



CAMERA DI COMMERCIO
PORDENONE - UDINE

analisi e prospettive

a cura di Marco Martella

Energia e capitale, il conto arriva da fuori

Perché gasolio, gas e finanziamenti a lungo termine costano di più alle imprese italiane, e perché i loro prezzi si decidono fuori dall'area dell'euro

#3

-- settembre 2026 --



INDICE

Quadro di riferimento e sintesi	3
1. Il greggio scende, il gasolio no	5
2. La strozzatura si è spostata a valle	5
3. Il secondo rincaro: il prezzo del tempo	7
4. Come i due rincari arrivano alle imprese italiane	8
5. Che cosa osservare nei prossimi mesi	11



Quadro di riferimento e sintesi

L'economia mondiale attraversa la crisi energetica aperta dal conflitto con l'Iran con una crescita che tiene, ma con un costo dell'energia e del capitale che continua a salire. Il 1° settembre il Fondo monetario internazionale ha stimato la crescita globale del 2026 intorno al 3 per cento, sostenuta dagli investimenti nell'intelligenza artificiale; ha però avvertito che lo shock non è concluso, con lo Stretto di Hormuz ancora in larga parte chiuso, e che il debito pubblico mondiale, vicino al 100 per cento del prodotto, ha superato i massimi del secondo dopoguerra. Nelle settimane successive il perimetro della crisi si è allargato: gli attacchi degli Houthis hanno fatto di Bab el-Mandeb un secondo punto di strozzatura e colpito le esportazioni saudite dal Mar Rosso, la via che aggirava Hormuz, mentre gli attacchi ucraini alle raffinerie russe hanno quasi azzerato le esportazioni di gasolio della Russia. Negli USA, il 16 settembre la Riserva federale ha alzato i tassi al 3,75-4 per cento e sedici dei diciotto partecipanti al Comitato indicano almeno un ulteriore rialzo entro l'anno; il 18 la Banca del Giappone ha portato il proprio all'1,25 per cento. Il 21 settembre la prospettiva di contatti fra Stati Uniti e Iran in margine all'Assemblea generale delle Nazioni Unite ha riportato il Brent verso i 100 dollari: un segnale da seguire, non ancora un punto di svolta.

Il commercio internazionale resta il canale attraverso cui gli shock globali raggiungono più direttamente le imprese, e la sua tenuta è meno solida di quanto dica il dato aggregato. Secondo l'Organizzazione mondiale del commercio (WTO), nel primo trimestre del 2026 il volume degli scambi mondiali di merci è cresciuto del 3,2 per cento sull'anno, oltre le attese, ma trainato dai beni legati all'intelligenza artificiale, aumentati in valore del 42 per cento, mentre chimica, siderurgia e combustibili diminuivano; gli effetti della chiusura di Hormuz, iniziata alla fine del trimestre, emergeranno nei dati successivi. La direttrice generale del WTO, Ngozi Okonjo-Iweala, ha avvertito che l'intelligenza artificiale sta mascherando l'impatto dei dazi e delle altre perturbazioni. Cresce intanto il peso della Cina: fra gennaio e agosto il suo avanzo commerciale ha raggiunto 805 miliardi di dollari, e secondo la Camera di commercio europea in Cina il paese vale ormai il 40 per cento delle esportazioni mondiali in container. L'area dell'euro ne beneficia poco: fra gennaio e luglio il suo avanzo si è ridotto a 17 miliardi, dai 92,8 dello stesso periodo del 2025. Per l'Italia la crescita è in buona parte di prezzo: a luglio le esportazioni sono aumentate del 4,7 per cento in valore ma diminuite dell'1,7 in volume, mentre i prezzi all'importazione salivano del 5,0 per cento, con l'energia oltre il 20.

Nell'area dell'euro il prodotto è cresciuto dello 0,6 per cento nel secondo trimestre, un dato gonfiato dall'Irlanda: le proiezioni della BCE indicano per il 2026 una crescita dello 0,9 per cento. L'inflazione è salita in agosto al 3,2 per cento, con l'energia al 14,3: un aumento che la BCE attribuisce in particolare ai margini di raffinazione dei combustibili liquidi. La componente di fondo è scesa al 2,4 e i salari non mostrano per ora una risposta significativa allo shock. Il 10 settembre il Consiglio direttivo ha alzato i tassi per la seconda volta in tre mesi, portando quello sui depositi al 2,50 per cento; le proiezioni collocano l'inflazione al 3,0 per cento nel 2026 e al 2,5 nel 2027, con rischi orientati al rialzo. Il



credito alle imprese dell'area cresce del 4,4 per cento.

