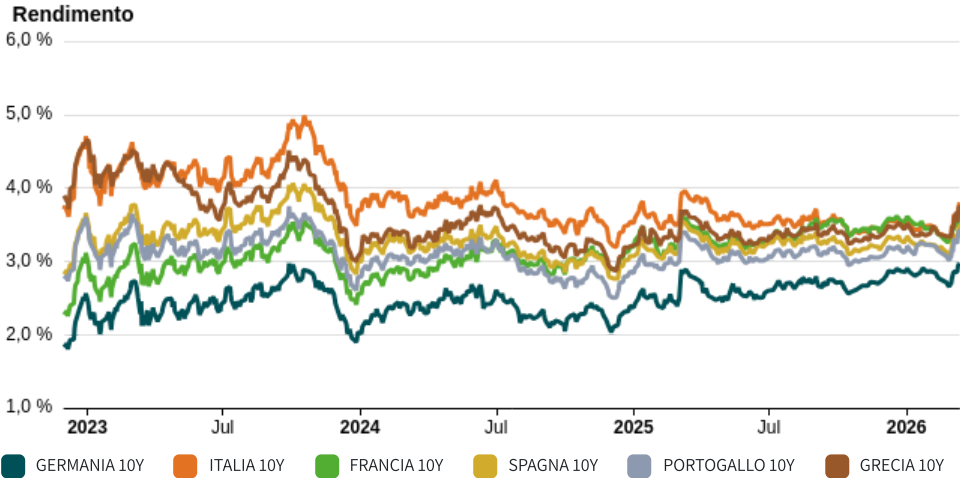


Grafico 13 (c): Spread BTP-BUND e OAT-BUND

Il differenziale di rendimento tra il titolo di Stato decennale italiano e quello tedesco è aumentato per le tensioni in Medio Oriente, arrivando a 82 bps al 13/3/2026 (da 61 bps al 10/2/2026). L'andamento è stato più marcato per l'Italia rispetto alla Francia, in quanto lo Spread OAT-BUND si attesta a 69 bps al 9/3/2026 (da 60 al 10/2/2026).

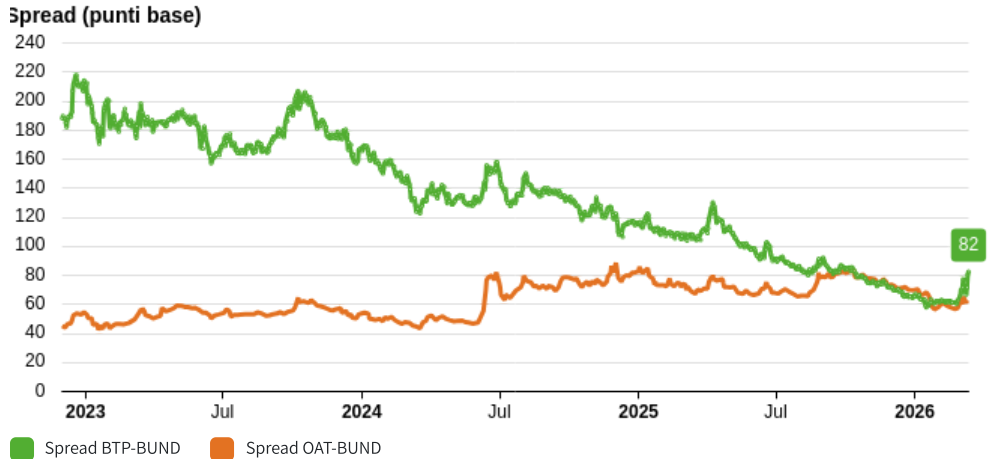
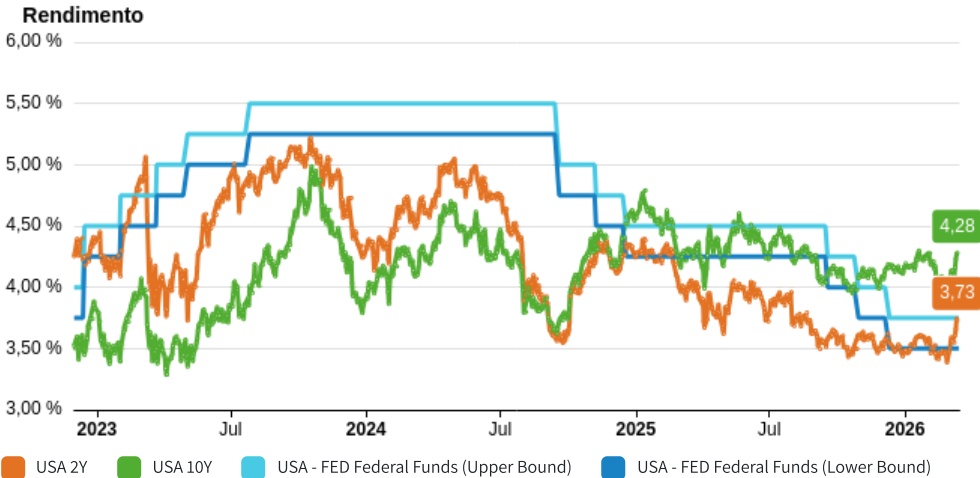


