

ENERGY CRISIS

*Shock energetico, scenario
macro e problemi di policy*



Shock energetico, scenario macro e problemi di policy

settembre 2026

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Paolo Balduzzi, Roberto Bianchini, Ilaria Fornari, Andrea Tenconi, Enrico Turco



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Andrea Boitani,
Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda, Vittorio
Emanuele Parsi

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:

Segreteria: Barbara Caprara

Via Necchi, 5 - 20123 Milano

tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - [LAM](#)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano

Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - www.assbb.it

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
1. UN'ESPANSIONE FINORA RESILIENTE AGLI SHOCK – Ilaria Fornari	pag.3
1. Introduzione	3
2. Lo scenario macro	6
3. La politica monetaria	10
4. La crisi energetica	12
5. I tassi di interesse	13
2. UNO SHOCK A INTERMITTENZA: LA CRISI ENERGETICA DEL 2026, I SUOI EFFETTI MACROECONOMICI E LE RISPOSTE DI POLITICA ECONOMICA IN EUROPA – Enrico Turco	17
1. Introduzione	17
2. Gli effetti economici dello shock	19
3. Quale risposta di politica economica?	26
4. Conclusioni: dall'emergenza alla sicurezza strutturale	31
3. IL MERCATO ENERGETICO IN ITALIA TRA TRANSIZIONE E STRANDED ASSETS: PREZZI, ELETTRIFICAZIONE E REGOLAZIONE A CONFRONTO – Roberto Bianchini e Andrea Tenconi	34
1. I prezzi del gas sui mercati internazionali	34
2. Com'è cambiata la composizione dell'offerta di gas in Italia	39
3. Accelerare l'elettrificazione per ridurre la dipendenza dal gas	41
4. La transizione nel settore elettrico: una dinamica in accelerazione	43
5. Transizione energetica: tra elettrificazione e stranded asset	45
6. Conclusioni	49
4. QUALE POLITICA MONETARIA A FRONTE DI UNO SHOCK ENERGETICO – Angelo Baglioni	50
1. Il quadro concettuale: politica monetaria e shock da offerta	51
2. La lezione del 2021 - 2022: Bce in ritardo sullo shock inflazionistico	52
3. Guerra in Iran e reazione di politica monetaria	54
4. La Fed di Kevin Warsh	57
5. Conclusioni	60
5. SHOCK ENERGETICI E IMPATTO SULLA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA – Paolo Balduzzi	62
1. Shock energetici e inflazione	63
2. La finanza pubblica in Italia negli ultimi quindici anni	66
3. Shock energetici: effetto sulle spese e sulle entrate pubbliche	69
4. La finanza pubblica italiana: prospettive future	74
5. Conclusioni	76



INTRODUZIONE

Angelo Baglioni*

La crisi energetica, legata al conflitto tra USA e Iran e alla chiusura (seppure a fasi alterne) dello stretto di Hormuz, rappresenta uno shock formidabile per l'economia mondiale. Proprio per la sua dimensione globale, si tratta di uno shock più rilevante di quello dovuto all'aggressione dell'Ucraina da parte della Russia, il cui impatto fu concentrato prevalentemente sull'economia dei paesi europei. Contrariamente a quanto si poteva sperare prima dell'estate, il conflitto continua e in ogni caso esso è destinato a produrre effetti duraturi sulle infrastrutture presenti nella regione mediorientale dedicate alla estrazione e lavorazione di petrolio e gas. L'impatto sui prezzi e sugli approvvigionamenti di energia rappresenta una sfida non solo per la politica energetica, ma anche per quella monetaria e per quella fiscale, date le implicazioni per l'inflazione e la necessità di provvedere con provvedimenti compensativi, a carico del bilancio pubblico, per attenuare l'impatto dello shock energetico su famiglie e imprese. Il numero 2/2026 di *Osservatorio Monetario* offre una serie di contributi su questi temi, partendo dal quadro macroeconomico per poi analizzare i mercati dell'energia e le politiche energetiche, passando in seguito alla politica monetaria e infine a quella fiscale.

L'economia mondiale ha mostrato una buona capacità di tenuta nella prima metà del 2026: il PIL mondiale è cresciuto ad un ritmo medio del 2.5% (annualizzato). Nonostante il rialzo dell'inflazione, i consumi globali sono avanzati ad un ritmo prossimo al 2%, grazie alla tenuta della crescita occupazionale e alla solidità dei bilanci delle famiglie. I leading indicator segnalano il proseguimento di una crescita moderata nel breve

periodo. In prospettiva, le stime dei principali previsori prefigurano il proseguimento dell'espansione anche nel 2027: l'economia mondiale dovrebbe mostrarsi resiliente agli shock da offerta e alle trasformazioni strutturali in corso, dalle tensioni geopolitiche alla frammentazione commerciale fino alle discontinuità tecnologiche. L'impulso fiscale e la spinta degli investimenti necessari alle infrastrutture dell'intelligenza artificiale dovrebbero compensare il freno dei maggiori costi energetici e di altre policy sfavorevoli, quali il protezionismo e i tagli all'offerta di lavoro/immigrazione USA. Tuttavia, è importante sottolineare i rischi principali: tra questi la persistenza dei rincari energetici, un brusco irrigidimento delle condizioni finanziarie e, in una prospettiva di più lungo termine, un'eventuale correzione degli indici azionari tecnologici dopo il rally eccezionale degli ultimi anni.

La chiusura dello Stretto di Hormuz ha messo a rischio circa il 20% delle forniture mondiali di petrolio e di gas naturale liquefatto – la quota che transita dallo Stretto. Il direttore esecutivo dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE) l'ha definita la più grave minaccia alla sicurezza energetica mondiale della storia. Tuttavia, l'impatto di questo shock energetico sulle economie occidentali, in termini di inflazione e recessione, è stato meno forte di quanto ci si poteva attendere: ciò è avvenuto grazie ad una riallocazione del costo dell'aggiustamento dalle economie avanzate, che vantano sistemi energetici più resilienti, ai paesi più fragili dell'Asia e dell'Africa. L'impatto dello shock sui paesi europei è stato attenuato da quattro ammortizzatori: il più grande rilascio di scorte strategiche mai coordinato dall'AIE, la minore intensità energetica della produzione, la diversificazione avviata dopo il 2022 e infine il

* Università Cattolica del Sacro Cuore



crollo della domanda cinese di greggio. Tuttavia, restano sul tappeto due problemi: la nostra dipendenza dal petrolio importato (il 97% del greggio consumato) e l'esposizione alla volatilità del prezzo del gas. La risposta fiscale europea è stata tempestiva ma di dimensioni contenute: 11,8 miliardi di euro, pari allo 0,06% del PIL dell'UE27 e pari ad una frazione delle risorse mobilitate nel 2022. Più della metà delle risorse è confluita in misure cosiddette non mirate, soprattutto tagli di accise e IVA, volte a contenere l'aumento dei prezzi energetici per gli utilizzatori finali.

La crisi mediorientale in corso ci insegna che la transizione a fonti energetiche rinnovabili, accompagnata da un'accelerazione dell'elettrificazione, non è soltanto un obiettivo climatico ma un imperativo di sicurezza energetica. Ridurre la dipendenza europea (e italiana in particolare) dai combustibili fossili importati, attraverso una maggiore elettrificazione di trasporti, riscaldamento e industria, renderebbe la nostra economia più resiliente agli shock geopolitici. E' anche vero che c'è un trade-off: elettrificare significa accrescere la dipendenza dalle filiere cinesi delle tecnologie pulite, dato che la Cina controlla oltre l'80% della capacità manifatturiera mondiale di solare, turbine eoliche e batterie e possiede la maggior parte dei minerali critici necessari. Forse però la dipendenza da componenti industriali è più gestibile di quella da risorse naturali importate.

La politica monetaria non può eliminare la causa originaria dell'inflazione dovuta ad uno shock energetico, ma può evitare che l'aumento iniziale dei prezzi si trasformi in un processo inflazionistico persistente - attraverso le aspettative - e generi una spirale prezzi-salari. Sotto questo profilo, la credibilità della banca centrale costituisce un importante fattore di stabilizzazione: mantenere ancorate le aspettative di inflazione al target

annunciato consente di ridurre il rischio di effetti di "second round". L'esperienza del 2021-2023 ha dimostrato che una reazione tardiva della banca centrale può essere costosa: l'avere inizialmente considerato temporaneo lo shock inflazionistico rese necessaria, successivamente, una delle più rapide e intense strette monetarie nella storia dell'area euro. Questa esperienza ha contribuito a formare la posizione della Bce di fronte allo shock energetico esploso nel marzo di quest'anno: la banca centrale ha scelto un intervento tempestivo, alzando i tassi di policy già a giugno e poi a settembre.

In Italia, l'andamento delle principali variabili di finanza pubblica negli ultimi dieci anni mostra chiari collegamenti con gli shock energetici, sia sul lato delle entrate sia su quello delle spese. Sul lato delle entrate, attraverso l'inflazione la crisi energetica ha contribuito ad aumentare il gettito di imposte come Irpef e Iva. La spesa pubblica ha mostrato una dinamica più contenuta ma ha comunque risentito della necessità di aumentare gli stanziamenti a favore delle famiglie e delle imprese più colpite dal rincaro dei prezzi dei beni energetici. In parte, le spese sono state finanziate attraverso il debito pubblico che, di conseguenza, continua a mostrare una dinamica crescente in rapporto al PIL.