I mercati hanno vissuto a metà settembre la fase più tesa dell'anno. Nella settimana del 14-18 settembre il rendimento del Treasury decennale ha superato il 5 per cento, il livello più alto dal 2007, e quello del Bund il 3,5, un massimo dal 2009; il BTP decennale è salito dal 4,07 per cento del 19 agosto al 4,42 del 18 settembre e lo spread sul Bund da 81 a 90 punti base, mentre quello francese toccava i 105 punti, il livello più alto dal 2012. Dopo il rialzo della Fed l'indice del dollaro ha toccato il massimo di sette settimane, ma il cambio con l'euro è rimasto a 1,146 (1,161 il 19 agosto) e il dollaro valeva poco meno di 158 yen. Il Brent ha oscillato fra 100 e quasi 110 dollari, contro una media di agosto di 91; negli Stati Uniti il gasolio ha raggiunto il livello più alto della serie. Il 21 settembre il calo del petrolio ha fatto ridiscendere i rendimenti: il BTP decennale al 4,33 per cento, il Treasury poco sotto il 5. La Borsa di Milano restava superiore del 13,6 per cento al livello di fine 2025, ma inferiore del 4,0 al massimo di agosto; l'oro quotava 4.383 dollari l'oncia.

In Italia il prodotto è cresciuto dello 0,2 per cento nel secondo trimestre e dell'1,0 sull'anno, grazie ai consumi e alle costruzioni non residenziali, mentre la spesa in impianti e macchinari è diminuita. Gli occupati sono 24,37 milioni, 307 mila più di un anno prima, e la disoccupazione è al 5,8 per cento. L'inflazione è salita in agosto al 3,3 per cento: il gasolio per mezzi di trasporto costa il 26,7 per cento in più di un anno prima, quello per riscaldamento il 31,8, mentre la componente di fondo è scesa all'1,5. Il 22 settembre l'Istat ha confermato l'indebitamento netto del 2025 al 3,1 per cento del prodotto, dal 3,4 del 2024, e ha rivisto al rialzo la crescita dello scorso anno allo 0,6: l'Italia resta nella procedura per disavanzo eccessivo, con un margine ridotto per nuove misure di sostegno contro il caro energia.

È su questo sfondo che le imprese italiane affrontano due rincari che arrivano insieme e nascono entrambi fuori dall'area dell'euro. Il primo è quello del gasolio e del gas, trainato più dalle strozzature della raffinazione e degli stoccaggi che dal prezzo del greggio. Il secondo è quello del capitale a lungo termine, che segue il Treasury americano, i flussi del risparmio giapponese e la concorrenza dei fabbisogni di finanziamento dell'intelligenza artificiale. Le imprese rispondono chiedendo credito in anticipo e su scadenze brevi: una difesa razionale contro il secondo rincaro mentre subiscono il primo, che però accumula debito da rinnovare proprio mentre entrambi i prezzi restano alti. I settori più esposti sono quelli che usano il gasolio come fattore di produzione e l'industria ad alta intensità di gas.



1. Il greggio scende, il gasolio no

Chi guardasse soltanto al petrolio potrebbe concludere che lo shock energetico si stia riassorbendo. Dopo aver sfiorato i 110 dollari a metà settembre, il 22 il Brent è sceso sotto i 100 dollari, il livello più basso dal 10 settembre, sulla prospettiva di un negoziato fra Stati Uniti e Iran. Il prezzo del greggio, però, non è quello che pagano le imprese. Il costo che conta per l'economia reale è quello del combustibile consegnato all'utilizzatore, che incorpora raffinazione, trasporto marittimo e premi di scarsità: ed è questo che continua a salire.

