

BPER:

Macroeconomic challenges

Analisi macroeconomica mensile: 05/2026

Ufficio Studi, Ricerche e Innovazione
Direzione Pianificazione e Controllo

Milano, 14 maggio 2026

Overview

BANCHE CENTRALI: TASSI FERMI (PER ORA)

» La persistenza del conflitto in Medio Oriente ha accresciuto i rischi sui prezzi energetici e ampliato l'incertezza macroeconomica. In questo contesto, le principali banche centrali hanno mantenuto un approccio attendista. La **Banca Centrale Europea (BCE)** ha lasciato invariato il tasso di deposito al 2,00% nell'ultima riunione del 30 aprile. Nonostante l'ampia discussione interna al Consiglio su un possibile aumento dei tassi, la BCE ha ribadito di trovarsi in una "buona posizione" per affrontare l'incertezza dei prossimi mesi, sottolineando la necessità di acquisire ulteriori informazioni. Le tensioni in Medio Oriente stanno già riflettendosi sull'inflazione dell'area euro, che ad aprile si è allontanata dal target, con aspettative dei consumatori in marcato peggioramento. In questo contesto, la presidente Lagarde ha evidenziato come lo scenario si stia progressivamente allontanando dal quadro di base delineato a marzo, pur restando distante dalle dinamiche di stagflazione degli anni Settanta. Le prossime settimane saranno cruciali per una valutazione più completa, in vista delle nuove proiezioni di giugno. Pur confermando un approccio "riunione per riunione" e pienamente guidato dai dati, si riscontra una crescente tendenza verso una politica monetaria restrittiva all'interno di un quadro attendista. Anche la **Federal Reserve (FED)** si è mossa con cautela, mantenendo invariata la fascia obiettivo dei Fed Funds al 3,50%-3,75%, scelta che i mercati si aspettano venga confermata anche nel meeting del 17 giugno. L'inflazione è aumentata riflettendo l'impennata dei prezzi dell'energia, mentre il mercato del lavoro è rimasto solido. (1) (2) (3) (4)

» Intanto, la crescita economica del primo trimestre è stata stagnante nell'Eurozona marcando ancora le distanze dagli USA, dove invece si marcia ancora a ritmi sostenuti grazie agli investimenti in Intelligenza Artificiale.

CONFLITTO IN MEDIO ORIENTE: RIALLINEAMENTI STRETEGICI

» La situazione in Medio Oriente è rimasta fortemente instabile. Gli Stati Uniti hanno proposto una nuova iniziativa negoziale volta a chiudere il conflitto: l'offerta ha incluso la cessazione delle ostilità, la riapertura dello Stretto di Hormuz e la progressiva discussione sui nodi più complessi, tra cui il programma nucleare e le sanzioni. Teheran ha subordinato qualsiasi negoziato a condizioni preliminari stringenti – tra cui il ripristino della sicurezza marittima, la revoca delle sanzioni e il riconoscimento della propria sovranità su Hormuz. Le posizioni restano quindi distanti, in particolare sul dossier nucleare, dove persistono divergenze rilevanti sui limiti all'arricchimento di uranio e sulla gestione delle scorte. Nonostante le difficoltà diplomatiche, il cessate il fuoco resiste ma è fragile. Parallelamente, Teheran sta orientando la propria strategia verso il rafforzamento delle relazioni con la Cina: Pechino ha assunto una posizione più esplicitamente favorevole all'Iran, sostenendo il cessate il fuoco, riconoscendo il Paese come partner strategico e difendendone il diritto all'uso pacifico del nucleare, anche in funzione dei propri interessi energetici e della stabilità regionale. L'incontro previsto tra il 13 e il 14 maggio fra il presidente americano, Donald Trump, e il suo omologo cinese, Xi Jinping, potrebbe distendere le relazioni tra i due Stati, anche in relazione agli equilibri geopolitici globali. Sul tavolo i principali dossier riguardano la politica commerciale, le terre rare, Taiwan e la crisi in Medio Oriente. (5) (6) (7)

POLITICA COMMERCIALE USA: ENNESIMO COLPO DI SCENA

» La Corte del commercio internazionale americana ha dichiarato illegittime le tariffe globali del 10% su tutte le merci introdotte da Trump in risposta alla sentenza del 20 febbraio della Corte Suprema USA, che aveva già invalidato parte del sistema tariffario del "Liberation Day". Tali dazi erano stati imposti sulla base della "Section 122" del Trade Act del 1974, che consente l'introduzione di tariffe temporanee esclusivamente in presenza di gravi squilibri della bilancia dei pagamenti. La decisione dei giudici si fonda sull'interpretazione di questa disposizione, ritenuta non soddisfatta nel caso specifico: il deficit commerciale attuale, infatti, non è assimilabile a una crisi della bilancia dei pagamenti nei termini previsti dalla legge. Ne consegue il venir meno della base giuridica dell'intervento, decretando quindi l'illegittimità delle tariffe e aumentando di nuovo l'incertezza sull'applicazione della politica commerciale americana. Intanto, nelle relazioni transatlantiche è emerso un parziale elemento distensivo: Stati Uniti e Unione Europea hanno raggiunto un compromesso preliminare sull'accordo di Turnberry del 2025, ma resta una finestra temporale limitata (fino al 4 luglio) per siglare l'intesa e scongiurare un significativo aumento dei dazi. (8)

CRISI ENERGETICA GLOBALE: IL RIASSETTO DEI FLUSSI E LA NUOVA CONFIGURAZIONE DELL'OPEC

» La guerra in Iran sta accelerando una profonda riorganizzazione dei flussi globali di petrolio e gas, rafforzando il ruolo degli Stati Uniti come principale fornitore energetico. I Paesi colpiti dalla riduzione delle forniture mediorientali si stanno progressivamente orientando verso l'energia americana, come dimostra il numero record di petroliere dirette negli USA registrato ad aprile. Tale centralità è il risultato di una strategia avviata già dagli anni 2000, che ha portato gli Stati Uniti a diventare esportatori netti di energia, dopo la rivoluzione dello *shale oil*. L'espansione della produzione interna e delle infrastrutture di esportazione, in particolare nel Gas Naturale Liquefatto (GNL), ha consolidato il ruolo del Paese come fornitore globale. Sul piano interno, l'aumento delle esportazioni energetiche sostiene i profitti dei produttori americani, ma si traduce in costi più elevati per i consumatori: il prezzo della benzina alla pompa ha raggiunto i \$5 avvicinandosi ai picchi del 2022. I prezzi del petrolio rimangono elevati, intorno ai \$100 al barile. (9)

» La scelta degli Emirati Arabi Uniti (UAE) di lasciare l'OPEC, dopo 60 anni di adesione, ha complicato ulteriormente il quadro energetico, anche per il mancato rinnovo dell'accordo tra Stati Uniti e Arabia Saudita che, dal 1974, ha sostenuto il sistema dei petrodollari. L'uscita degli Emirati dall'OPEC potrebbe indebolire il cartello, rendendo i mercati petroliferi più volatili e riducendo la capacità di stabilizzare l'offerta globale. (10) (11)

La congiuntura economica in sintesi

Area Euro

- **PIL Eurozona primo trimestre 2026 +0,1% t/t** (da +0,2%). Tra i principali paesi: in Germania +0,3% t/t (da +0,2%), in Spagna +0,6% t/t (da +0,8%) e in Francia +0,0% (da +0,2%).
- **Inflazione ad aprile in aumento a +3,0% a/a** (da +2,6%). Energetici in aumento (+10,9% a/a). Inflazione *core* in lieve calo al +2,2% a/a (da +2,3%). Nei principali paesi dell'area euro, l'inflazione è cresciuta in **Germania** (+2,9%), in **Francia** (+2,2%) e in **Spagna** (+3,2%).
- **Tasso di disoccupazione al 6,2% a marzo** nell'Eurozona (da 6,3%), con 10,9 milioni di disoccupati. Tra i principali paesi sostanziale stabilità, con la **Germania** al 4,0%, la **Francia** al 7,7%, la **Spagna** al 10,3%.
- **Produzione industriale a marzo in calo del -2,1% a/a** (da -0,8%), +0,2% m/m (da +0,2%). Sotto pressione la Germania (-2,8% a/a).
- **PMI Composito di aprile in calo a 48.8** (da 50.7), riflettendo la flessione dei servizi a **47.6** (da 50.2) e il miglioramento della **manifattura a 52.2** (da 51.6). Il PMI composito è calato in **Germania** a 48.4 (da 51.9), in **Francia** a 47.6 (da 48.8) e in **Spagna** a 48.7 (da 52.4).
- **Nei primi due mesi del 2026 l'export** dell'Area Euro **è calato del -7,2%** rispetto allo stesso periodo del 2025, pari a circa **€447,5 miliardi** e l'**import del -5,1%**, pari a circa **€436 miliardi**, con un **surplus commerciale di €10,6 miliardi** (-51,4% rispetto allo stesso periodo del 2025).
 - Nel **2025** export a €2.938 mld e import a €2.788 mld.