Grafico 13 (d): US Treasury 2Y e 10Y. Fed Funds

Il rendimento del titolo a due anni si attesta al 3,73% al 13/3/2026 (dal 3,44% al 10/2), mentre i tassi del decennale risultano a 4,28% sempre al 13/3/2026 (dal 4,15% al 10/2).



Tassi di interesse e valute

Grafico 14 (a): Cambio EUR/USD

Il dollaro si è rafforzato contro l'euro, attestandosi a 1,14 al 13/3/2026 (da 1,19 al 10/2/2026), a seguito del conflitto che attualmente sta coinvolgendo il Medio Oriente. L'escalation ha spinto gli investitori a spostarsi nei beni rifugio, tra cui il dollaro, andando a penalizzare l'euro. La valuta statunitense viene apprezzata per la sua liquidità, ma anche per il sostegno proveniente dal rialzo del petrolio, dato il ruolo degli USA come esportatore netto di energia. (1)



Grafico 14 (c): EUR IRS 10Y

Il tasso di rendimento EUR IRS a 10 anni si attesta a 2,92 al 11/3/2026 (da 2,82 al 10/2/2026).



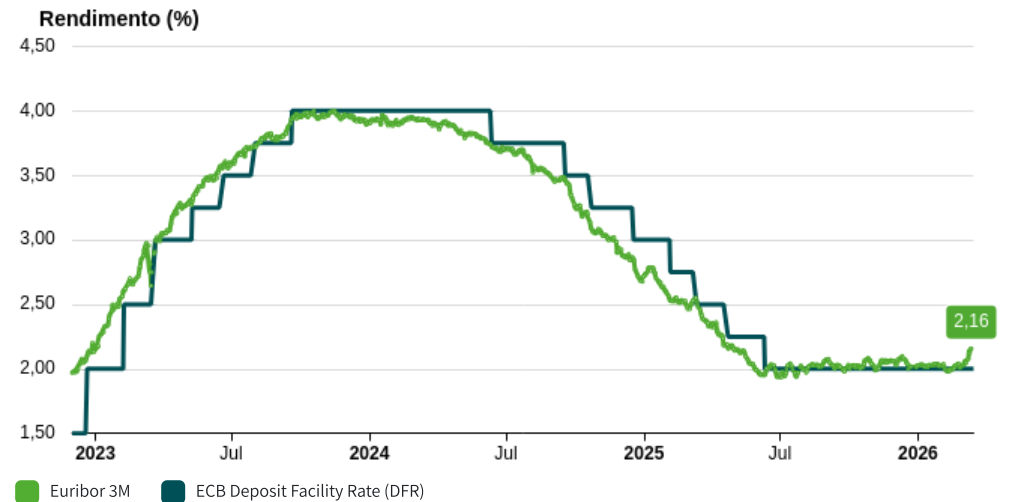
Grafico 14 (b): Cambio USD/YEN

Il cambio USD/JPY è tornato a crescere a 159,7 il 13/03/2026 (da 154,4 il 10/02/2026).