1. UN'ESPANSIONE FINORA RESILIENTE AGLI SHOCK

Ilaria Fornari ♦

- *L'economia globale nel 2026 ha mantenuto una crescita moderata, bilanciando gli shock di offerta con il traino della spinta fiscale e della rivoluzione tecnologica. La resilienza dell'espansione dovrebbe estendersi al 2027, nonostante i numerosi fattori d'incertezza, ma permangono rischi significativi al ribasso.*
- *Resilienza dell'espansione: il PIL mondiale è cresciuto in media del 2.5% nel primo semestre, ammortizzando l'impatto inflattivo del conflitto USA-Iran e del blocco dello Stretto di Hormuz grazie ai massicci investimenti nell'intelligenza artificiale e ai diffusi stimoli fiscali*
- *Leadership USA e riorganizzazione asiatica: Gli Stati Uniti si confermano il motore della domanda globale, grazie ad un policy mix espansivo e agli eccezionali investimenti AI, con ricadute al resto del mondo, specie all'ecosistema asiatico dove il protezionismo ha riconfigurato i flussi commerciali.*
- *Inflazione persistente e strette monetarie: Le pressioni energetiche e la rigidità dei prezzi dei servizi mantengono l'inflazione di fondo oltre il 2,5% nell'area euro e sopra il 3% negli USA. Nonostante l'incertezza associata all'abbandono della forward guidance, la Fed di Warsh appare prossima a normalizzare i tassi ufficiali. La forward strategy della BCE prospetta un terzo rialzo dei tassi di riferimento, per stabilizzare un'inflazione prevista sopra target fino al 2028.*
- *Normalizzazione dei rendimenti obbligazionari: i tassi reali dei titoli di Stato decennali hanno raggiunto i massimi da quasi vent'anni, sulla scorta di sviluppi ciclici e strutturali quali la fine della secular stagnation, il deterioramento dei trend fiscali, l'attesa di tassi "neutrali" di policy più elevati nel medio termine, la competizione globale per la domanda di capitale*
- *Rischi principali: lo scenario costruttivo di proseguimento dell'espansione è minacciato dalla vulnerabilità delle supply chain geopolitiche, dalla persistenza dei rialzi energetici e dal potenziale irrigidimento delle condizioni finanziarie in risposta al rialzo dei rendimenti governativi*

1. Introduzione

Nel corso del 2026 gli sviluppi economici e di mercato hanno rispecchiato due forze contrastanti. Da un lato, il conflitto tra Stati Uniti e Iran, protrattosi dopo una fragile tregua, ha causato gravi interruzioni nel trasporto di prodotti energetici e di alcune materie prime essenziali attraverso lo Stretto di Hormuz, snodo vitale per il 20% del commercio mondiale di petrolio e di gas naturale. L'indebolimento delle infrastrutture del Golfo Persico e i forti rincari energetici hanno

alimentato l'inflazione globale minando le prospettive per la crescita. In senso del tutto opposto, la trasformazione tecnologica e gli eccezionali investimenti nella filiera dell'intelligenza artificiale hanno trainato l'economia americana con ricadute al resto del mondo - specie all'ecosistema produttivo dell'Asia emergente sostenendo con vigore sia gli utili aziendali correnti che le prospettive future, a sostegno della spesa delle imprese e della domanda interna.

♦ Credem Euromobiliare Asset management



Un contrasto analogo ha riguardato l'evoluzione delle politiche economiche. Politiche monetarie, realizzate e attese, progressivamente più restrittive sono state ampiamente compensate dallo stimolo fiscale su entrambi i lati dell'Atlantico. Negli Stati Uniti il *Big Beautiful Budget Bill* approvato lo scorso anno ha reso permanenti i tagli alle tasse introdotti nel 2017 e introdotto incentivi agli investimenti in beni strumentali, e alla spesa in ricerca e sviluppo. In Germania la sospensione della regola di "freno al debito" ha consentito di finanziare piani pluriennali di aumento della spesa militare e in infrastrutture.

In tale contesto, l'economia mondiale ha mostrato una buona capacità di tenuta: nella prima metà del 2026, al netto della volatilità trimestrale il PIL mondiale è cresciuto ad un ritmo medio del 2.5% (annual.), un risultato notevole dati i fattori di freno indicati. Nonostante il balzo dell'inflazione nel secondo trimestre, i consumi globali sono avanzati ad un ritmo prossimo a 2%, grazie alla tenuta della crescita occupazionale e alla solidità dei bilanci delle famiglie. E' significativo come, nel

secondo trimestre, l'attività economica non abbia subito contrazioni neanche nelle aree più esposte allo shock energetico, quali l'area dell'euro (dove la crescita del PIL ex-Irlanda si è attestata sopra trend a 1.8%) e l'Asia non-tech (ex-Taiwan e Corea).

I *leading indicator* resi disponibili nei mesi estivi segnalano il proseguimento di una crescita moderata nel breve periodo. In agosto l'indice PMI manifatturiero globale si è attestato a livelli consistenti con un aumento della produzione industriale mondiale prossima a 2.5%, e nelle maggiori economie gli indicatori dei servizi segnalano espansione. Le survey congiunturali (indice ISM, *Economic Sentiment Index*) di luglio e agosto sono consistenti con tassi di crescita (annualizzata) del PIL non inferiori a 2% negli USA e 1% nell'area dell'euro (FIGG. 1 e 2). In prospettiva, le stime dei principali previsori pubblici e privati prefigurano il proseguimento dell'espansione anche nel 2027. (Tabelle 1 e 2) nonostante i rischi crescenti a tale scenario costruttivo.

FIG. 1 – USA, indicatori ciclici e PIL

Livelli (indicatori ciclo) e variazione annua (PIL)

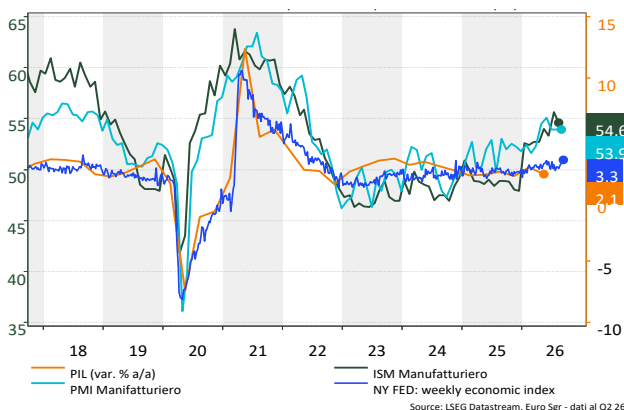
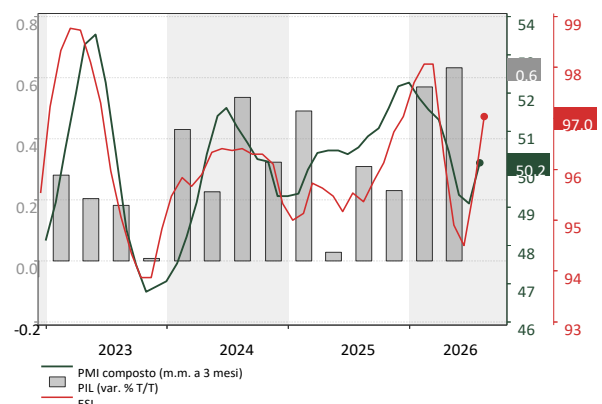


FIG. 2 – Area Euro, PMI ed ESI




TAB. 1 - Stime 2026-2027 in pp: Organismi/Enti Internazionali

	Var. a/a			Var. q4/q4		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
IMF (World Economic Outlook update July 2026)						
EU	1.4	0.9	1.2	1.2	1.0	1.5
USA	2.1	2.3	2.2	2.0	2.3	2.1
UK	1.4	1.0	1.3	1.0	0.9	2.1
CHINA	5.0	4.6	4.1	4.6	4.0	4.9
JPN	1.1	0.6	0.7	0.4	1.1	0.8
ASEAN	4.5	4.1	4.3	4.8	3.5	4.9
WORLD	3.5	3.0	3.4	3.4	2.9	3.4
OCSE (Economic Outlook June 2026; Volume 2026/1, No. 119)						
EU	1.4	0.8	1.2	1.2	0.9	1.3
USA	2.1	2.0	1.8	2.0	1.7	2.0
UK	1.4	1.0	1.3	1.0	0.9	2.1
CHINA	5.0	4.5	4.3	4.7	4.3	4.4
JPN	1.1	0.6	0.8	0.4	0.9	0.8
Non-OCSE	4.7	3.8	4.2	4.6	3.5	4.2
WORLD	3.4	2.8	3.1	3.3	2.7	3.2

TAB. 2 - Stime 2026-2027 in pp: Settore privato

Consensus Agosto 2026	Var. a/a			
	2024	2025	2026	2027
EU	0.9	1.4	0.7	1.3
USA	2.8	2.1	2.2	2.1
JPN	(0.2)	1.1	0.7	1.0
CHINA	5.0	4.9	4.8	4.3
GERMANY	0.0	0.3	1.0	1.5
FRANCE	1.4	0.9	0.4	0.8
INDIA	7.4	7.3	7.7	7.3
ITALIA	0.6	0.7	0.8	0.7
UK	1.0	1.3	1.2	1.4

Fonte: Intesa San Paolo (ISP), Unicredit, Goldman Sachs (GS), JPMorgan Chase (JPM), Morgan Stanley (MS), Pantheon



L'economia mondiale dovrebbe mostrarsi ancora resiliente ai numerosi shock di offerta e alle trasformazioni strutturali in corso, dalle tensioni geopolitiche alla frammentazione commerciale fino alle discontinuità tecnologiche. L'impulso fiscale e la spinta degli investimenti necessari alle infrastrutture dell'intelligenza artificiale dovrebbero ancora compensare il freno dei maggiori costi energetici e di altre *policy* sfavorevoli, quali il protezionismo e i tagli all'offerta di lavoro/immigrazione USA. Benché si tratti di uno scenario condivisibile, è importante sottolinearne i rischi principali: tra questi la persistenza dei rincari energetici, un brusco irrigidimento delle condizioni finanziarie e, in una prospettiva di più lungo termine, un'eventuale correzione degli indici azionari tecnologici dopo il *rally* eccezionale degli ultimi anni.