Italia

- **PIL Italia primo trimestre 2026 +0,2% t/t** (da +0,3%) e del +0,7% a/a (da +0,9), con una crescita acquisita del 0,5% per l'intero 2026.
- **Inflazione italiana ad aprile in incremento del +2,8% a/a** (da +1,7%) e del +1,2% m/m (da +0,5%). Energetici in aumento (+9,5% a/a). La componente di fondo, che esclude energetici e alimentari freschi, è calata del +1,6% a/a (da +1,9%).
- **Tasso di disoccupazione a marzo in lieve calo al 5,2%** (da 5,3%), con un totale di 1,3 milioni di disoccupati. Il **tasso di inattività** è cresciuto al **34,1% (da 33,9%)**, mentre il **tasso di occupazione** stabile al **62,4%**.
- **Produzione industriale a marzo in aumento del +1,5% a/a** (da +0,5%) e del **+0,7% m/m** (da +0,1%).
- **PMI Composito a marzo** in rallentamento a **50.5** (da 49.2), riflettendo l'aumento dei **servizi a 49.8** (da 48.8) e della **miglioramento della manifattura a 52.1** (da 51.2).
- **Debito pubblico italiano: a febbraio a €3.139 miliardi**, dai 3.112 miliardi di gennaio. Nel quarto trimestre 2025 il **rapporto debito/PIL** si è attestato a **137,1%** (da 137,8%).
- **Nei primi due mesi del 2026, export** pari a **€100,4 miliardi** in calo del **-2,2% a/a** rispetto allo stesso periodo del 2025; **import** pari a **€94,3 miliardi** in calo del **-4,2% a/a**. Il **surplus commerciale** si attesta a **€6,07 miliardi** (dai €4,1 mld del 2025, +46%).
 - Export verso i **Paesi UE** (€52,8 mld) in calo del -2,9%, in particolare verso la Germania e verso i **Paesi extra-UE** (€47,5 mld) del -1,1%.
 - Nel **2025** export a €643 mld e import a €592 mld.

Approfondimenti: elementi in osservazione

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

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

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

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

L'indice PMI dei responsabili degli acquisti Pag. 9

La politica monetaria: central bank snapshot Pag. 10

La logistica e il commercio mondiale Pag. 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 quasi stagnante nel primo trimestre

» Crescita debole nel primo trimestre dell'anno per l'Eurozona, a +0,1% t/t e +0,8% rispetto ad un anno fa. Tra i principali paesi dell'area, la Germania cresce del +0,3% sul trimestre precedente (+0,2%), sopra la media dell'area, la Francia non mostra alcuna variazione, mentre la Spagna continua a mostrare una forte tenuta, a +0,6% t/t (da +0,8%). Intanto FMI ha tagliato le aspettative di crescita 2026, a +1,1% dal 1,4% stimato in precedenza, dipingendo un quadro più fragile a causa dei rincari energetici, sottolineando i timori per la tenuta della domanda e attendendosi un indebolimento delle prospettive congiunturali. Tuttavia, anche se l'Eurozona risulta tra le aree più esposte per la forte dipendenza energetica, non si tratta di dati che descrivono una recessione, in uno scenario base in cui si ipotizza la fine del conflitto in tempi brevi. (1)

Italia: previsioni al ribasso per il 2026 ma l'effetto di trascinamento del 2025 tiene la crescita leggermente positiva

» In crescita il PIL nel primo trimestre 2026 a +0,2% t/t (da +0,3%) e di +0,7% a/a (da +0,9%), con una crescita acquisita pari al +0,5% per il 2026. Secondo una stima preliminare, la dinamica congiunturale del PIL è il risultato di una crescita del valore aggiunto del comparto dei servizi e di una diminuzione di quello dell'agricoltura e dell'industria. Dal lato della domanda, si rileva un contributo positivo della componente estera netta al quale si associa un corrispondente contributo negativo della domanda interna (al lordo delle scorte). Tuttavia, le prospettive che scaturiscono dalla guerra nel Golfo Persico spinge le aspettative di crescita economica per l'intero 2026 al ribasso, riaprendo ai rischi su tenuta dei consumi e degli investimenti.

La fiammata dei prezzi energetici, che stiamo sperimentando alla pompa da un paio di mesi ormai, e nei dati dell'inflazione di aprile, ha interrotto una fase congiunturale discretamente favorevole per l'economia italiana, che fino ad adesso aveva mostrato un'inflazione contenuta, consumi in ripresa e occupazione ai massimi storici. Ciononostante, l'effetto di trascinamento di 0.3 pp derivante dalla crescita del 2025 e la conservazione di quote di mercato globali di export, nonostante una valuta forte e le politiche commerciali statunitensi, permetterebbero al sistema una crescita economica lieve nel 2026, risultato non straordinario certo, ma non recessivo. Lo scenario è quello di prezzi energetici progressivamente in calo dalla seconda metà del 2026, pur rimanendo a livelli inflattivi fino alla metà del 2027 (piu' alti del pre-guerra), tenendo a mente la forte dipendenza italiana da fonti fossili e la base industriale energivora. (2)

Stati Uniti, crescita trainata dagli investimenti in AI e data-center

» Per gli Stati Uniti il 2026 si apre con una crescita pari al 2,0% a/a nel primo trimestre dell'anno grazie alla ripresa della spesa pubblica dopo il blocco paralizzante delle attività governative, ma si prevede che la congiuntura favorevole sarà di breve durata poiché la guerra con l'Iran fa aumentare i prezzi della benzina e mette a dura prova i bilanci delle famiglie, penalizzando i consumi. L'aumento previsto del prodotto interno lordo nel primo trimestre dell'anno rifletterebbe anche solida crescita degli investimenti aziendali in attrezzature, alimentata dal boom della spesa per l'intelligenza artificiale (AI) e dalla costruzione di datacenter. Tale crescita degli investimenti legati allo sviluppo dell'AI si riscontra nel forte aumento degli ammortamenti (capex) nei bilanci delle società Tech (Amazon, Google, Meta...): finché l'AI genererà ricavi sufficienti, la crescita degli ammortamenti sarà sostenibile; diversamente, le prospettive degli utili potrebbero essere riviste al ribasso con conseguenti effetti sui listini azionari. (3) (4)

Grafico 1: Variazione congiunturale PIL Eurozona e Italia

Dati trimestrali

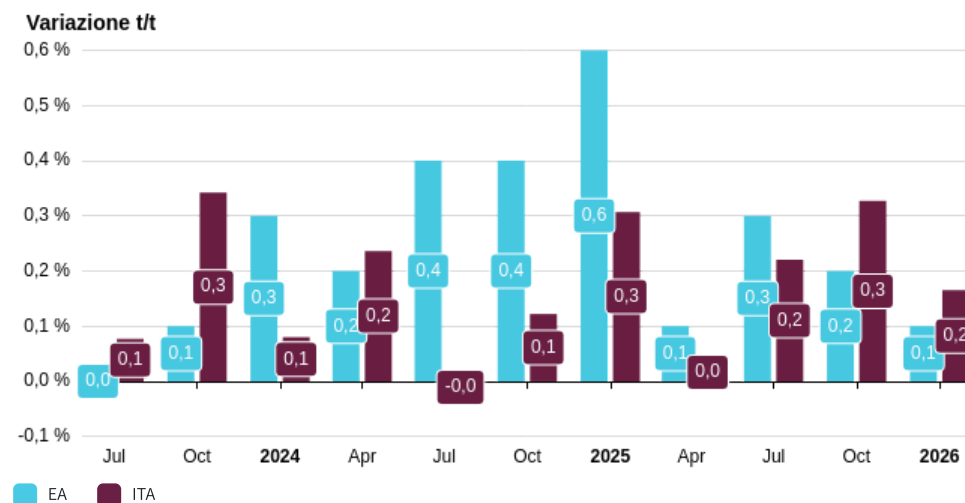
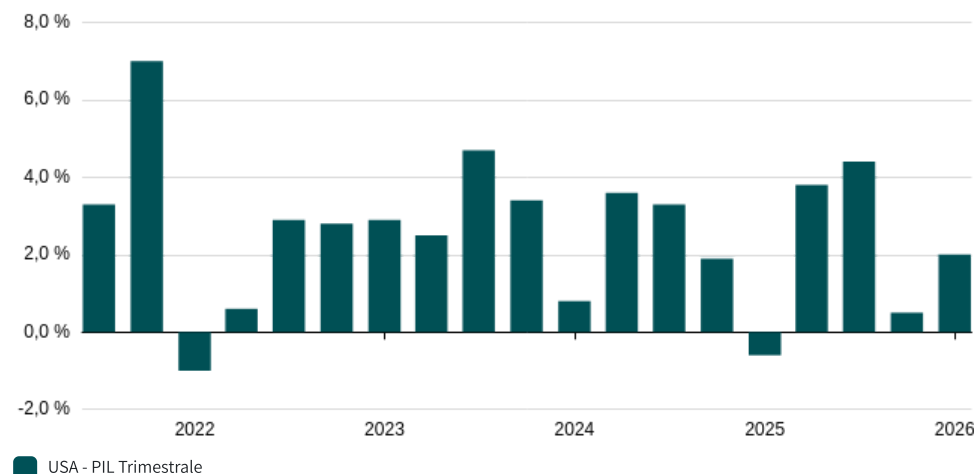


Grafico 2: USA, Variazione tendenziale del PIL

Dati trimestrali annualizzati



Fonte: (1) IMF, Global Economy in the Shadow of War, 14/04/2026; Eurostat, GDP up by 0.1% in both the euro area and the EU, 30/04/2026; (2) Istat, Stima preliminare del Pil - I trimestre 2026, 30/04/2026; (3) Bureau of Economic, GDP (Advance Estimate), 1st Quarter 2026, 30/04/2026.; (4) CNBC, Boom dell'IA: si prevede che le spese in conto capitale delle grandi aziende tecnologiche supereranno i 1.000 miliardi di dollari nel 2027, 30/4/26.