In Italia, secondo i dati definitivi dell'Istat, in agosto il gasolio per mezzi di trasporto costava il 26,7 per cento in più di un anno prima, dal 18,8 di luglio; quello per riscaldamento il 31,8 per cento, la benzina il 16,3. Nell'area dell'euro l'inflazione dell'energia è salita al 14,3 per cento, dal 10,3 di luglio, e la BCE attribuisce l'aumento in particolare al contributo dei margini di raffinazione sui combustibili liquidi, più che al prezzo delle materie prime. Nella conferenza stampa del 10 settembre la presidente Christine Lagarde ha usato un esempio eloquente: sei mesi prima nessuno avrebbe saputo che cosa fossero i margini di raffinazione; oggi tutti sanno che il gasolio è usato da una precisa categoria di operatori economici, e che è diventato un'altra strozzatura.

Negli Stati Uniti il fenomeno è ancora più visibile. Secondo l'Energy Information Administration, il 14 settembre il prezzo medio al dettaglio del gasolio era di 6,285 dollari al gallone, il livello più alto della serie, contro 5,599 dollari due settimane prima e circa 2,5 dollari in più di un anno prima; la benzina, nello stesso giorno, restava lontana dai massimi del 2022. È la stessa divergenza che si osserva in Italia fra gasolio e benzina, e ha la stessa origine: il gasolio muove camion, treni, macchine agricole e mezzi da cantiere, ed entra nei costi di produzione e di trasporto di quasi tutti i beni molto più direttamente della benzina.

2. La strozzatura si è spostata a valle

La scomposizione del rincaro porta a valle del pozzo, nelle raffinerie. Nell'ultimo decennio i paesi del Golfo hanno costruito alcune delle più grandi raffinerie del mondo e la Russia ha ammodernato le proprie, diventando insieme i principali esportatori mondiali di gasolio. Le due guerre hanno colpito entrambe le fonti: la chiusura di Hormuz e gli attacchi nel Mar Rosso hanno ridotto le esportazioni di Kuwait, Emirati, Iraq e Arabia Saudita, mentre gli attacchi ucraini alle raffinerie russe le hanno quasi azzerate. Secondo i dati dell'Agenzia internazionale dell'energia riportati dalla stampa, il gasolio bloccato nel Golfo è circa tre volte quello venuto meno dalla Russia: la causa principale resta il conflitto mediorientale, ma il secondo fronte ne moltiplica gli effetti.

L'Occidente non ha capacità di riserva per compensare. Negli Stati Uniti e in Europa non si costruiscono nuove raffinerie da quasi trent'anni e più di una decina di impianti ha chiuso dal 2015; quelli rimasti lavorano vicino al limite e spostano la produzione verso il gasolio, a scapito di benzina, carboturbo (jet fuel) e carburanti navali, che a loro volta cominciano a scarseggiare. La stampa specializzata riporta stime secondo cui una parte significativa della capacità danneggiata resterà inattiva per gran parte del prossimo anno anche se le ostilità cessassero. È questa la differenza rispetto a uno shock sul greggio: una raffineria colpita non riprende a funzionare con un accordo diplomatico. Negli



Stati Uniti, inoltre, avanza al Congresso una proposta di divieto delle esportazioni di gasolio in vista delle elezioni di metà mandato: se approvata, trasferirebbe la scarsità sui paesi importatori, Europa compresa.

Il secondo fronte è il gas. Secondo la nota mensile dell'Istat, l'indice del prezzo del gas naturale è cresciuto di circa il 10 per cento sia in luglio sia in agosto. Al 19 settembre gli stoccaggi dell'Unione erano pieni al 69,3 per cento, a sei settimane dalla scadenza del 1° novembre per la quale l'obiettivo è stato abbassato all'80 per cento; ma la media nasconde differenze ampie (Tavola 1). La Germania era al 56,3 per cento e i Paesi Bassi al 54,5, mentre l'Italia, con l'85,3, era fra i paesi meglio riforniti. Per le imprese italiane il rischio dell'inverno non è quindi di quantità ma di prezzo: il gas si prezza sul mercato di riferimento nordeuropeo, dove gli stoccaggi sono più bassi, e la sicurezza fisica del sistema italiano non protegge dal costo.