Nei paragrafi successivi analizziamo brevemente i punti fondamentali di questo scenario, con alcuni brevi approfondimenti per area geografica, e concludiamo con alcune considerazioni sui rischi.

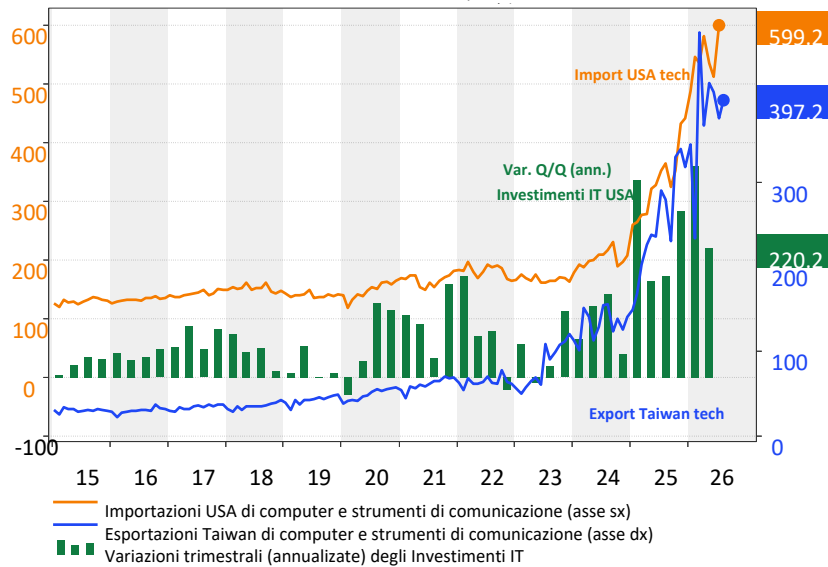
2. Lo scenario macro

Gli Stati Uniti si confermano il motore principale della domanda mondiale, con un impatto ben superiore a quanto suggerito dal dato aggregato del PIL. La sovra-performance riflette sia la rilevanza del ciclo tecnologico che la configurazione energetica: diversamente

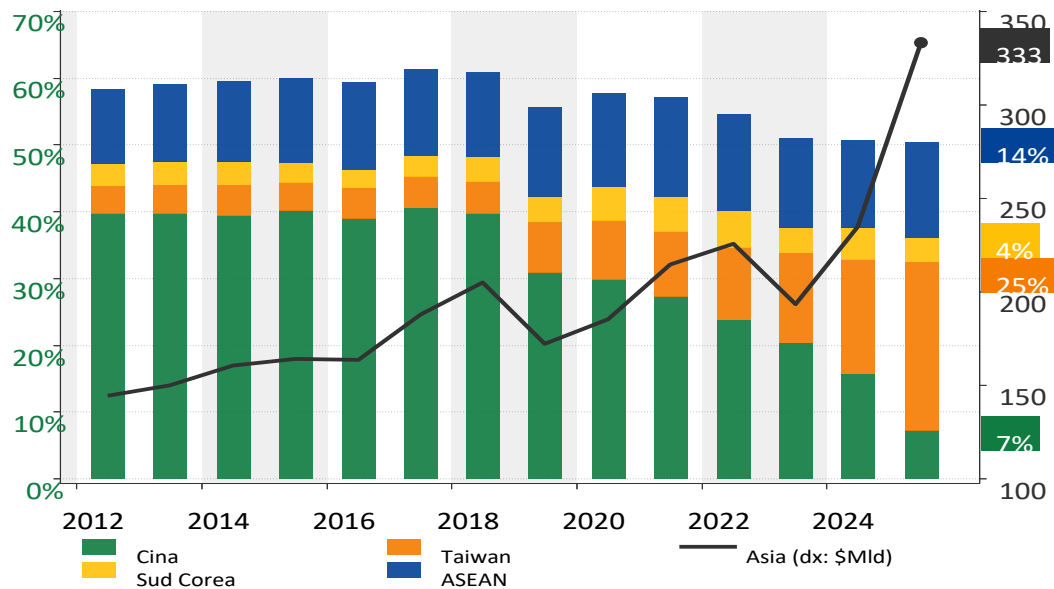
dall'Europa e dai maggiori Paesi asiatici, gli Stati Uniti non solo sono esportatori netti di petrolio e di gas naturale, ma dall'inizio del 2025 ad oggi hanno anche consolidato il ruolo di leader mondiale nel settore del GNL, con un forte aumento delle esportazioni verso l'Europa. Nel secondo trimestre, la decelerazione della crescita statunitense a 1.5% (ann.) è dipesa solo dal calo delle scorte e dal contributo negativo del commercio estero, a fronte di una domanda interna molto solida. Nei primi due trimestri del 2026, i volumi d'importazione sono cresciuti a doppia cifra, trainati dal balzo degli investimenti in macchinari e impianti (+15% medio) sulla scia della rivoluzione AI (*software* e *computer*) (FIG. 3). Protezionismo e ciclo degli investimenti AI hanno riconfigurato i flussi di commercio internazionale nell'area asiatica. Dall'aumento dei dazi statunitensi del 2017 su un'ampia gamma di prodotti, le aziende cinesi hanno dirottato massicci investimenti verso i Paesi ASEAN (da \$10 a \$34mld nel 2024). Le importazioni statunitensi dall'Asia hanno continuato a crescere in valore assoluto, ma con una redistribuzione interna, che per i prodotti essenziali allo sviluppo dell'AI ha visto ridursi la quota della Cina a favore di quella di Taiwan (per la centralità delle fabbriche di TSMC): l'Asia è riuscita a mantenere la propria quota di mercato per le esportazioni di prodotti "AI-enabling" intorno al 60% del totale (FIG. 4).


FIG. 3 – USA e Taiwan

Valori Annualizzati, SMId


FIG. 4 – Import AI

% sul totale di importazioni



In prospettiva, sono opportune alcune osservazioni di cautela. In primo luogo, nonostante le descritte triangolazioni e riorganizzazioni commerciali, come evidenzia il BIS

Annual Economic Report 2026, l'estrema interconnessione delle catene produttive lascia la *supply chain* globale fortemente esposta a shock geopolitici ed economici, con persistenti rischi di



colli di bottiglia e rincari generalizzati. In secondo luogo - benché i salti tecnologici trasformativi come quello attuale siano associati a cicli d'investimento pluriennale - la sostenibilità nel medio periodo dell'espansione richiederà un "ampliamento" della spesa in beni capitali anche

ad altri settori ex-tech: come ha evidenziato il Fondo Monetario, in USA la quota di investimenti IT sul PIL è esplosa ai massimi dal 2001 ed una stabilizzazione appare plausibile nei prossimi trimestri (FIG. 5).