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

Eurozona, inflazione in aumento per le tensioni in Medio Oriente

» Ad aprile, l'indice **Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)** è aumentato del **+3,0% a/a** (da +2,6%) e del **+1,0% m/m** (da +1,3%). La crescita ha riflesso l'aumento dei beni energetici (+10,9% a/a da +5,1%), seguiti dai servizi (+3,0% a/a da +3,2%), dagli alimentari, alcolici e tabacco (+2,5% a/a da +2,4%) e dai beni industriali non energetici (+0,8% a/a da +0,5%). L'inflazione *core* (al netto di energia, alimentari, alcol e tabacchi) ha registrato un lieve calo a +2,2% (da +2,3%). Tra i principali paesi dell'area euro:

- **Germania**, in aumento a +2,9% a/a (da +2,7%)
- **Francia**, in crescita a +2,2% a/a (da +1,7%)
- **Spagna**, l'indice è cresciuto al +3,2% t/t (da +3,4%).

» In parallelo, a marzo le **aspettative di inflazione dei consumatori hanno mostrato un marcato peggioramento**: l'indicatore mediano a 12 mesi è aumentato al 4,0% (da 2,5% di febbraio), accompagnato da un aumento dell'incertezza, segnalando un progressivo disancoraggio delle attese nel breve periodo. (1) (2)

Italia: pressione sui prezzi al rialzo ad aprile

» L'**indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC)** ha registrato una variazione del **+2,8% a/a** (da +1,7%) e del **+1,2% m/m** (da +0,5%). La crescita tendenziale è sostenuta essenzialmente dalle tensioni sui prezzi degli Energetici (+9,5% da -2,1%) e degli Alimentari non lavorati (+6,0% da +4,7%). La crescita dei prezzi del "carrello della spesa" ha registrato un aumento pari a +2,5% a/a (da +2,2%), mentre l'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, ha mostrato un rallentamento a +1,6% a/a (da +1,9%).

» Nel mese di aprile, l'**inflazione alimentare** è salita al +3,1% a/a (da +2,6%) e al **+1,1% m/m** (da +0,2%), segnalando come il conflitto in Medio Oriente stia già esercitando una pressione al rialzo sui prezzi. A livello congiunturale (Grafico 4), le spinte maggiori si sono registrate per "Ortaggi, tuberi.." (+4,5% da -0,7%) e per "Oli e grassi" (+0,9% da -1,5%). In particolare, gli ortaggi risultano più esposti all'andamento dei fertilizzanti, i cui prezzi sono **in aumento a causa della chiusura dello Stretto di Hormuz**, considerando che circa il 30% del commercio mondiale di **fertilizzanti** transita da quest'area; inoltre, il blocco sta facendo crescere i costi di trasporto e assicurazione. (3) (4)

USA, inflazione nettamente sopra al target

» L'**indice dei prezzi al consumo (CPI - Consumer Price Index)** è aumentato del **+3,8% a/a** (da +3,3%) ad aprile, con l'indice dell'energia al +17,9% (da 10,9%), e del **+0,6% m/m** (da +0,9%). Anche i prezzi dei beni alimentari, degli affitti e delle tariffe aeree hanno registrato forti aumenti. Un incremento prolungato potrebbe portare i consumatori a ridurre la spesa. Al momento in cui scriviamo, la benzina alla pompa negli USA ha raggiunto i \$5,1 mentre il diesel si attesta a \$5.6 (rispettivamente da \$2.9 e \$3.8 del pre-guerra nel Golfo Persico).

» L'indice **Personal Consumption Expenditures price (PCE)** è cresciuto del **+3,5% a/a** (da +2,8%) e del **+0,7% m/m** (da +0,4%) a marzo. L'inflazione nella componente *Energy goods and services* — che include benzina, altri beni energetici e i servizi di elettricità e gas — è salita del +14,4% a/a (da -0,2% di febbraio), contribuendo in modo significativo all'accelerazione complessiva dell'indice PCE, il più attenzionato dalla FED. L'inflazione *core*, che esclude i prodotti alimentari e l'energia, è aumentata del 3,2% a/a (da +3,0%). (5) (6) (7)

Grafico 3: Eurozona, Indice Inflazione armonizzata

Dati mensili

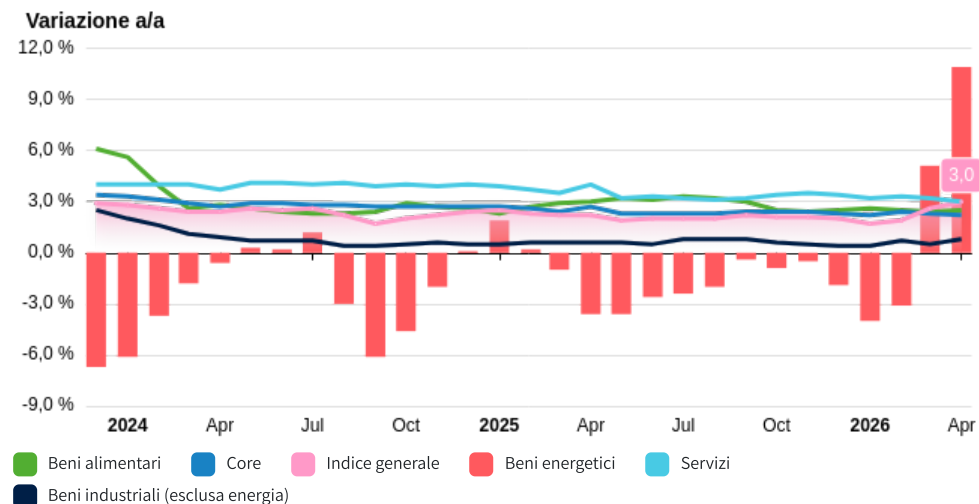
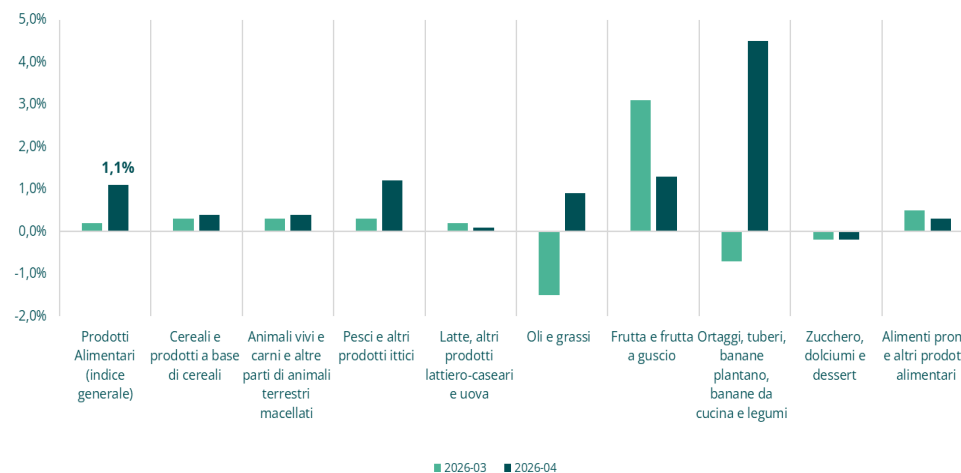


Grafico 4: Italia, inflazione alimentare (var % congiunturale)



Fonte: (1) Eurostat, Euro area annual inflation up to 3.0%, 30/04/2026; (2) ECB, ECB Consumer Expectations Survey results – March 2026, 28/04/2026; (3) ISTAT, PREZZI AL CONSUMO - Aprile 2026, dati provvisori, 30/04/2026; (4) Sole 24 Ore, Fertilizzanti: boom dei costi Ricadute su pasta, riso e pane, 7/05/2026; (5) Bureau of economic analysis, Personal Income and Outlays, March 2026, 30/04/2026; (6) Reuters, Annual US inflation posts biggest gain in nearly three years in Marc, 30/04/2026; (7) Bureau of Labour statistics, Consumer Price Index News Release, 12/05/2026

La produzione industriale in Area Euro e negli USA

Eurozona, produzione sotto pressione a marzo

» In Eurozona, la produzione industriale di marzo è calata del **-2,1% a/a** (da -0,8%), mentre in termini congiunturali l'indice ha registrato una crescita stabile al **+0,2%**. Su base annua, per quanto riguarda i principali gruppi industriali, la produzione industriale è diminuita per i beni intermedi (-1,2%), per i beni di consumo durevoli (-3,1%) e per i beni di consumo non durevoli (-12,6%), mentre è aumentata (+1,2%) per l'energia e per i beni strumentali (+2,9%). Tra i principali paesi dell'Eurozona, hanno registrato variazioni positive in termini tendenziali e congiunturali la **Francia** (+0,9% a/a, +1,0% m/m) e la **Spagna** (+2,0% a/a, +2,4% m/m). (1)