Tavola 1

Stoccaggi di gas naturale nei principali paesi dell'Unione Europea

Paese	Gas in stoccaggio (TWh)	Riempimento (%)
Unione europea	784,3	69,3
Italia	173,6	85,3
Francia	98,0	79,1
Spagna	26,3	73,4
Austria	67,6	67,4
Belgio	4,5	59,4
Germania	139,3	56,3
Paesi Bassi	78,6	54,5

Fonte: Gas Infrastructure Europe, Aggregated Gas Storage Inventory (AGSI+), rilevazione del 19 settembre 2026 alle ore 6. Percentuali della capacità di stoccaggio utilizzabile. Per la stagione 2026 l'obiettivo di riempimento al 1° novembre previsto dal regolamento europeo sugli stoccaggi è stato abbassato dal 90 all'80 per cento, con facoltà di ulteriori scostamenti in condizioni di mercato sfavorevoli.

Lo shock energetico ha infine un canale fiscale, che collega il primo rincaro al secondo. Secondo elaborazioni della stampa finanziaria su dati dell'Agenzia internazionale dell'energia, fra la fine di aprile e l'inizio di settembre i paesi che hanno introdotto sussidi ai carburanti sono passati da 16 a 38, e quelli con qualche forma di sostegno ai consumatori da 56 a 94. Ogni misura di questo tipo aggiunge debito pubblico in una fase in cui i rendimenti sono già ai massimi di più anni.



3. Il secondo rincaro: il prezzo del tempo

Nella settimana del 14-18 settembre il rendimento del Treasury decennale ha superato il 5 per cento, toccando il livello più alto dal 2007. Le ragioni sono più d'una, e la loro combinazione spiega perché il rialzo si sia trasmesso a tutti i principali mercati. La prima è l'inflazione energetica: secondo la lettura prevalente sulla stampa finanziaria americana, il fattore principale del rialzo resta il rincaro dei carburanti, e in particolare del gasolio, più inflazionistico della benzina. La seconda è fiscale: il debito federale continua a crescere a ritmi elevati e il premio a termine, la parte del rendimento che compensa i rischi diversi dalle attese sui tassi ufficiali, è salito dall'inizio del conflitto, più in Europa e in Giappone che negli Stati Uniti. La terza è l'incertezza sulla condotta della Riserva federale, con un nuovo presidente che rinuncia a fornire indicazioni sul sentiero dei tassi.

Le fonti istituzionali aggiungono la quarta, e la più strutturale. Il 1° settembre la direttrice generale del Fondo monetario, Kristalina Georgieva, ha osservato che le pressioni fiscali spingono in alto i rendimenti dei paesi principali, e che questi trascinano con sé la maggior parte delle curve del mondo. Il 10 settembre la presidente Lagarde ha definito il rialzo un fenomeno globale e non specifico dell'area dell'euro, indicandone come prima causa la domanda e l'offerta di capitale: le attività legate all'intelligenza artificiale sono oggi grandi consumatrici di finanziamento, che si sta spostando dal capitale di rischio alle obbligazioni e al credito privato; e il mercato americano, per dimensioni e liquidità, trascina gli altri. Due giorni dopo ha precisato che questo fabbisogno rappresenta una concorrenza seria per il debito sovrano.

C'è poi il Giappone, che è stato per decenni il grande esportatore di risparmio verso i titoli di Stato americani ed europei. Il 18 settembre la Banca del Giappone ha portato il tasso ufficiale all'1,25 per cento, e il decennale giapponese rende ormai quasi il 3 per cento, 134 punti base più di un anno prima (Tavola 2): un rendimento interno che riduce la convenienza a investire all'estero. La vicenda dello yen mostra quanto questo equilibrio sia diventato delicato. Fra il 30 luglio e il 26 agosto le autorità giapponesi hanno speso 15.399 miliardi di yen in interventi a sostegno della valuta, secondo il Ministero delle finanze, il più alto importo mensile mai registrato; per la prima volta da quasi trent'anni gli Stati Uniti si sono uniti all'intervento, vendendo euro per acquistare yen, un'operazione il cui importo, 500 milioni di euro, è stato richiamato nella conferenza stampa della BCE del 10 settembre. L'effetto si è esaurito in pochi giorni: lo yen, risalito da quasi 164 a circa 155 per dollaro, era tornato verso 159 già il 10 agosto, e dopo il rialzo di settembre è rimasto poco sotto 158.