FIG. 5 – USA, Investimenti per settore

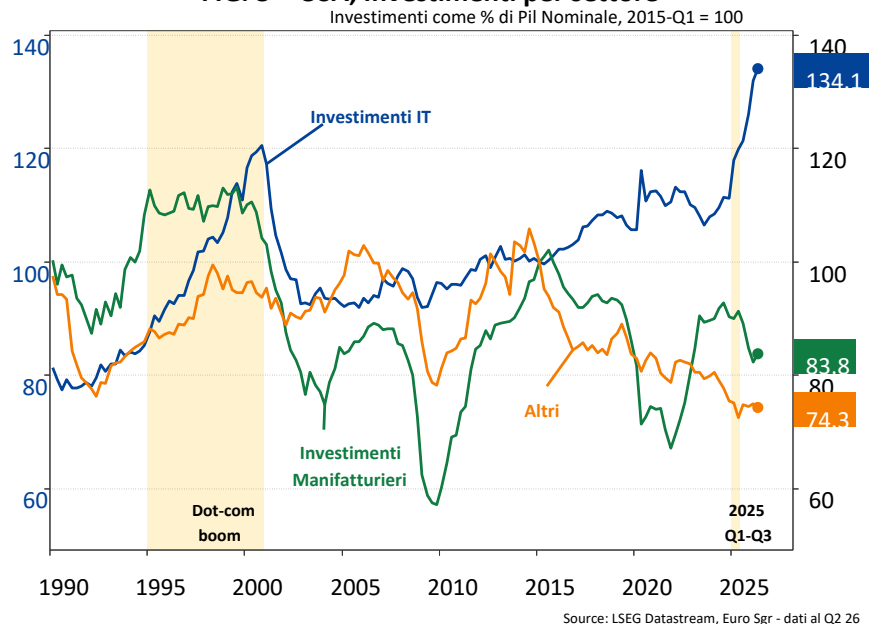
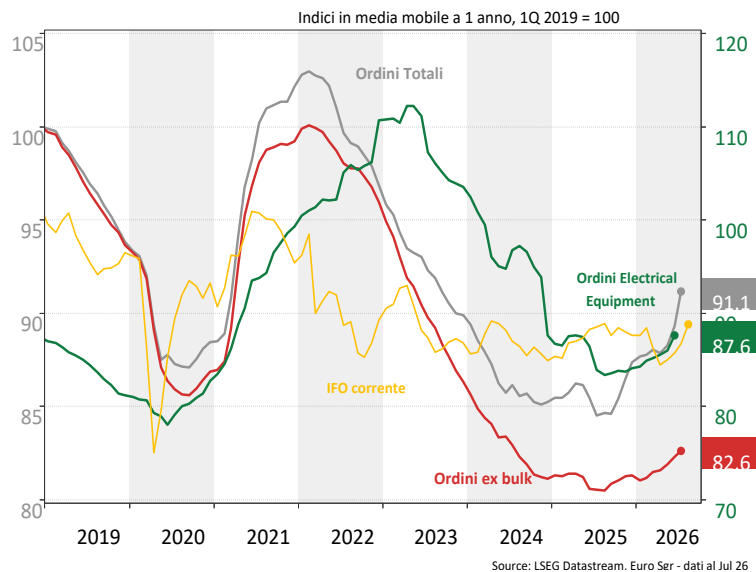


FIG. 6 – Germania, ordinativi

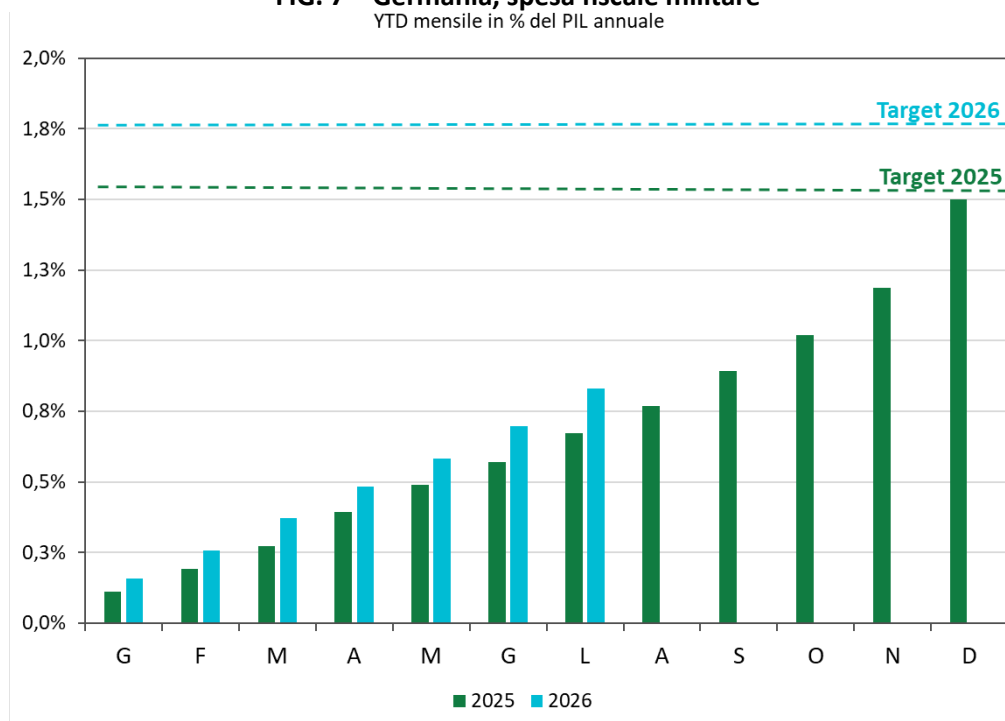




Nell'area dell'euro - nonostante gli evidenti fattori di freno alla crescita - negli ultimi mesi sono emersi germogli di ripresa anche nel settore manifatturiero tedesco (FIG. 6), che dovrebbe beneficiare, direttamente o indirettamente, dell'espansione fiscale (gli aumenti di spesa pubblica proseguono mensilmente come programmato dal bilancio 2026). Dopo una lunga stagnazione, il PIL tedesco è cresciuto ad un ritmo

annualizzato prossimo a 1.5% negli ultimi tre trimestri, una velocità che a nostro avviso potrebbe mantenere fino alla prima parte del 2027, quando l'intensità dell'espansione fiscale comincerà a moderare. Gli sviluppi politici non dovrebbero alterare i piani di spesa pubblica e le riforme finora approvati (FIG. 7).

FIG. 7 – Germania, spesa fiscale militare
YTD mensile in % del PIL annuale



Resilienza ciclica, aumento dei prezzi energetici, pressioni a monte nelle catene produttive, rigidità al ribasso per l'inflazione dei servizi (legata alla crescita salariale nell'area avanzata), e negli Stati Uniti l'impatto ritardato dei dazi introdotti lo scorso anno hanno spinto al rialzo l'inflazione al consumo globale sia *headline* che *core* (al netto delle componenti volatili quali alimentare ed energia), variamente misurata. Lo shock inflattivo è stato tuttavia meno significativo rispetto al 2021-2022, quando ai maggiori costi energetici si

aggiunsero le interruzioni alle catene produttive e il balzo di domanda legato alle riaperture post-Covid. Inoltre, benché alcuni effetti "indiretti" (sui prezzi non energetici) siano già visibili al consumo, restano ad oggi limitati i cosiddetti effetti "di secondo livello" (su aspettative inflattive e richieste salariali); questi ultimi renderebbero più persistente l'impatto dello shock energetico sui meccanismi di determinazione dei prezzi.



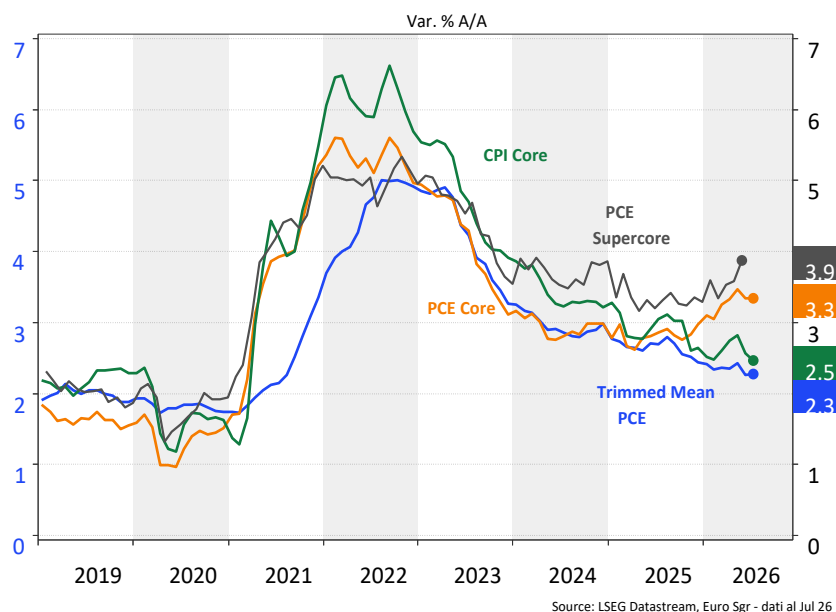
3. La politica monetaria ¹

Le banche centrali si trovano nuovamente ad affrontare shock di offerta oltre ai citati mutamenti strutturali, divenuti ormai sistemici nell'economia globale. Come discusso dai banchieri centrali al recente simposio di Sintra, la sfida principale risiede nella natura ibrida di tali dinamiche, non classificabili come puri shock di domanda o di offerta: esse colpiscono sia i costi di produzione e i fattori produttivi da un lato, che il reddito, la fiducia e gli investimenti dall'altro, condizionando i meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Nelle parole del Governatore Panetta, *“Questo scenario richiede qualcosa di più di una semplice ricalibrazione dell'orientamento monetario; impone un riesame periodico delle modalità con cui esaminiamo le prospettive di inflazione, valutiamo la postura della politica monetaria e adeguiamo la nostra funzione di reazione”*.