Germania: produzione sotto pressione ma ordini in ripresa

» A marzo 2026, la produzione industriale in Germania è **calata sia su base tendenziale del -2,8%** (da -0,2%) **sia su base congiunturale del -0,7%** (da -0,5%). Il calo su base mensile è stato principalmente determinato dalla riduzione della produzione nel settore energetico e nella fabbricazione di macchinari e attrezzature; mentre, hanno sostenuto la crescita il settore delle costruzioni e dell'industria automobilistica. Diversamente, gli ordini all'industria sono cresciuti nel mese di marzo, con l'indice che ha registrato un aumento del **+6,3% a/a** (da +3,5%) e del **+5,0% m/m** (da +1,4%). La **crescita dei nuovi ordini nel manifatturiero è risultata ampia e diffusa tra i settori**, con i contributi principali provenienti dalla produzione di apparecchiature elettriche, dai macchinari e attrezzature e dai prodotti informatici, elettronici e ottici. Con riferimento alla destinazione della domanda, gli ordini esteri sono aumentati del **+5,6%** a marzo 2026, con un incremento sia degli ordini provenienti dall'area euro e sia da quelli provenienti da paesi extra-eurozona; gli ordini nazionali sono cresciuti del **+4,0%**. Il rafforzamento degli ordini industriali dovrebbe mitigare l'impatto negativo della flessione della produzione, suggerendo una possibile ripresa nei mesi successivi. Tuttavia, il contesto rimane incerto a causa delle tensioni geopolitiche: il conflitto con l'Iran continua a esercitare pressioni sull'economia industriale, alimentando prezzi energetici elevati e criticità nelle catene di approvvigionamento, anche in relazione alle tensioni nello Stretto di Hormuz. (2) (3) (4)

Italia, produzione industriale positiva per il secondo mese consecutivo

» Nel mese di marzo 2026, la produzione industriale italiana ha evidenziato un **incremento tendenziale del +1,5%** (da +0,5%) e in termini **congiunturali del +0,7%** (da +0,1%) rispetto a febbraio, segnando una ripresa per il secondo mese consecutivo dopo la flessione osservata alla fine del 2025 ed inizio 2026. Nel complesso del primo trimestre, nonostante la ripresa di febbraio e marzo, si è registrata una lieve flessione dell'indice generale rispetto al trimestre precedente, confermando un quadro congiunturale sostanzialmente stabile. L'andamento mensile è sostenuto dalla crescita dei beni strumentali (+2,1%) ed in misura più contenuta dei beni intermedi (+0,3%), mentre permangono segnali di debolezza nei beni di consumo (-0,4%), soprattutto nel comparto energetico (-1,2%). Su base annua, al netto degli effetti di calendario, si registra un contributo significativo dei beni strumentali (+5,8%) e con minore intensità dei beni intermedi (+0,5%). (5)

» Sempre nel mese di marzo, si è registrato un **aumento dei prezzi alla produzione industriale**. L'indice è cresciuto del **+5,4% a/a** (da -3,7%) e del **+5,9% m/m** (da -0,7%). Tali dinamiche sono spiegate soprattutto dai rialzi dei prezzi della componente energetica, particolarmente marcati per i prodotti petroliferi raffinati. (6)

Grafico 5: Italia, Produzione Industriale

Anno base 2021

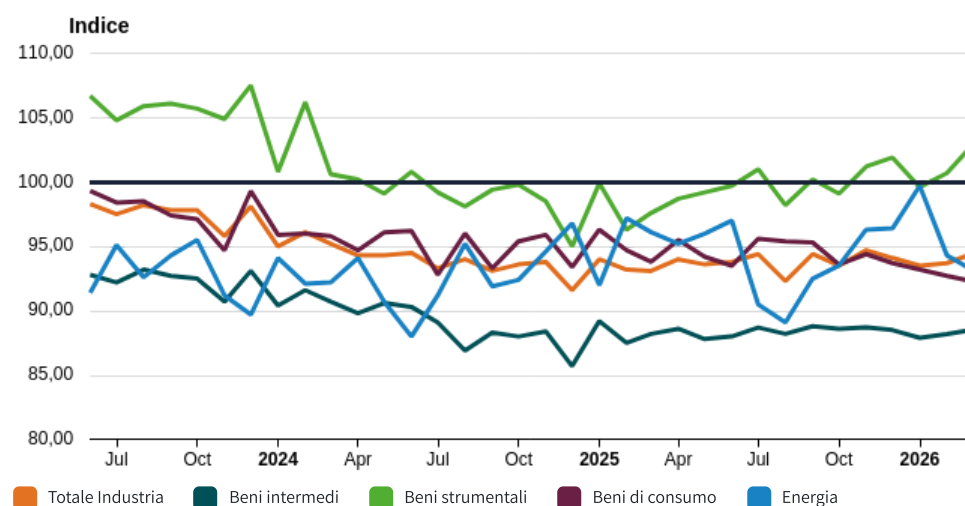


Grafico 6: Italia, Prezzi alla produzione industriale

Anno base 2021



Fonte: (1) Eurostat, Industrial production up by 0.2% in the euro area and by 0.8% in the EU, 13/05/2026; (2) Destatis, Production in March 2026: -0.7% on the previous month, 8/05/2026; (3) Destatis, New orders in manufacturing in March 2026: +5.0% on the previous month, 7/05/2026; (4) Reuters, Germany's March exports beat expectations, but industrial output falls, 8/05/2026; (5) Istat, Produzione industriale - marzo 2026, 12/05/2026; (6) Istat, Prezzi alla produzione dell'industria e delle costruzioni, 28/04/2026

Il mercato del lavoro in Area Euro e USA

Eurozona, sostanziale stabilità del mercato del lavoro

» A **marzo** 2026 il **tasso di disoccupazione** nell'area euro si è attestato al **6,2%**, in lieve miglioramento rispetto al 6,3% registrato a febbraio 2026. Il dato ha riflesso la riduzione dei disoccupati, pari a -25 mila unità per un totale di 10,9 milioni. La disoccupazione giovanile (15–24 anni) è rimasta stabile al 14,9%, il tasso femminile è risultato pari al 6,5% e quello maschile al 6,0%.

Tra i principali paesi dell'area euro si è registrata una sostanziale stabilità, in **Germania** al 4%, **Francia** al 7,7% e **Spagna** al 10,3%. (1)

Italia, il calo della disoccupazione nasconde fragilità strutturali

» Il **tasso di disoccupazione** è sceso al **5,2%** a **marzo** (dal 5,3%). Per le femmine si è attestato al 5,8% e per i maschi al 4,7%. La diminuzione dei disoccupati non ha riflesso un miglioramento del mercato del lavoro: l'occupazione è risultata lievemente in contrazione di -12 mila unità, mentre si è registrato un incremento degli inattivi, in crescita di +46 mila persone, soprattutto tra le donne (+27 mila) fino a un totale di 12,6 milioni. Coerentemente, il **tasso di inattività è aumentato** al 34,1% (dal 33,9%), segnalando che una parte della popolazione in età lavorativa si è temporaneamente allontanata dal mercato del lavoro.

» Il rallentamento delle dinamiche occupazionali osservato a marzo non ha destato, nell'immediato, particolari preoccupazioni, alla luce di un tasso di disoccupazione che si è mantenuto su livelli storicamente contenuti e di un'occupazione dipendente a tempo indeterminato sostanzialmente stabile. In una prospettiva di più lungo periodo, emergono invece criticità più rilevanti: l'incremento degli inattivi ha segnalato una fuoriuscita dal mercato del lavoro che fatica ad essere compensata, anche per il **persistente scarso coinvolgimento della componente femminile**. Nonostante, il tasso di disoccupazione sia calato negli ultimi anni, i tassi di partecipazione delle donne sono rimasti infatti significativamente inferiori rispetto a quelli maschili, con un tasso di occupazione femminile pari al 53,8% a fronte del 70,8% maschile. Questo fenomeno ha evidenziato non solo un problema di partecipazione, ma anche un potenziale disallineamento strutturale tra domanda e offerta di lavoro, che potrebbero amplificarsi dato il contesto di progressiva riduzione della popolazione in età lavorativa. In altre parole, a fronte di una minore disponibilità di forza lavoro, la difficoltà nel coinvolgere pienamente alcune componenti – in particolare quella femminile – rischierebbe di tradursi in un limite alla crescita nel medio-lungo termine. (2) (3)

USA, mercato del lavoro stabile

» Ad **aprile** il **tasso di disoccupazione** si è attestato al **4,3%**, stabile rispetto al mese precedente. Il numero complessivo di disoccupati è pari a circa 7,4 milioni di persone, in lieve aumento di 134 mila persone. La rilevazione ha mostrato inoltre un incremento dell'**occupazione non agricola (NFP - Non Farm Payrolls)** pari a **115.000 unità** (da 185.000 a marzo rivisto da 178.000), mostrando un mercato del lavoro abbastanza solido, ma con alcuni segnali di raffreddamento. I nuovi impieghi si sono concentrati nei servizi, in particolare sanità (+37 mila), trasporti e logistica (+30 mila) e commercio al dettaglio (+22 mila), mentre ha proseguito la contrazione dell'occupazione federale (-9 mila) e del comparto dell'informazione (-13 mila). La dinamica degli occupati ha riflesso una certa eterogeneità settoriale: mentre alcuni comparti hanno continuato a crescere, altri sono rimasti deboli, suggerendo una fase di normalizzazione del mercato del lavoro. (4)