La chiave di lettura più diffusa fra gli osservatori è che Washington non abbia agito soltanto per sostenere un alleato. Il Giappone è il primo detentore estero di titoli del Tesoro americano, e le sue due leve per difendere lo yen sono un forte rialzo dei tassi interni o la vendita di dollari, cioè di Treasury: entrambe sgradite a un Tesoro che deve finanziare disavanzi elevati. Non a caso Tokyo ha annunciato che in futuro potrà ricorrere alla linea di pronti contro termine della Riserva federale, che consente di ottenere dollari senza vendere titoli. Yen e Treasury sono diventati due facce dello stesso problema: la stabilità del principale mercato obbligazionario del mondo dipende anche dalla gestione delle riserve del suo maggiore acquirente estero.

Il dollaro ha reagito al rialzo della Fed senza scosse: l'indice rispetto alle principali valute ha toccato il 18 settembre il massimo di sette settimane, sostenuto dalle attese di ulteriori rialzi e dai prezzi dell'energia, ma il cambio con l'euro è rimasto intorno a 1,15. Dalla metà del 2025 l'euro si muove in un intervallo compreso grosso modo fra 1,13 e 1,20 dollari, che secondo un'analisi di mercato



potrebbe risultare il più stretto mai registrato; la media di agosto, secondo l'Associazione bancaria italiana, era di 1,16. Per le imprese italiane è un dato rilevante: l'energia si paga in dollari, e la stabilità del cambio ha finora impedito che il doppio rincaro diventasse triplo.

Il rialzo del Treasury si è trasmesso agli altri mercati. Fra il 19 agosto e il 18 settembre il rendimento del BTP decennale è salito di 35 punti base, quello del Bund di 26 e quello del Treasury di 36: rialzi di ampiezza simile su mercati governati da banche centrali diverse. Nello stesso periodo si è riaperta la dispersione dei premi al rischio all'interno dell'area: lo spread fra titoli francesi e tedeschi ha superato i 100 punti base, e quello italiano è salito da 81 a 90. Per le imprese il canale è diretto: in agosto il tasso swap a dieci anni, riferimento dei finanziamenti a lungo termine a tasso fisso, era al 3,23 per cento, 44 punti base sopra febbraio; a luglio il costo del debito di mercato delle imprese dell'area era del 4,0 per cento, al di sopra dei tassi bancari. Allungare le scadenze costa di più, per ragioni che la BCE governa solo in parte.

Tabella 2

Curve dei rendimenti dei titoli di Stato al 18 settembre 2026

Paese	3 mesi	2 anni	5 anni	10 anni	30 anni	10a-2a (p.b.)	10a: var. 1 mese (p.b.)	10a: var. 12 mesi (p.b.)
Italia	2,54	3,54	3,91	4,42	5,03	88	+35	+86
Germania	2,46	3,26	3,34	3,52	3,84	25	+26	+77
Stati Uniti	4,08	4,76	4,86	5,00	5,33	24	+36	+87
Regno Unito	3,98	4,83	4,89	5,28	5,75	46	n.d.	+63
Giappone	1,18	1,84	2,28	2,98	4,08	114	+12	+134

Fonte: TradingView, curve dei rendimenti, rilevazione al 18 settembre 2026, con confronto al 19 agosto 2026 e al 19 settembre 2025 (valori percentuali; variazioni e pendenza in punti base). Dato di mercato riportato come eccezione dichiarata, in assenza di una fonte istituzionale aggiornata alla stessa data. Per il Regno Unito il confronto a un mese non è disponibile nel file di origine. Per gli Stati Uniti il livello del decennale al 18 settembre dipende dall'ora di rilevazione: nella settimana il rendimento ha toccato il 5,04 per cento (Wall Street Journal, 21 settembre). Il 21 settembre, dopo il calo del petrolio, il decennale italiano era al 4,33 per cento (Financial Times) e quello americano al 4,96 (Wall Street Journal).