La strategia che stanno perseguendo le banche centrali sui due lati dell'Atlantico presenta sia somiglianze che diversità. Sia la Federal Reserve (Fed) che la Banca Centrale Europea (BCE) hanno scelto di privilegiare indicatori della cosiddetta “inflazione di fondo” (*underlying inflation*), declinata in diverse misure, che esclude non solo le componenti volatili (*Core PCE*), ma ad esempio gli outlier (*Trimmed mean*), oppure filtra l'impatto degli shock per evidenziare le componenti persistenti (*Persistent and Common Component of Inflation*), o evidenzia la componente domestica più legata a servizi e salari (*Supercore, Domestic inflation*).

Il segnale comune delle diverse misurazioni è quello di un'inflazione di fondo rigida al ribasso, prossima a 2.5% nell'area dell'euro, e non inferiore a 3% negli USA, dove lo sfioramento rispetto al target del 2% è più evidente (FIGG. 8 e 9).

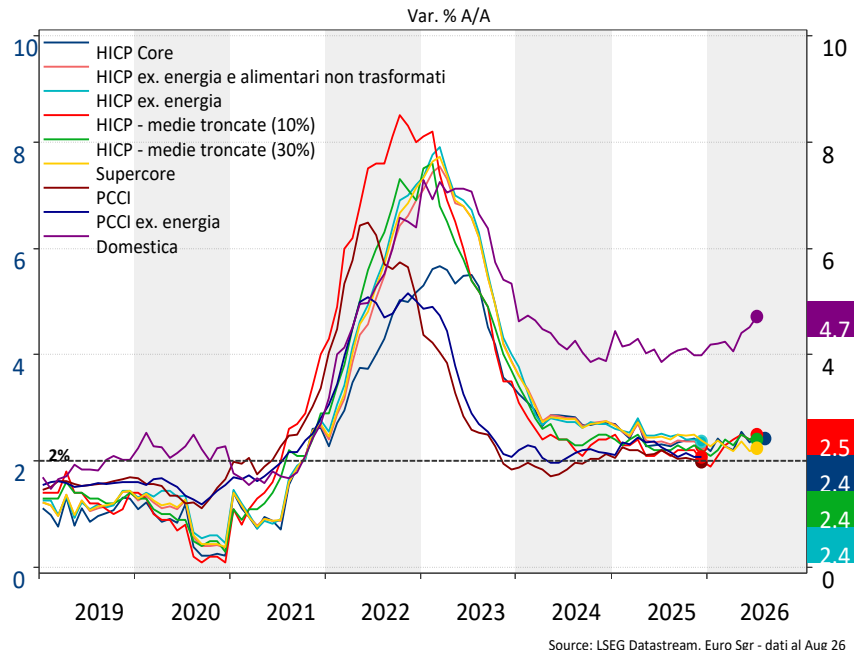
FIG. 8 – Inflazione di fondo USA



¹ Alla politica monetaria sarà dedicato uno specifico approfondimento nel Cap. 4



FIG. 9 – Inflazione di fondo Area Euro

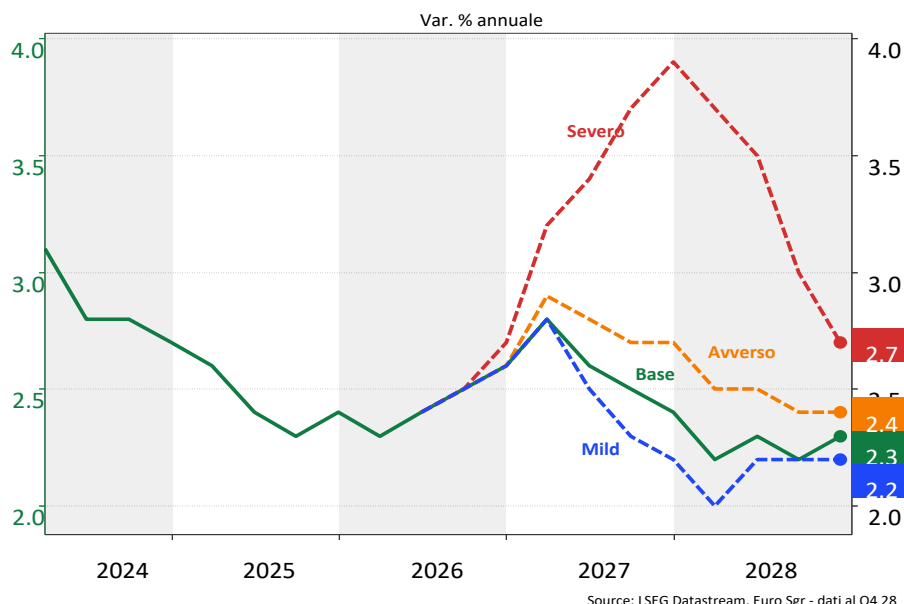


La nomina di Kevin Warsh alla guida della Fed segna un'importante discontinuità, che aumenta l'incertezza sulla nuova funzione di reazione della banca centrale. Oltre ad aver abolito la *forward guidance* sul futuro dei tassi ufficiali, il nuovo Chairman ha ribadito l'intenzione di riportare l'inflazione a *target*—dopo cinque anni di sfioramento—senza tuttavia analizzare i trend inflattivi né prospettare un quadro plausibile della loro stabilizzazione. Su questi e altri temi (comunicazione, selezione dei dati rilevanti, gestione del bilancio) sono attesi entro fine anno i risultati di cinque *task force* indipendenti, che dovranno rivalutare i parametri rilevanti per le scelte di politica monetaria. Nell'ipotesi che l'inflazione secondo il core PCE (monitorato dalla banca centrale) raggiunga un picco nel terzo trimestre ma resti prossima a 3% nel resto dell'anno, appare probabile almeno un rialzo del tasso sui Fed Funds entro fine 2026. Il mercato attualmente sconta circa tre rialzi nei prossimi dodici mesi (che porterebbero il Fed Funds ampiamente sopra il 4%).

La Banca Centrale Europea ha alzato di 50 p.b. i tassi di riferimento portando il tasso sui depositi a 2.50%, in risposta alle tensioni energetiche destinate a "*mantenere l'inflazione ben al di sopra dell'obiettivo per un periodo prolungato*". Come argomentato dalla Presidentessa Lagarde, diversamente dalla Fed la BCE ha sostituito la *forward guidance* con un *forward framework* di analisi: oltre alle consuete direttrici di politica monetaria (*outlook* inflattivo, stime dell'inflazione di fondo e relativi rischi, intensità del meccanismo di trasmissione) esso prevede la formulazione di vari scenari alternativi (favorevoli e peggiorativi rispetto a quello centrale) come segnali di *policy*. Nello scenario centrale formulato in settembre, l'inflazione *core* raggiungerebbe un picco al 2.8% nel 2027 e scenderebbe a 2.3% solo nella seconda metà del 2028 (FIG. 10). Tale scenario è compatibile con un altro rialzo dei tassi ufficiali in dicembre. Confortato dall'ottimismo delle stime BCE sul proseguimento della crescita, il mercato ipotizza un tasso sui depositi oltre 3% nel 2027.



FIG. 10 – Scenari BCE Settembre 2026



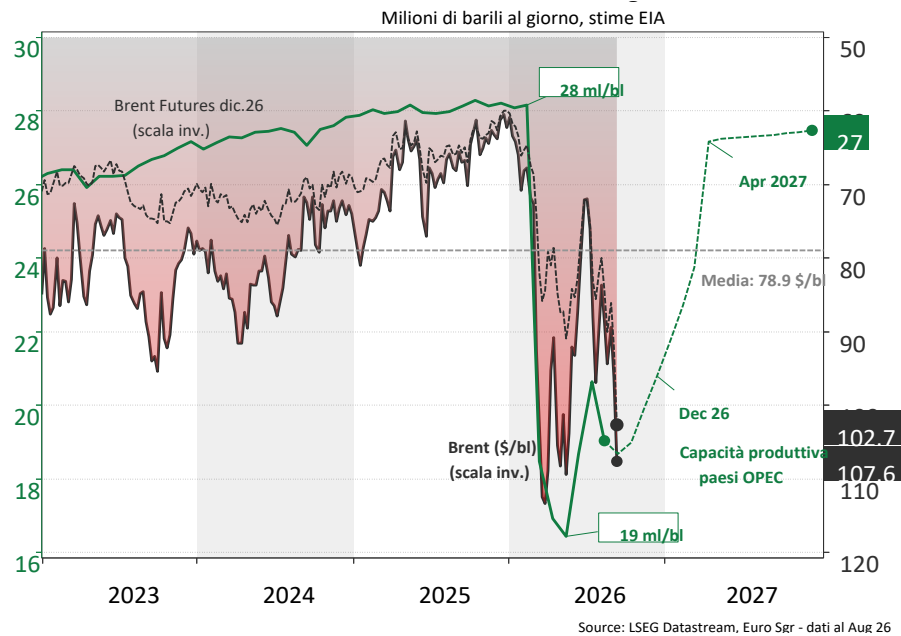
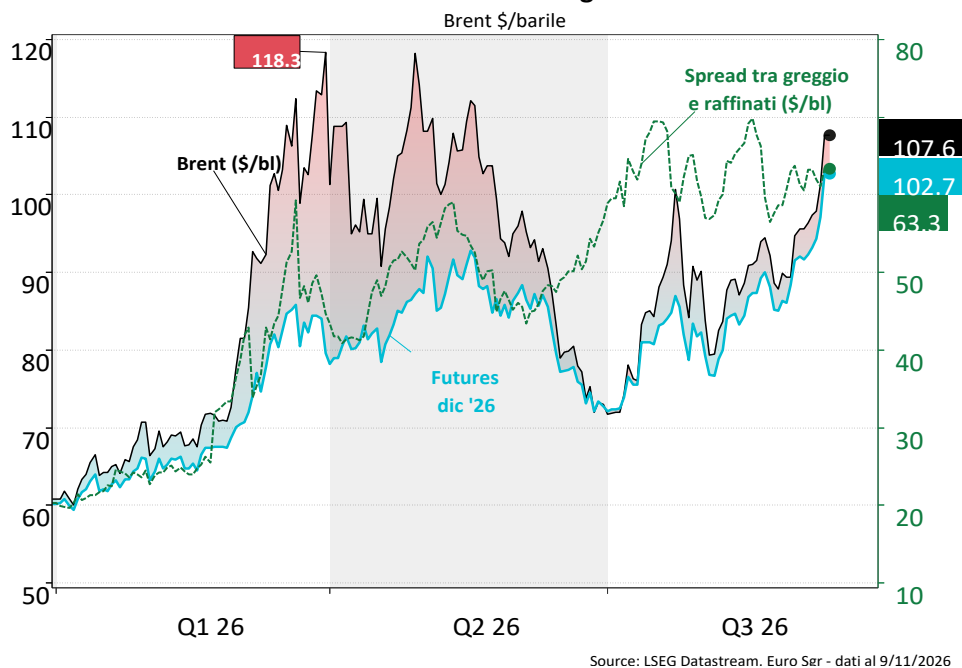
Concludiamo con una breve analisi di due fattori di rischio rilevanti per il nostro scenario di proseguimento dell'espansione a tassi moderati: gli incerti sviluppi energetici e la possibilità di impatto più persistente sull'attività economica, e il rischio di irrigidimento delle condizioni finanziarie globali, se si accentuasse il trend di rialzo dei rendimenti governativi in atto.