Gráfico 7: Italia ed Eurozona, Tasso di disoccupazione femminile

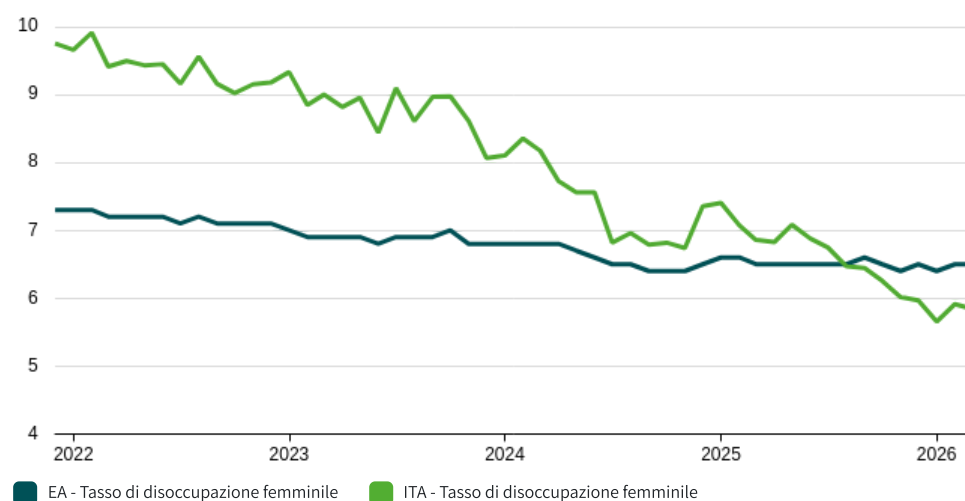
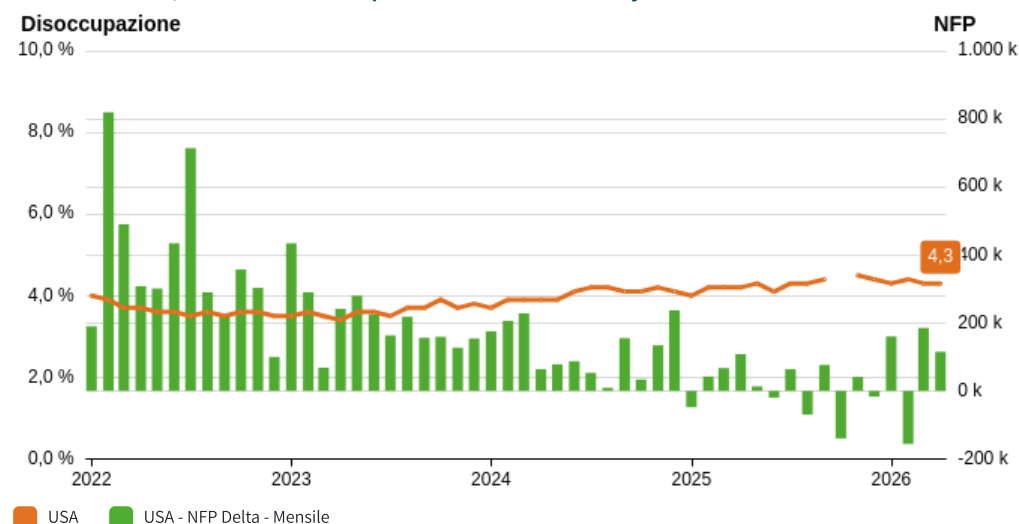


Gráfico 8: USA, Tasso di Disoccupazione e Non Farm Payrolls



Fonte: (1) Eurostat, Euro area unemployment at 6.2%, 30/04/2026; (2) Istat, Occupati e disoccupati (dati provvisori) - marzo 2026, 30/04/2026; (3) Confcommercio, Mercato del lavoro poco mosso a marzo, 30/04/2026; (4) Bureau of Labour Statistics, Employment Situation Summary, 8/05/2026;

L'indice PMI dei responsabili degli acquisti

PMI Eurozona, divergenza tra manifattura e servizi

» L'indice **PMI composito** della zona euro è sceso a **48.8** ad aprile (da 50.7), rimanendo al di sotto delle aspettative iniziali del mercato. Si è trattato della prima contrazione dell'attività del settore privato in 16 mesi, con il comparto dei **servizi** che è sceso a 47.6 (da 50.2), risentendo dei costi energetici più elevati che hanno pesato sulla domanda dei consumatori e hanno offuscato l'aumento dell'attività nel manifatturiero. La **manifattura** è cresciuta in effetti, attestandosi a **52.2** (da 51.6), massimo in quasi quattro anni, sostenuta dall'aumento di produzione e nuovi ordini, anche esteri, spesso legati ad acquisti anticipati per timori di aumenti dei prezzi. Tuttavia, questo dinamismo è apparso fragile: l'espansione è stata trainata dalla ricostituzione delle scorte più che da una domanda finale solida. Le pressioni sui costi sono rimaste molto forti, con l'inflazione dei prezzi di acquisto ai massimi pluriennali e un marcato trasferimento sui prezzi di vendita. Persistono criticità strutturali, come ritardi nelle consegne e tensioni nelle supply chain. (1)(2)

In Italia: manifattura in espansione e servizi lievemente in contrazione

» Il **PMI composito** di aprile è salito a **50.5** (da 49.2), segnalando un ritorno all'espansione dell'attività complessiva, sostenuta principalmente dal settore **manifatturiero**, il cui indice è cresciuto a **52.1** (da 51.3), l'espansione più marcata da aprile 2022. La manifattura è cresciuta grazie all'aumento della produzione, alla creazione di posti di lavoro, che ha accelerato al suo livello migliore da settembre 2024 e alla crescita dell'attività di acquisto che ha toccato un record di quattro anni. Tuttavia, la guerra in Medio Oriente ha continuato a mettere sotto pressione le catene di approvvigionamento, con i tempi di consegna che si sono allungati al ritmo più veloce dalla metà del 2022. Dal lato dei **servizi**, l'indice è anch'esso cresciuto a **49.8** (da 48.8), indicando un quasi ritorno alla crescita pur rimanendo sotto la soglia di espansione, a causa della produzione che ha continuato a contrarsi. In conclusione, è rimasta l'incertezza sulla fiducia futura delle imprese a causa delle preoccupazioni per l'impatto economico del conflitto in corso. (3)(4)

USA, quadro complessivamente espansivo ma sostenuto dalle scorte

» Ad aprile il **PMI composito** è cresciuto a **51.7** (da 50.3), grazie al settore **manifatturiero** in forte espansione a **54.5** (da 52.3), massimo da maggio 2022. La crescita è stata trainata dalla produzione e dai nuovi ordini, ma in larga parte è legata alla creazione di scorte per timori su prezzi e interruzioni delle forniture. Le esportazioni sono rimaste deboli e l'occupazione è calata per la prima volta in nove mesi. L'indice dei **servizi** è salito a **51.0** (da 49.8), tornando in lieve espansione, tuttavia modesta, a causa del calo dei nuovi ordini per la prima volta da due anni. (5)(6)

Cina: manifattura e servizi in espansione, sostenuti dalla domanda ma con alcune fragilità

» L'indice **composito** si è attestato a **53.1** (da 51.5) ad aprile, grazie alla forte espansione della **manifattura** che sale a **52.2** (da 50.8), segnando il miglioramento più forte da fine 2020. Il **PMI servizi** ha accelerato a **52.6** (da 52.1), indicando un rafforzamento dell'espansione. (7)(8)

» Ad aprile, l'indice **composito** globale è salito a **51.8** (da 51.0), trainato dal rafforzamento dei **servizi** a **51.2** (da 50.8) e della **manifattura** a **52.6** (da 51.3), nonostante i forti aumenti dei prezzi e le persistenti criticità nelle catene di approvvigionamento. (9) (10)