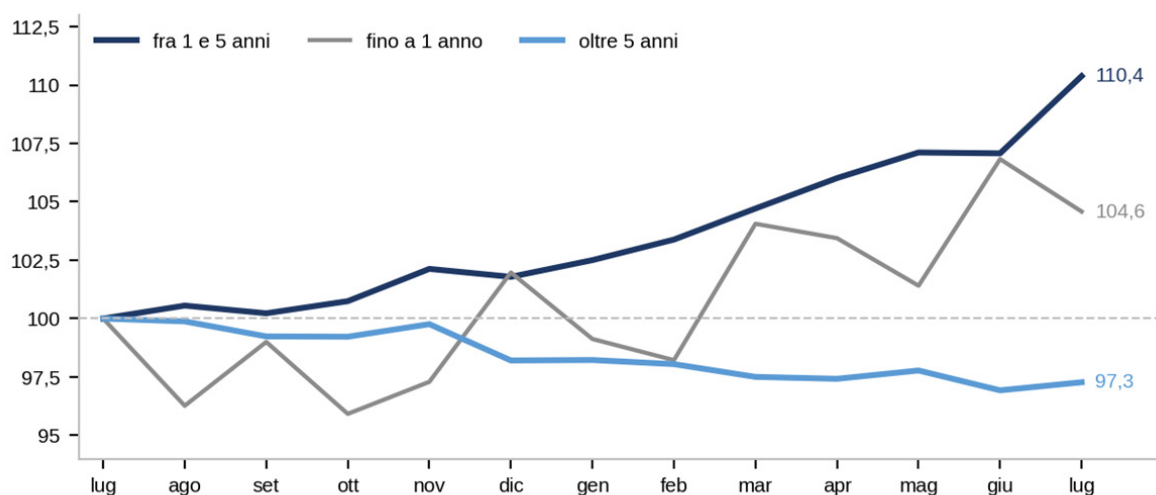
4. Come i due rincari arrivano alle imprese italiane

I due rincari si incontrano nei bilanci delle imprese, e il primo luogo in cui se ne vedono gli effetti è il credito. Secondo le serie della Banca d'Italia, a luglio i prestiti alle società non finanziarie sono cresciuti del 4,1 per cento sui dodici mesi, dal 3,2 di giugno, nonostante due rialzi della BCE. Non è la ripresa degli investimenti che il dato aggregato lascerebbe supporre. Le consistenze dei prestiti con durata oltre i cinque anni, quelli che finanziano impianti e capacità produttiva, si sono ridotte in un anno da 286,3 a 278,4 miliardi, mentre quelle fra uno e cinque anni sono salite da 170,9 a



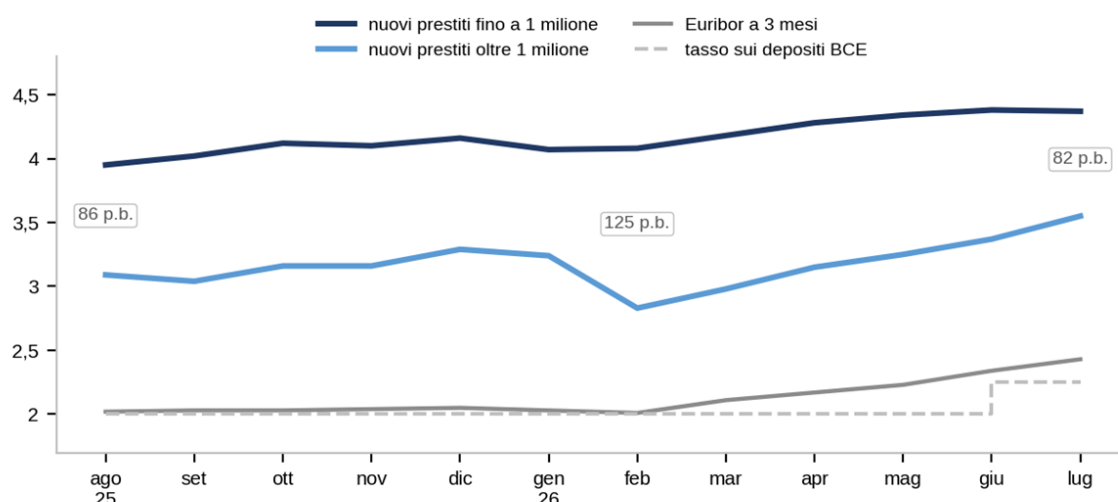
188,7 miliardi (Figura 1). Fra le nuove erogazioni, quelle oltre 1 milione di euro sono cresciute del 19,6 per cento rispetto a luglio 2025, quelle fino a 1 milione, che questa newsletter utilizza come approssimazione del credito alle piccole imprese, del 6,1; la loro quota è scesa al 29,2 per cento, il valore più basso dei tredici mesi disponibili.