4. La crisi energetica ²

La chiusura dello Stretto di Hormuz ha provocato uno shock energetico senza precedenti, sottraendo al mercato circa 10% dell'offerta globale di greggio (FIG. 11). La reazione dei listini—pur significativa—è stata relativamente composta e inferiore alle attese della scorsa primavera: gli incrementi dei prezzi del petrolio e del gas (nell'ordine del 40%-45% rispetto a pre-conflitto) restano inferiori a quanto la gravità e la durata del blocco di offerta avrebbe lasciato presagire. A stabilizzare il quadro hanno contribuito diversi

fattori: l'uso intensivo delle riserve strategiche e commerciali, il calo delle importazioni dalla Cina, e l'aspettativa di una risoluzione relativamente rapida del conflitto, che ha evitato l'esplosione di acquisti "precauzionali". I contratti *futures* prevedono tuttavia solo un modesto ripiegamento delle quotazioni nei prossimi trimestri, verso livelli stabilmente più elevati di quelli pre-conflitto. Inoltre, dopo l'annuncio della tregua lo scorso giugno, il prezzo dei prodotti raffinati si è mantenuto stabilmente superiore a quello del greggio (FIG. 12). Nell'area dell'euro in particolare, alla vigilia della stagione invernale, le scorte di gas appaiono particolarmente basse, anche nel confronto con l'esperienza degli ultimi dieci anni. Resta soprattutto incerta la celerità del ripristino delle catene di approvvigionamento. Cruciale sarà anche la persistenza delle esternalità negative sui costi di logistica e di assicurazione lungo le rotte interessate.

² Ai mercati e alle politiche energetiche sono dedicati i prossimi due capitoli del Rapporto.

**FIG. 11 – Prezzi energia****FIG. 12 – Prezzi energia**

5. I tassi di interesse

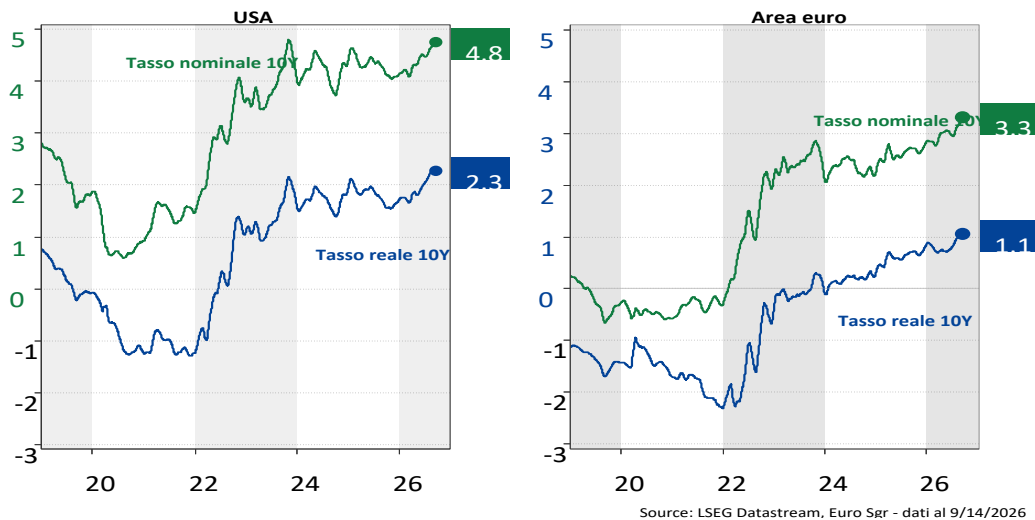
Un secondo fattore di rischio per le prospettive economiche (e di mercato) globali riguarda l'evoluzione dei rendimenti obbligazionari, che potrebbe tradursi in un significativo inasprimento

delle condizioni di finanziamento all'economia. Il rialzo dei rendimenti governativi rappresenta l'accelerazione di un trend iniziato a fine 2021, con la conclusione dell'era dei tassi zero. Si tratta di un movimento globale (FIG. 13).



FIG. 13 – Rendimenti governativi nominali e reali

In media mobile a 1 mese, Reale = Nominale – Inflation linked swap



I decennali tedeschi e giapponesi hanno raggiunto i massimi rispettivamente dal 2011 e dal 1996; il trentennale giapponese ha superato il record del 4%, mentre quello americano ha sfiorato il 5.30%, sui livelli più elevati dal 2007. L'aumento appare significativo, in prospettiva storica, anche se analizzato sotto il profilo dei rendimenti reali (depurati dalle aspettative inflattive alle rispettive scadenze), che rivestono maggiore rilevanza per le decisioni degli agenti economici e di mercato. Gli attuali tassi reali decennali—attestati intorno a 2.30% negli USA e a 1% nell'area dell'euro—rappresentano i livelli più elevati da quasi vent'anni, raggiunti temporaneamente negli USA nel pieno della restrizione monetaria del 2022-2023.

L'andamento dei rendimenti obbligazionari riflette un intreccio tra determinanti cicliche e fattori strutturali. Dopo la Grande Crisi Finanziaria (GFC), crescita debole, *deleveraging*, capacità produttiva inutilizzata e politiche monetarie molto espansive avevano favorito una lunga fase di disinflazione.

Per oltre un decennio, crescita nominale modesta e abbondante liquidità hanno mantenuto il costo del capitale su livelli particolarmente favorevoli. Il quadro macroeconomico attuale rappresenta invece una netta discontinuità rispetto al decennio pre-Covid di "stagolazione secolare" con rischi deflattivi. La crescita del PIL nominale è oggi più sostenuta, le spinte disinflazionistiche sono molto meno intense, e la domanda di finanziamenti è aumentata, in un contesto di crescente competizione tra domanda di investimenti privati e pubblici. Non si può non citare il generale deterioramento dei saldi di finanza pubblica, e il consolidamento del debito sovrano su livelli globalmente inediti, per effetto di sviluppi demografici sfavorevoli, della crisi pandemica e del ricorso a politiche fiscali espansive in risposta agli shock che hanno colpito l'economia mondiale negli ultimi anni (per gli USA vedi la FIG. 14, che proietta il peggioramento del deficit federale USA al 2030).