Grafico 9: PMI Eurozona

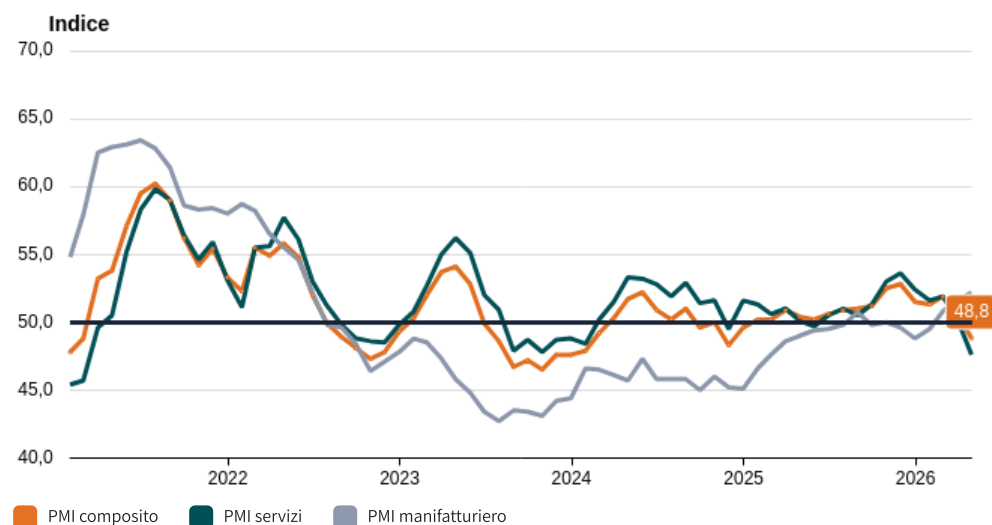
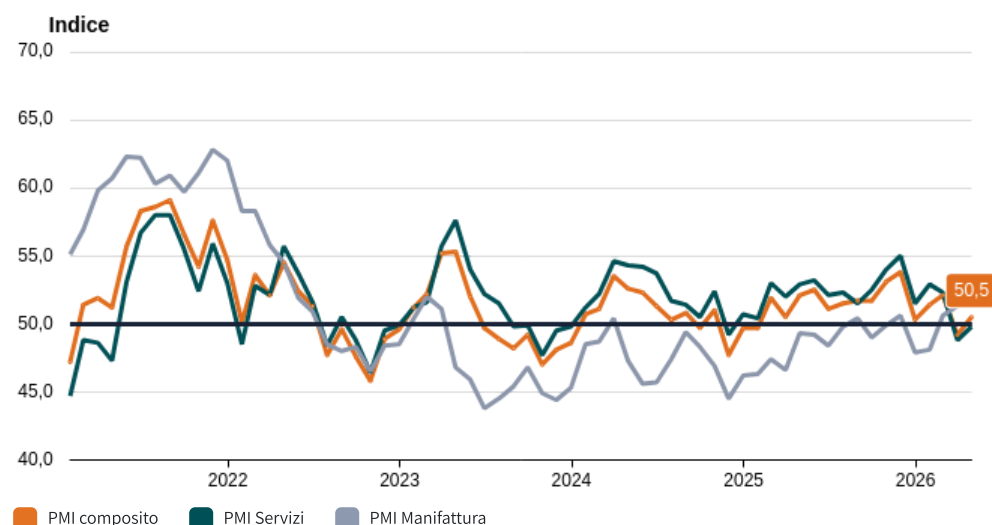


Grafico 10: PMI Italia



La politica monetaria: central bank snapshot

European Central Bank

Interest Rate Policy

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

Head of Central Bank

Christine Lagarde

Prossime riunioni: 11 giugno e 23 luglio 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 tassi** nel meeting del **30 aprile**, con il **Deposit Rate fermo al 2,00%**.

Nonostante l'ampia discussione interna al Consiglio su un possibile aumento dei tassi, la BCE ha ribadito di trovarsi in una "buona posizione" per affrontare l'incertezza dei prossimi mesi, sottolineando la necessità di acquisire ulteriori informazioni e mantenendo un **approccio attendista**. L'ultimo dato sull'**inflazione ha mostrato un'accelerazione** al +3,0% a/a ad aprile (dal +2,6%), trainata dal rialzo dei prezzi energetici (+10,9%), senza tuttavia evidenziare, al momento, effetti di secondo impatto. In questo contesto, la Presidente Lagarde ha sottolineato come lo scenario si stia gradualmente allontanando dal quadro di base delineato a marzo, pur restando distante dalle dinamiche di stagflazione degli anni Settanta. Le prossime settimane saranno quindi cruciali per una valutazione più completa del quadro macroeconomico, in vista dell'aggiornamento delle proiezioni di giugno. Infine, la Presidente ha espresso apprezzamento per le misure adottate dai Paesi dell'area euro in risposta alla crisi energetica, sottolineandone il carattere temporaneo, mirato e calibrato. **Il mercato sconta un aumento dei tassi di 25 punti base nella prossima riunione di giugno.** (1) (2)

Federal Reserve

Interest Rate Policy

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

Head of Central Bank

Jerome Powell

Kevin Warsh (prossimo Presidente)

Prossime riunioni: 17 giugno e 29 luglio 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 **29 aprile**, con i **Fed Funds al 3,50-3,75%**.

Il posizionamento attendista della FED ha riflesso gli ultimi sviluppi in Medio Oriente: nel breve termine prezzi dell'energia più alti hanno spinto l'inflazione, con l'indice CPI in aumento al +3,8% a/a (da +3,3%) ad aprile e sono state riviste al rialzo anche le aspettative di inflazione nel breve termine. Nel frattempo, il mercato del lavoro è rimasto stabile, con un tasso di disoccupazione al 4,3% ad aprile, mostrando segni di solidità. In questo contesto, l'attività economica sta continuando a espandersi a un ritmo sostenuto (+2,1% PIL 1Q2026), probabilmente sostenuta dall'accelerazione della spesa pubblica dopo il blocco delle attività governative di ottobre 2025. Tuttavia, la ripresa potrebbe essere di breve durata poiché la guerra con l'Iran potrebbe penalizzare i consumi interni delle famiglie. Inoltre, la riunione di aprile ha reppresentato l'ultima a conclusione del mandato del Presidente Powell, in scadenza il 15 maggio, che continuerà comunque a rimanere nel Board della FED; verrà sostituito da Kevin Warsh. **Ci attendiamo tassi fermi nella riunione di giugno.** (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: 18 giugno e 30 luglio 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 **30 aprile**.

La banca centrale inglese ha valutato la trasmissione all'inflazione dello shock energetico causato dalla guerra in Iran, dichiarandosi **pronta ad agire per garantire che l'inflazione ritorni all'obiettivo del 2%**, monitorando attentamente gli sviluppi in Medio Oriente e il loro impatto sui mercati energetici globali. L'ultimo dato sull'inflazione ha registrato un aumento al 3,3% a/a a marzo (da 3,0%). Come la BCE, anche la Banca d'Inghilterra si è allontanata da un'unica proiezione centrale, presentando invece tre scenari per cogliere una gamma di possibili esiti macroeconomici nella valutazione dei rischi. Il Comitato monitorerà attentamente gli sviluppi in Medio Oriente e il loro impatto sull'offerta e sui prezzi globali dell'energia. (5) (6)

Bank of Japan

Interest Rate Policy

- Policy deposit rate: 0,75%

Head of Central Bank

Kazuo Ueda

Prossime riunioni: 16 giugno e 31 luglio 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 **28 aprile**.

La decisione è passata a maggioranza, con tre dei nove membri favorevoli a un rialzo, segnalando un dibattito interno verso una normalizzazione più rapida. L'aumento dei prezzi del petrolio, legato alle tensioni in Medio Oriente, ha generato un rialzo temporaneo ma diffuso dei prezzi, con l'inflazione di fondo in graduale accelerazione (+1,8% a/a a marzo). Il governatore Ueda ha evidenziato l'elevata incertezza legata al conflitto, con rischi di inflazione al rialzo e di crescita al ribasso nel 2026: le proiezioni di inflazione di fondo sono state riviste al rialzo (+2,6% da +2,2%), mentre la crescita 2026 al ribasso (+0,5% da +1,0%). Pur "guardando oltre" shock temporanei, la BoJ ha avvertito che effetti di secondo round renderebbero necessario un intervento restrittivo. (7) (8)

Swiss National Bank

Interest Rate Policy

- SNB policy rate: 0,00%

Head of Central Bank

Martin Schlegel

Prossime riunioni: 18 giugno e 24 settembre 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 **19 marzo**.

Nell'ultima riunione di marzo, la SNB ha segnalato una **maggiore disponibilità a intervenire sul mercato dei cambi** per contrastare un apprezzamento eccessivo del franco, legato alle tensioni in Medio Oriente e potenzialmente dannoso per la stabilità dei prezzi in Svizzera. L'intervento, attuato tramite l'acquisto di valuta estera, amplia il bilancio della banca centrale, attenuando nel breve periodo le pressioni disinflazionistiche ma aumentando l'esposizione a rischi di valutazione legati ai tassi di cambio, ai prezzi delle obbligazioni e ai mercati azionari. Ne deriva un'accresciuta esposizione a rischi finanziari, con effetti su utili e perdite che si rifletterebbero sui trasferimenti a Confederazione e cantoni, conferendo all'intervento valutario anche una dimensione fiscale. Ad aprile, l'inflazione è aumentata lievemente al +0,3% a/a (da +0,3% di marzo). (9) (10)

La logistica e il commercio mondiale

Commodity e shock energetico: la guerra in Medio Oriente riaccende i rischi globali

» Il **Global Supply Chain Pressure Index** è balzato ad **1,82** ad aprile, da **0,68** di marzo, massimo da luglio 2022. Il dato segnala una riaccensione delle tensioni sulle catene globali, trainata da costi energetici in forte rialzo, così come quelli del trasporto, accompagnato da *shortage* di input legato al conflitto in Medio Oriente e nel Golfo Persico. Le pressioni non sono circoscritte al petrolio: l'aumento coinvolge logistica, materie prime industriali e beni intermedi, con potenziali effetti sui prezzi alla produzione e sul profilo della disinflazione globale. Anche il Baltic dry index, che misura il trasporto per via marittima delle principali commodities, è ai massimi dagli ultimi due anni.