Figura 1
Prestiti alle società non finanziarie per durata



Fonte: Banca d'Italia, Banche e moneta: serie nazionali, 9 settembre 2026, tav. 1.8. Consistenze di fine periodo, indici luglio 2025 = 100; luglio 2026 dato provvisorio. Le consistenze non sono corrette per cartolarizzazioni, cessioni e riclassificazioni.

Le banche spiegano il fenomeno. Nell'indagine sul credito bancario di luglio, riportata dall'Associazione bancaria italiana, indicano che la domanda delle imprese è stata sostenuta dal fabbisogno di capitale circolante, dalla ristrutturazione del debito e dall'anticipazione delle richieste in vista di ulteriori rialzi. Qui i due rincari si saldano. Il primo gonfia il fabbisogno di circolante: con i prezzi alla produzione dell'industria in crescita del 7,8 per cento sull'anno e quelli all'importazione del 5,0, lo stesso volume di attività richiede più liquidità. Il secondo spinge a chiedere quel credito subito e su scadenze brevi. La sequenza dei prezzi lo rende razionale (Figura 2): fra febbraio e luglio l'Euribor a tre mesi è salito di 42 punti base, dal 2,01 al 2,43 per cento, mentre il tasso sui depositi della BCE ne guadagnava 25, e il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione ne guadagnava 72. I piccoli prestiti, già più cari, si adeguano più lentamente: a luglio costavano il 4,37 per cento, contro il 3,55 dei grandi.

Figura 2
Tassi sui nuovi prestiti alle imprese per classe di importo e tassi di riferimento


Fonti: per i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie, Banca d'Italia, Banche e moneta: serie nazionali, 9 settembre 2026, tav. 2.2 (luglio 2026 dato provvisorio); per l'Euribor a 3 mesi (medie mensili) e il tasso sui depositi presso la BCE (fine periodo), Associazione bancaria italiana, Monthly Outlook, settembre 2026, tabella 9. Valori percentuali; le etichette indicano il differenziale fra le due classi di importo. I prestiti fino a 1 milione di euro sono utilizzati come approssimazione del credito alle piccole imprese: la classe di importo non coincide con la dimensione dell'impresa. Le quote e le variazioni dei volumi citate nel testo sono tratte dalla tav. 2.3 della stessa pubblicazione.

Il credito ottenuto in anticipo, però, non elimina il costo: lo sposta nel tempo. Un debito con scadenza fra uno e cinque anni andrà rinnovato entro l'orizzonte in cui i mercati collocano ulteriori rialzi, e il 18 settembre il rendimento del BTP a due anni, al 3,54 per cento, superava di oltre un punto il tasso sui depositi della BCE. Per l'impresa che ha anticipato la domanda il rischio non è il costo del credito di oggi, ma quello del rinnovo; e se nel frattempo il costo dell'energia non sarà sceso, il rinnovo arriverà su bilanci con margini già compressi.

Il secondo effetto riguarda i settori, ed è selettivo. Il gasolio pesa direttamente su autotrasporto e logistica, agricoltura e costruzioni, dove è un fattore di produzione e non soltanto una voce di spesa; il carboturbo, per il quale gli analisti segnalano possibili carenze in Europa nell'ultimo trimestre, espone il trasporto aereo e con esso il turismo. Il gas pesa sull'industria ad alta intensità energetica, e qui la produzione industriale di luglio mostra un quadro che va letto nel dettaglio. La chimica è in calo del 3,4 per cento sull'anno e del 3,2 nei primi sette mesi, in linea con una debolezza che non è solo italiana: secondo l'Organizzazione mondiale del commercio, nel primo trimestre il valore degli scambi mondiali di prodotti chimici è diminuito del 6 per cento, uno dei pochi comparti in calo insieme alla siderurgia e ai combustibili; il comparto della gomma, delle materie plastiche e dei minerali non metalliferi, che comprende vetro, ceramica e cemento, perde l'1,5 per cento sull'anno e il 2,3 negli ultimi tre mesi. La metallurgia e la carta, invece, non mostrano per ora flessioni significative, e la raffinazione nazionale, favorita dai margini elevati, cresce del 9,4 per cento negli ultimi tre mesi. Lo



shock colpisce dove l'energia è più difficile da trasferire sui prezzi di vendita, non ovunque. Il terzo effetto è fiscale. Con l'indebitamento netto del 2025 confermato il 22 settembre al 3,1 per cento del prodotto, l'Italia resta nella procedura per disavanzo eccessivo, e lo spazio per misure di sostegno contro il caro energia è più stretto di quanto fosse nel 2022. Le imprese affronteranno l'inverno con un cuscinetto pubblico più sottile, proprio mentre il costo del debito pubblico risente del rialzo globale dei rendimenti.