FIG. 14 – Deficit USA

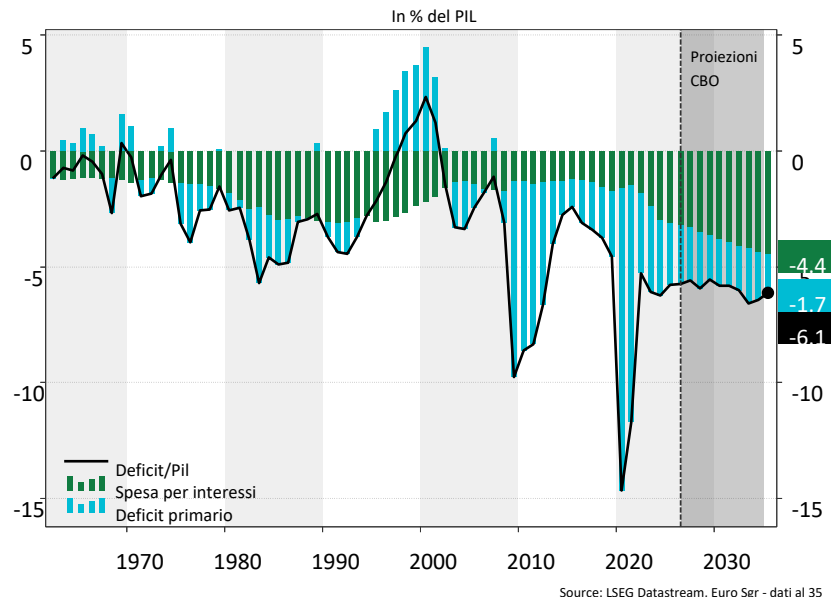
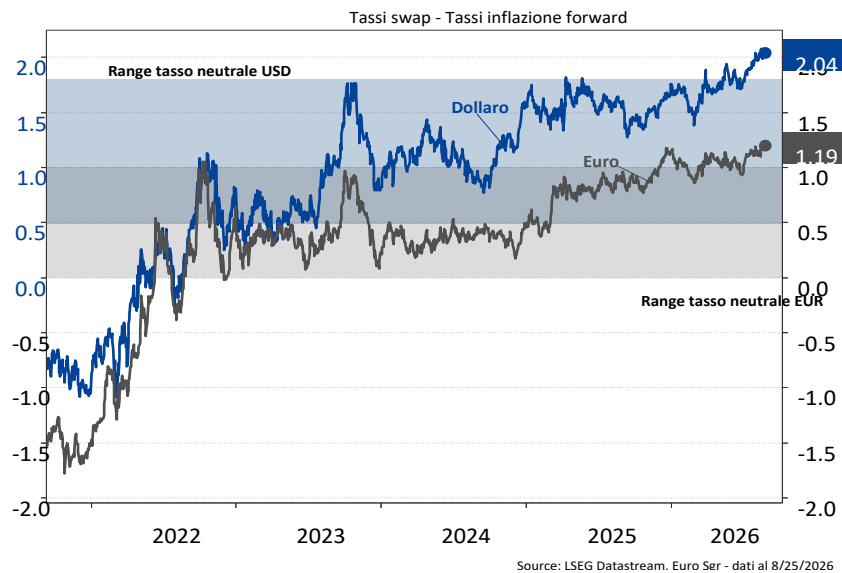


Fig. 15 – Attese tasso neutrale



In questo contesto, non è irragionevole ipotizzare un aumento del tasso “neutrale” (né espansivo né restrittivo), a cui dovrebbero tendere nel medio periodo i tassi di politica monetaria e di mercato. Benché, come è noto, l’intervallo di stime attendibili del tasso neutrale sia molto ampio, tutte le “proxy” di mercato puntano ad aumento

del tasso neutrale di medio termine ben oltre i livelli finora indicati dalle banche centrali. (Vedi FIG. 15: il mercato sconta un tasso neutrale di medio termine, al netto dell’inflazione, prossimo a 2% in USA e 1% in area euro).

A questo aumento concorrerebbero diversi fattori, favorevoli e non: da un lato aspettative favorevoli



sulla crescita della produttività e sul tasso di crescita potenziale, dall'altro un eccesso di domanda d'investimento rispetto al risparmio disponibile. La maggior competizione per le risorse finanziarie necessarie alla trasformazione tecnologica ed energetica, nonché alla difesa e in generale al finanziamento del debito pubblico, rappresenta un drastico cambiamento dal "*global savings glut*" di Greenspan al "*global investment surge*" di recente indicato da Kevin Warsh.

In definitiva, il ritorno dei tassi verso i livelli precedenti al 2008 appare in linea con i fondamentali, e può essere visto come una "normalizzazione" rispetto all'eccezionalità del periodo post-GFC, in cui il capitale era disponibile a condizioni eccezionalmente favorevoli. Per gli investitori, questo cambiamento restituisce attrattività all'obbligazionario, che torna ad offrire una remunerazione reale interessante. Perché tale movimento tuttavia non comprometta lo scenario centrale di proseguimento dell'espansione, occorre che esso non si traduca in un generale inasprimento delle condizioni finanziarie e creditizie, uno sviluppo che ad oggi non si è verificato: gli standard creditizi in area euro e USA non sono restrittivi, i differenziali d'interesse pagati dalle obbligazioni societarie (corporate spread) sono compressi ai minimi storici, e gli indici azionari nelle maggiori aree geografiche sono saliti ampiamente sopra i livelli pre-conflitto USA-Iran.



2. UNO SHOCK A INTERMITTENZA: LA CRISI ENERGETICA DEL 2026, I SUOI EFFETTI MACROECONOMICI E LE RISPOSTE DI POLITICA ECONOMICA IN EUROPA

Enrico Maria Turco *

- *La chiusura dello Stretto di Hormuz, seguita all'attacco statunitense-israeliano all'Iran del 28 febbraio 2026, ha messo a rischio circa il 20% delle forniture mondiali di petrolio e di gas naturale liquefatto – la quota che transita dallo Stretto. Il direttore esecutivo dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE) l'ha definita la più grave minaccia alla sicurezza energetica mondiale della storia.*
- *Tuttavia, la recessione globale non è arrivata. Il greggio ha viaggiato in media poco sopra i 100 dollari al barile e l'inflazione non è tornata a correre. Questo apparente paradosso può essere spiegato da una riallocazione del costo dell'aggiustamento dalle economie avanzate, che vantano sistemi energetici più resilienti, ai paesi più fragili dell'Asia e dell'Africa.*
- *L'Europa ha retto grazie a quattro ammortizzatori: il più grande rilascio di scorte strategiche mai coordinato dall'AIE, la minore intensità energetica della produzione, la diversificazione avviata dopo il 2022 e il crollo della domanda cinese di greggio. Restano però la dipendenza dal petrolio importato – il 97% del greggio consumato – e l'esposizione indiretta ai prezzi del gas.*
- *La risposta fiscale europea è stata tempestiva ma di dimensioni contenute: 11,8 miliardi di euro, pari allo 0,06% del PIL dell'UE27, una frazione delle risorse mobilitate nel 2022. Più della metà è confluita in misure cosiddette non mirate, soprattutto tagli di accise e IVA, volte a contenere l'aumento dei prezzi energetici.*
- *Il dibattito sull'opportunità di misure mirate o generalizzate è mal posto se condotto solo in termini di efficienza statica. Le due famiglie di strumenti rispondono a domande diverse: a chi arrivano le risorse, da un lato; se e quanto l'aumento del prezzo energetico entra nella struttura dei costi, dall'altro. Serve una combinazione delle due, finanziata da un'imposta sugli extraprofitti, laddove lo spazio fiscale a disposizione non risulta sufficiente.*
- *La lezione di fondo è che l'elettrificazione dei trasporti, del riscaldamento e dell'industria non è soltanto un obiettivo climatico, ma un imperativo di sicurezza energetica. Il rischio opposto – già visibile in Asia – è che uno shock rivelatosi gestibile induca a rafforzare il sistema fossile anziché superarlo.*

1. Introduzione

Il 28 febbraio 2026 raid congiunti statunitensi e israeliani colpiscono la leadership iraniana a Teheran, uccidendo la Guida suprema Ali Khamenei e innescando un conflitto aperto. L'8 marzo l'Iran formalizza la chiusura dello Stretto di Hormuz e il prezzo del greggio supera i 100 dollari al barile. Nei mesi successivi la chiusura non viene mai revocata in modo stabile, ma si alterna a fasi di allentamento. La tregua concordata l'8 aprile si infrange dopo

quattro giorni, le operazioni militari si concludono formalmente il 5 maggio, senza che la frizione cessi. Un'intesa di massima per riaprire Hormuz al transito commerciale viene annunciata il 14 giugno e abbandonata a inizio luglio con la ripresa degli attacchi. Il 10 agosto Teheran subordina la riapertura alla rimozione dei blocchi portuali, alla revoca delle sanzioni e allo sblocco degli attivi finanziari congelati. È questa intermittenza, più che

* Università Cattolica del Sacro Cuore, Fondazione Eni Enrico Mattei



l'interruzione in sé, a definire il profilo dello shock e a spiegarne la trasmissione ai prezzi.

Le dimensioni dello shock sono senza precedenti. Nel 2025 attraverso Hormuz sono transitati ogni giorno circa 20 milioni di barili tra greggio e prodotti raffinati, pari al 20% dell'offerta mondiale, oltre a circa un quinto del gas naturale liquefatto (GNL) scambiato nel mondo (Keliauskaitė et al., 2026; AIE, 2026a). La chiusura ha sottratto al mercato circa 11 milioni di barili al giorno, più di quanto abbiano fatto congiuntamente i due shock degli anni Settanta, e la quasi totalità dei flussi di GNL in uscita dal Golfo (FT, 2026a). Vi si sono aggiunti danni alle infrastrutture energetiche della regione, stimati da Rystad Energy in 58 miliardi di dollari, e l'arresto di 3 milioni di barili al giorno di capacità di raffinazione regionale (AIE, 2026a). Il direttore esecutivo dell'Agenzia internazionale per l'energia, Fatih Birol, non ha esitato a definirla la *“più grave minaccia alla sicurezza energetica mondiale della storia”*.