» Secondo la **Banca Mondiale**, la guerra ha prodotto in poche settimane uno **shock di offerta energetica senza precedenti**, con effetti rilevanti sui mercati delle commodities. Prima del conflitto, attraverso lo **Stretto di Hormuz** transitava circa il **35% del commercio marittimo globale di petrolio greggio**, il **20% dei prodotti petroliferi raffinati** e circa il **20% del Gas Naturale Liquefatto (GNL)**; la chiusura della rotta ha determinato in marzo una perdita di offerta di petrolio pari a **10.1 milioni di barili al giorno (mb/d)**, il maggiore shock energetico mai registrato secondo l'istituzione internazionale, accompagnato da un'ulteriore calo di **1.8 md/b**.

» Queste tensioni militari aggiungono pressioni anche sui prezzi di molti materiali industriali. Il **Medio Oriente** è uno dei principali **esportatori di fertilizzanti**: le interruzioni degli scambi commerciali ne stanno riducendo l'offerta, non solo a causa della chiusura di Hormuz ma anche per la ridotta disponibilità di GNL sul mercato e di altre materie prime utilizzate per la loro produzione. La World Bank prevede che i prezzi medi dei fertilizzanti potrebbero registrare un aumento di oltre il 30% nel 2026, trainati da un balzo del 60% dei prezzi dell'urea, materia indispensabile per la produzione degli stessi (vedi grafico 13d a pagina 15). (1) (2)

» Inoltre, la guerra in Iran sta generando un **terzo canale inflazionistico** oltre a combustibili e fertilizzanti: il rincaro delle **plastiche e dei prodotti petrolchimici**, utilizzati in imballaggi, beni di consumo, detersivi, prodotti per l'igiene, tessuti sintetici, pannolini e componentistica industriale. Reuters riporta che il prezzo europeo del **PET**, usato nelle bottiglie e in altri imballaggi alimentari, era a metà marzo superiore del **15,4%** su base annua, mentre in Nord America il **polietilene**, polimero per la produzione di plastica, risultava circa **+29% superiore** a marzo 2025. Il Medio Oriente rappresenta circa **un quarto** delle esportazioni globali di **polietilene e polipropilene**, e il trasferimento ai prezzi al consumo potrebbe essere graduale ma diffuso: prodotti come **posate monouso, bevande confezionate, bottiglie e sacchi per la spazzatura** potrebbero rincarare per primi, mentre i maggiori costi degli imballaggi potrebbero arrivare sui prezzi alimentari in **2-4 mesi**; e ancora più lenta sarà la trasmissione a prodotti come l'automotive dove le componentistiche in plastica rappresentano una piccola parte del costo di produzione. Nel complesso, lo shock va interpretato come una pressione inflazionistica **indiretta e ritardata**: non si limita ai carburanti, ma attraversa packaging, input petrolchimici, logistica e beni intermedi. Il rischio macroeconomico è che l'aumento dei costi di plastica e imballaggi alimenti una nuova fase di pressione sui **prezzi alla produzione** e, con qualche mese di ritardo, sui **prezzi al consumo**, complicando il mantenimento dell'inflazione a target.

In tale contesto, tra i principali elementi di vulnerabilità per l'economia italiana derivanti dalla crisi energetica, si segnala il settore del **packaging** e dei **collanti industriali** utilizzati in svariati processi produttivi. (3)

Grafico 11: Baltic Dry Index



GLOBAL - Baltic Exchange Dry Index - Giornaliero

Grafico 12: Global Supply Chain Pressure Index

Deviazione standard, dati mensili



GSCPI

Fonte: (1) IEA, Oil Market Report - April 2026 and IEA Oil Market Report -May 2026, 14/04/2026-13/05/2026; (2) BBC, Billions of meals at risk due to Iran war, says fertiliser boss, 1/05/2026; (3)CNN, Plastic is the hidden cost of the war in Iran, 30/03/2026; NBC, The Iran war's next hidden cost: Higher prices for plastic, 17/04/2026; Reuters, Oil in everyday things, How the Iran war is driving up the cost of your shopping cart, 30/04/2026.

Tassi di interesse

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

Il rendimento del BTP benchmark con scadenza 10 anni è lievemente calato a 3,78% (dal 3,85% del 10/04), mentre il rendimento del BTP a 2 anni è rimasto stabile al 2,80% all'11/05 (dal 10/04).

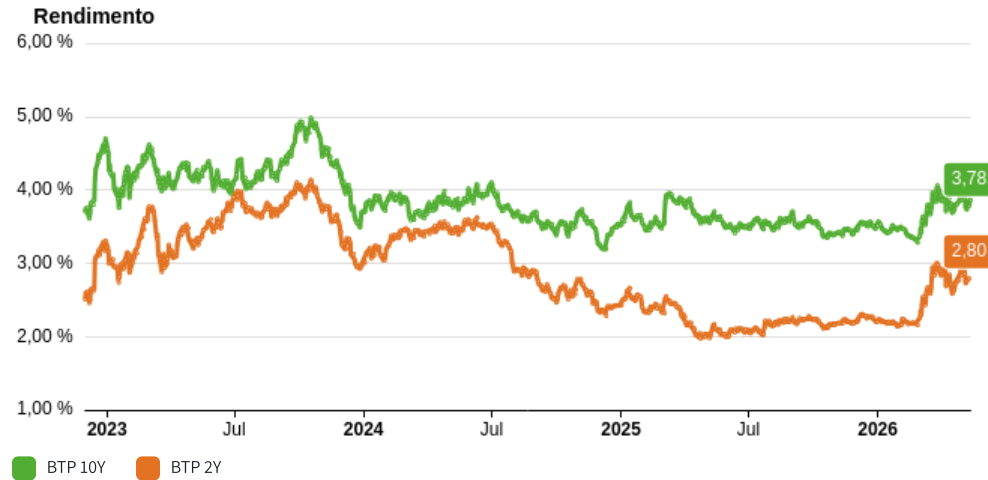


Grafico 13 (b): Titoli di Stato a 10Y Area Euro

All'11/05/2026 il Bund tedesco si attesta al 3,04% (dal 3,05%, al 10/04), il titolo OAT francese al 3,66% (dal 3,70%), il decennale spagnolo a 3,47% (dal 3,51%), il 10Y portoghese al 3,41% (da 3,46%), il decennale greco al 3,73% (dal 3,80%).

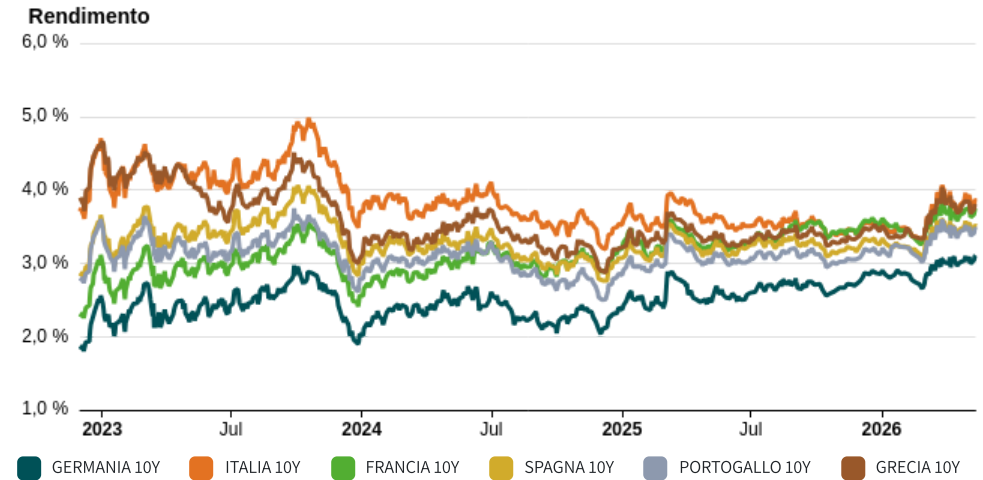


Grafico 13 (c): Spread BTP-BUND e OAT-BUND

Il differenziale di rendimento tra il titolo di Stato decennale italiano e quello tedesco è calato, arrivando a 73,8 punti base al 11/05/2026 (da 80 pbs al 10/04/2026). Il differenziale francese vede un lieve calo, con lo Spread OAT-BUND che si attesta a 62,3 pb al 11/05/2026 (da 64 pbs al 10/04/2026).