5. Che cosa osservare nei prossimi mesi

Sei indicatori diranno se la lettura della congiuntura fatta in questa newsletter regge. Il primo è la distanza fra il greggio e il gasolio, misurata dai prezzi mensili dell'Istat e dai margini di raffinazione seguiti dalla BCE: se il gasolio continuasse a salire con il Brent in calo, la strozzatura si confermerebbe strutturale. Il secondo è il livello degli stoccaggi di gas al 1° novembre, in particolare in Germania, che condiziona il prezzo di riferimento europeo per tutto l'inverno.

Il terzo è il rendimento del Treasury decennale intorno al 5 per cento, insieme alla distanza fra il BTP a due anni e il tasso sui depositi della BCE, che il 18 settembre superava il punto percentuale: la prima misura la pressione globale sulla parte lunga, la seconda quanto i mercati si attendono ancora dalla BCE, e quindi l'incentivo ad anticipare il credito. Il quarto è la tenuta dei premi al rischio sovrano davanti all'incertezza politica europea: in Francia le presidenziali di aprile e una manovra senza maggioranza parlamentare; in Germania le difficoltà della coalizione dopo le elezioni regionali di settembre, a partire dalla Sassonia-Anhalt, dove la CDU ha dimezzato i consensi; in Italia l'ultima legge di bilancio prima delle elezioni politiche del 2027 e la notifica di Eurostat di ottobre. Il rischio si leggerebbe anzitutto negli spread e solo in seconda battuta nel cambio: un'uscita dell'euro dall'intervallo 1,13-1,20 renderebbe più cara l'energia e trasformerebbe il doppio rincaro in un rincaro triplo.

Il quinto è la composizione del credito nelle serie della Banca d'Italia di ottobre e novembre e nell'indagine sul credito bancario di ottobre: un ritorno della quota dei piccoli prestiti verso il 35 per cento e una ripresa delle consistenze oltre i cinque anni segnalerebbero che la domanda si sta spostando dall'anticipazione all'investimento. Il sesto è l'aggiornamento delle previsioni sul commercio mondiale che l'Organizzazione mondiale del commercio pubblicherà in ottobre: dirà quanto la chiusura di Hormuz abbia pesato sugli scambi del secondo e del terzo trimestre e se la spinta dei beni legati all'intelligenza artificiale, che finora ha compensato le altre perturbazioni, stia perdendo forza. Un suo rallentamento toglierebbe al commercio mondiale il principale sostegno proprio mentre il costo dell'energia e del capitale resta elevato.

Sul piano gestionale, gli stessi dati suggeriscono alcune verifiche che ogni impresa può condurre sul proprio bilancio: quanta parte del debito bancario scade o si riprezza nei prossimi diciotto mesi; quanta parte dei costi di trasporto e di energia è legata al gasolio o al gas, e con quale ritardo può essere trasferita sui prezzi di vendita; quale sarebbe l'effetto sul margine operativo di un costo del debito superiore di un punto percentuale al momento del rinnovo. Sono domande che non richiedono previsioni sui prezzi, ma una mappa delle proprie esposizioni. Per le imprese del territorio la distinzione decisiva non sarà fra credito concesso e credito negato, ma fra scadenze e costi gestiti e scadenze e costi subiti.



CAMERA DI COMMERCIO
PORDENONE - UDINE

Contatti

urp@pnud.camcom.it

Orario di apertura al pubblico (su appuntamento)

Da lunedì a venerdì
dalle 8:30 alle 12:30

Via Morpurgo, 4
33100 Udine
Tel. 0432 273111

Corso Vittorio Emanuele II, 47
33170 Pordenone
Tel. 0434 3811

lunedì e giovedì
dalle 9:00 alle 12:00

Via Carducci, 20
33028 Tolmezzo
Tel. 0433 41062

Sito web