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

L'EURIBOR 3 mesi è aumentato al 2,16% al 13/3/2026 (da 1,98% al 10/2/2026). Tasso BCE sui depositi al 2%.



Fonte: (1) Focus Risparmio, La guerra in Iran mette le ali al dollaro: i gestori raccomandano cautela, 9/3/2026; Trading Economics; undefined; European Central Bank;

Materie Prime

Grafico 15 (a): Petrolio WTI

Il conflitto con l'Iran ha bloccato una delle principali rotte di trasporto dell'energia globale, lo stretto di Hormuz, determinando uno shock dei prezzi. I futures sul greggio statunitense di riferimento (WTI) sono saliti repentinamente, superando i 100 dollari al barile anche per i danni alle infrastrutture petrolifere della regione derivanti dai ripetuti attacchi militari. Di conseguenza, i prezzi del gasolio, della benzina e del carburante per aerei sono aumentati a ritmi che ricordano quelli del 2022, quando l'invasione russa dell'Ucraina aveva innescato aumenti sfrenati. I prezzi del petrolio sono poi calati a seguito delle dichiarazioni del Presidente Trump, secondo cui la guerra in Medio Oriente potrebbe finire prima del previsto. La volatilità rimane molto elevata. Il prezzo del WTI si attesta a \$98,7 al 13/03/2026 (da \$64,4 al 9/02/2026).



Grafico 15 (c): Oro

Il prezzo dell'oro è tornato a salire dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente, rafforzandosi nel suo ruolo di bene rifugio e raggiungendo i \$5.422 per oncia. Successivamente ha registrato un lieve calo per il contestuale rafforzamento del dollaro, attestandosi a \$5.022 il 13/03.



Grafico 15 (b): Gas Naturale

I prezzi del gas presso l'hub europeo TTF sono aumentati significativamente dall'inizio delle ostilità in Iran e dopo che gli attacchi iraniani hanno costretto il Qatar – maggior produttore di gas al mondo – a chiudere gli impianti di produzione. Nel 2025, circa il 93% delle esportazioni di Gas Naturale Liquefatto del Qatar e il 96% di quelle degli Emirati Arabi Uniti sono transitate attraverso lo Stretto, rappresentando quasi un quinto del commercio globale di GNL. Non esistono rotte alternative per immettere questi volumi sul mercato. Proprio per questo è il gas, più del petrolio, a essere maggiormente esposto alla chiusura dello Stretto di Hormuz poiché il petrolio greggio può essere in parte deviato attraverso oleodotti, mentre non può esserlo il GNL e altri prodotti derivati. Il Gas TTF si è attestato a €50,1 per mwh al 13/03/2026 (da €31,75 per mwh al 10/02/2026).



Grafico 15 (d): Grano

Anche altri mercati delle materie prime sono stati colpiti dalle interruzioni delle spedizioni nello Stretto di Hormuz, con implicazioni per l'energia e non solo. L'approvvigionamento di fertilizzanti è particolarmente esposto. Ciò crea rischi per i prezzi e la sicurezza alimentare. Inoltre, le interruzioni in questo settore potrebbero avere effetti indiretti sui mercati energetici, poiché alcuni paesi utilizzano GNL importato per alimentare gli impianti di produzione di fertilizzanti nazionali. Il prezzo del grano si attesta a 206,5 euro al l'11/3, dai 189,5 del 10/2.



Fonte: Trading Economics: (a) Petrolio WTI, (b) ICE Exend Dutch TTF Natural Gas Futures Contract, (c) Oro; (d) Argento; IEA, The Middle East and Global Energy Markets, Key facts on the Strait of Hormuz and oil and gas markets; G. Benigno, A Compounding Oil Shock, 11/3/26.undefined;

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 16 marzo 2026.

BPER:

Grazie

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