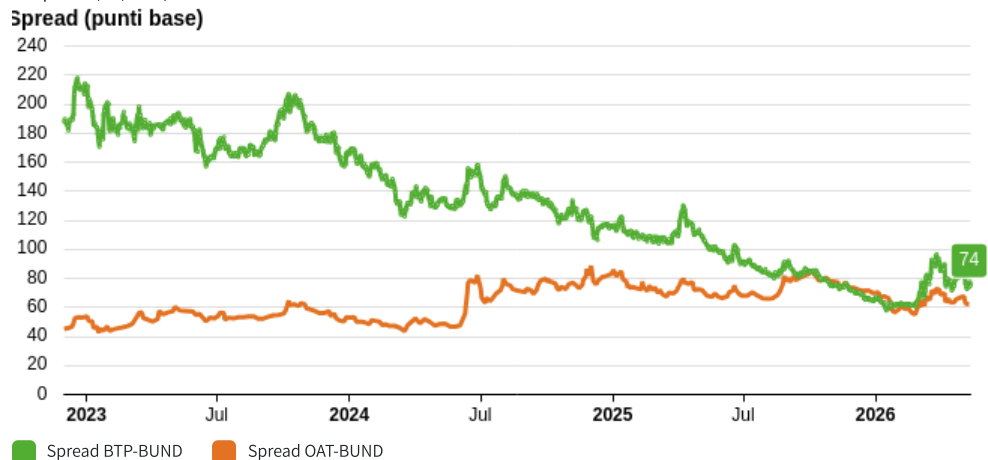
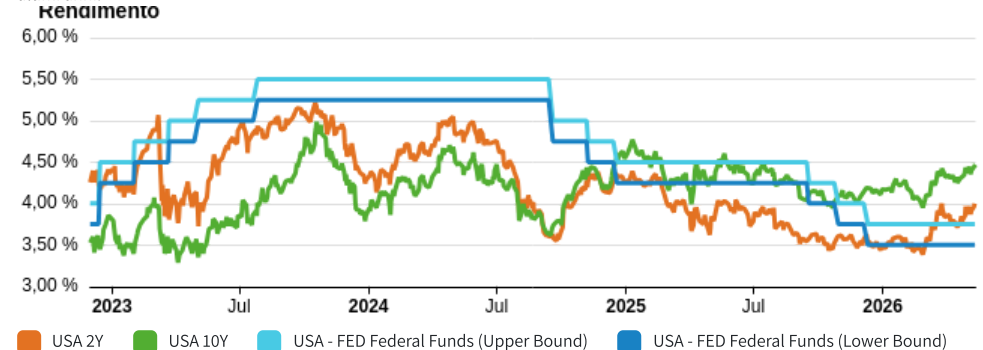


Grafico 13 (d): US Treasury 2Y e 10Y. Fed Funds

Il rendimento del titolo a due anni americano si attesta al 3,97% all'11/5/26 (dal 3,81% al 10/4/26), mentre i tassi del Treasury decennale hanno raggiunto livelli che non si vedevano da luglio 2025, fino a 4,45% al 5 maggio (dal 4,34% al 10/4/2026), scontando le attese di aumento dell'inflazione per il conflitto in Iran. I titoli governativi americani risentono anche dei nuovi equilibri geopolitici: la quota di debito federale detenuta da investitori stranieri è diminuita negli ultimi anni a circa il 30% (nel 2008 era pari al 49%). Il debito totale (\$32.000 miliardi detenuto da privati) è cresciuto più rapidamente del debito detenuto da investitori stranieri, mentre è aumentata la quota di investitori domestici, specie le banche. Il Giappone è il primo detentore al mondo di titoli di stato USA (\$1200 miliardi, dati a febbraio 2026), la Gran Bretagna è il secondo (\$900 miliardi), mentre al terzo posto si colloca la Cina (\$700 miliardi) in costante calo negli ultimi anni.



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. (1) IISole24Ore, "La Cina vende ancora T Bond Banche in aiuto del debito Usa", 10/5/26; US Treasury.gov

Tassi di interesse e valute

Grafico 14 (a): Cambio EUR/USD

Il dollaro torna ad indebolirsi contro l'euro, attestandosi a 1,18 all'11/05/2026 (da 1,17 al 10/04/2026).



Grafico 14 (b): Cambio USD/YEN

Il cambio USD/JPY ha mostrato un moderato calo a 157,19 l'11/05/2026 (da 159,3 il 10/04/2026).



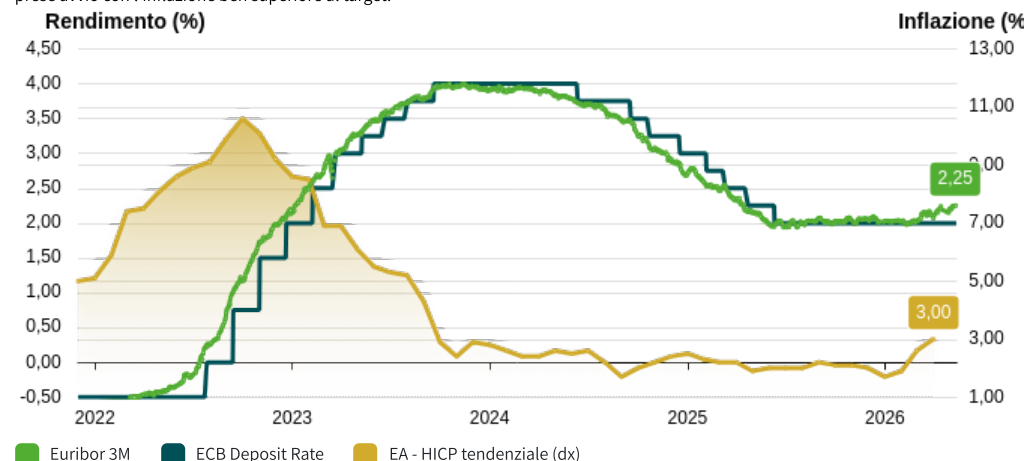
Grafico 14 (c): EUR IRS 10Y

Il tasso di rendimento EUR IRS a 10 anni si attesta a 3,05% l'11/05/2026 (da 3,09% al 10/04/2026).



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

L' EURIBOR 3 mesi è lievemente aumentato al 2,25% all'11/05/2026, da 2,16% l'8/04/2026. Tasso BCE sui depositi al 2%, inflazione al +3,0% a/a. Le attuali condizioni monetarie e inflattive sono molto diverse da quelle del 2022: la politica restrittiva parti da tassi negativi e prese avvio con l'inflazione ben superiore al target.



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

Materie Prime

Grafico 15 (a): Petrolio WTI / Petrolio Brent

Lo Stretto di Hormuz resta un punto di strozzatura critica per i flussi energetici globali. Secondo stime EIA, nel 2024 il transito medio si è attestato intorno a 20 milioni barili al giorno, pari a circa un quinto dei consumi globali. La persistenza di rischi geopolitici nell'area mantiene elevata la sensibilità del mercato, con impatti su prezzi del greggio, premi assicurativi e costi di nolo. Una riapertura dello Stretto non sarebbe comunque sufficiente a ripristinare in breve lo status quo. Inoltre, l'uscita degli Emirati Arabi Uniti (UAE) dall'OPEC dopo quasi 60 anni di adesione, ha inflitto un duro colpo al cartello petrolifero aggiungendo incertezza alla già grave crisi energetica globale. La decisione UAE riflette le frustrazioni di lunga data degli Emirati verso le quote di produzione, con un avvicinamento agli Stati Uniti e una presa di distanza dalla vicina Arabia Saudita. Il prezzo del greggio WTI è stato altamente volatile, attestandosi a \$98,07 all'11/05/2026 (da \$96,6 al 10/04/2026), mentre il Brent si colloca a \$103,30 (da 95,2 il 10/04/2026).

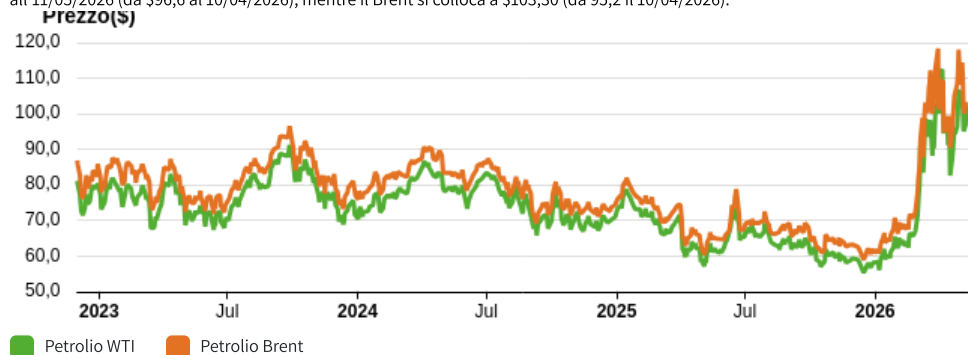


Grafico 15 (c): Oro

All'11/05, il prezzo dell'oro è rimasto sostanzialmente stabile a \$4735,72 per oncia, dai \$4.751 per oncia del 10/04/2026.



Grafico 15 (b): Gas Naturale

L'11/05/2026 i prezzi del gas presso l'hub europeo TTF si sono attestati a 46,23 €/Mwh, dai 43,6 €/Mwh del 10/4/2026.



Grafico 15 (d): Grano

Il blocco dello Stretto di Hormuz, oltre a generare pressioni sui prezzi delle materie prime energetiche, sta sollevando problemi di sicurezza alimentare: passa di là anche circa un terzo dei fertilizzanti destinati alle colture globali. Il mercato risente già delle limitazioni dell'offerta proveniente da un'altra area attualmente di crisi e cioè tra Russia e Ucraina. I prezzi dell'urea, ad esempio, uno dei fertilizzanti più diffusi, ha visto i propri listini aumentare di circa l'80% dallo scoppio del conflitto in Iran. L'Italia è esposta alla crisi dei fertilizzanti nonostante a partire dall'invasione russa dell'Ucraina abbia diversificato i propri acquisti (Egitto, Algeria, Marocco). Secondo Assofertilizzanti, le produzioni agricole più colpite sono i cereali (mais, grano tenero e duro e riso), con possibili ricadute sui prezzi di pasta, pane e riso e per il mais da destinare all'alimentazione zootecnica. (1) Il prezzo del grano si attesta a 179,8 euro al 10/4).



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 corrispondente 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 14 maggio 2026.

BPER:

Grazie

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