I prezzi hanno seguito l'andamento intermittente del conflitto. Il future sul Brent è salito del 60% sopra i livelli pre-bellici a fine aprile, toccando un picco di 126 dollari al barile, per poi ripiegare tra fine maggio e inizio giugno grazie al rilascio di scorte strategiche, alla domanda più debole e all'accordo di tregua, e risalire a inizio luglio con la ripresa delle ostilità (AIE, 2026b). Ancora più marcati i rincari sui prodotti raffinati, con il gasolio oltre il 75% e il carburante per aviazione oltre il 170% rispetto all'inizio dell'anno. Il TTF, il principale riferimento europeo per il gas, è raddoppiato da 30 a 60 euro per MWh nelle prime settimane di guerra, per poi stabilizzarsi attorno ai 40 (Keliauskaitė et al., 2026).

E tuttavia la recessione non è arrivata. I tassi di inflazione non sono esplosi, le previsioni di crescita sono rimaste relativamente benigne e la volatilità sui mercati finanziari sembra aver avuto origine altrove (FT, 2026b). Questo non significa che lo shock sia stato indolore: la Banca mondiale ha rivisto al ribasso in giugno le stime di crescita per

due terzi dei paesi, portando la crescita globale dal 2,9% del 2025 al 2,5% del 2026, e l'OCSE ha rivisto le proprie previsioni tra dicembre 2025 e giugno 2026 in senso positivo per gli Stati Uniti (+2%) e negativo per il Canada (-1,2%), l'area euro (-0,8%) e il Regno Unito (-0,9%) (FT, 2026a). In ogni caso, il Fondo monetario internazionale ha escluso a luglio una recessione globale (Agnoli, 2026).

Il quesito che questo articolo affronta è duplice. Perché uno shock energetico di proporzioni storiche ha prodotto effetti macroeconomici così contenuti nelle economie avanzate, e quali risposte di politica economica sono appropriate in un contesto di questo tipo?

La tesi che sosterremo è che la moderazione degli effetti aggregati riflette in parte un trasferimento del costo dell'aggiustamento dalle economie avanzate ai paesi in via di sviluppo dell'Asia e dell'Africa, e in parte la maggiore resilienza dei sistemi energetici occidentali, frutto di fattori sia strutturali che di breve periodo.

Su questa base esaminiamo la risposta di politica economica, in Europa tempestiva ma di dimensioni contenute, e il dibattito che l'ha accompagnata tra misure di prezzo generalizzate e misure di reddito mirate. Sosterremo che i due approcci non sono alternativi perché rispondono a domande diverse. Le misure di prezzo determinano se e quanto il rincaro entra nella struttura dei costi e si propaga tra settori; le misure di reddito determinano a chi arrivano le risorse e incidono sulla ripartizione della perdita residuale. E' su questo margine che si concentra la dimensione distributiva della crisi, poco visibile nei dati aggregati ma destinata a tradursi in uno spostamento durevole della distribuzione funzionale del reddito a sfavore dei salari, come già accaduto dopo la crisi energetica del 2022.

L'articolo si chiude con alcune considerazioni sulle risposte strutturali, e in particolare sulla transizione alle rinnovabili accompagnata da un'elettrificazione



dei trasporti, del riscaldamento e dell'industria, che riduce alla radice l'esposizione a interruzioni di fornitura e risponde quindi a un obiettivo di sicurezza energetica prima ancora che climatico. Il rischio è che dalla crisi se ne tragga la lezione opposta e che effetti aggregati modesti vengano interpretati come prova di robustezza del sistema fossile, inducendo a rafforzarlo anziché a superarlo.

2. Gli effetti economici dello shock

2.1 Impatti eterogenei: l'Asia in prima linea

La prima ragione per cui lo shock è apparso gestibile alle economie occidentali è che non lo è stato ovunque. L'Asia si approvvigiona di quasi il 60% del proprio greggio in Medio Oriente ed è lì che gli effetti della chiusura si sono fatti sentire con maggiore intensità (FT, 2026a). Il grado di dipendenza dalle importazioni petrolifere mediorientali sfiora l'80% in Pakistan e Giappone e supera il 55% a Taiwan e Corea del Sud; la Cina si ferma al 38%, ma è di gran lunga il primo importatore in volume dal Medio Oriente, con 317 milioni di tonnellate nel 2024, seguita dall'India con 155 Mt e una quota del 45%. In Africa i valori sono ancora più estremi, dal 77% del Kenya al 91% di Eritrea, su economie con margini di bilancio incomparabilmente più sottili.¹

Il tipo di risposta adottata dai governi conferma dove sia avvenuto l'aggiustamento. Il tracker dell'AIE che monitora le politiche di risposta alla crisi energetica distingue le misure di conservazione energetica, che comprimono la domanda, dalle misure di sostegno ai consumatori, che ne attenuano il costo a carico del bilancio pubblico. Le prime sono state adottate in larga maggioranza da giurisdizioni asiatiche e africane, mentre nelle seconde prevalgono le economie avanzate, che dispongono delle risorse pubbliche necessarie a

finanziarle (AIE, 2026c). Il dettaglio della composizione regionale e degli strumenti impiegati è discusso nella sezione 2.3, dedicata alla risposta di politica economica.

Alcuni esempi danno la misura del costo dell'aggiustamento sostenuto dai paesi del Sud Globale. Il Bangladesh ha limitato l'uso dell'aria condizionata, il Laos ha accorciato la settimana scolastica, lo Sri Lanka ha proclamato un giorno festivo aggiuntivo, mentre in India la carenza di GPL ha costretto famiglie e ristoranti a ridurre i consumi (Bordoff e O'Sullivan, 2026).

Qui sta il capovolgimento rispetto a mezzo secolo di geopolitica dell'energia, messo a fuoco da Bordoff e O'Sullivan (2026). In passato la contrazione della domanda necessaria a riequilibrare il mercato veniva in prevalenza dalle economie avanzate, che ne erano le maggiori consumatrici; oggi i paesi Ocse valgono meno della metà della domanda mondiale di petrolio, contro i tre quarti del 1970, e il grosso dei consumi si è spostato verso economie emergenti dotate di margini di bilancio più sottili. La *distruzione della domanda* arriva perciò prima, a prezzi più bassi e sotto forma di razionamento nei paesi meno attrezzati a sostenerla.

Gli Stati Uniti ne escono addirittura rafforzati: la loro economia è quattro volte più grande del 1973 ma ha consumi di greggio quasi invariati; vent'anni fa importavano il 60% del petrolio consumato, mentre dal 2019 sono esportatori netti per la prima volta dal secondo dopoguerra. La Federal Reserve di Dallas stima che uno shock come quello attuale avrebbe tagliato la crescita americana di 5,6 punti percentuali nel 1980, contro appena 0,3 punti oggi. Sul gas la divaricazione è ancora più netta, con prezzi che in Europa e in Asia correvano verso i 20 dollari per milione di Btu mentre negli Stati Uniti sono

¹ Dati tratti dallo strumento AIE «Reliance on Middle East Oil and Gas Supplies by Country», disponibile all'indirizzo

[iea.org/data-and-statistics/data-tools/reliance-on-middle-east-oil-and-gas-supplies-by-country](https://www.iea.org/data-and-statistics/data-tools/reliance-on-middle-east-oil-and-gas-supplies-by-country).



rimasti sotto i 3 dollari.² Come sostengono gli autori dello studio, mentre un tempo gli shock energetici *disciplinavano i potenti, oggi puniscono sempre più i vulnerabili e risparmiano i forti*. La superpotenza che genera instabilità è anche la meno esposta ai suoi costi, con ciò che ne segue in termini di incentivo alla moderazione.

2.2 Perché l'Europa ha retto: quattro ammortizzatori

Quattro fattori hanno attutito il colpo, contribuendo a rafforzare la resilienza dei sistemi energetici occidentali. Si possono distinguere in due famiglie: i primi due sono di natura temporanea, agendo sulla formazione del prezzo mondiale; gli altri due riflettono trasformazioni di lungo periodo, riducendo l'esposizione europea a quel prezzo.

Il primo ammortizzatore è stato l'intervento coordinato sulle scorte. L'11 marzo i paesi membri dell'AIE hanno deciso all'unanimità il più grande rilascio di scorte petrolifere di emergenza nella storia dell'Agenzia (AIE, 2026b), stimato in 400 milioni di barili (Keliauskaitė et al., 2026). Sommato ai prelievi dalle scorte commerciali di operatori e società energetiche, il rilascio ha compensato tra 5 e 6 milioni di barili al giorno dei volumi mancanti (Bordoff e O'Sullivan, 2026). È la traduzione operativa di una lezione appresa negli anni Settanta, dato che l'AIE stessa nasce all'indomani della crisi del 1973, e che consiste nell'obbligo per gli Stati membri dell'AIE di mantenere scorte di emergenza pari ad almeno 90 giorni di importazioni nette o 61 giorni di consumo, a seconda di quale sia maggiore. Il secondo è l'allentamento del bilancio mondiale tra domanda e offerta. Sul lato della domanda ha pesato in modo determinante la contrazione delle importazioni cinesi di greggio (-30%), discussa nel Box sotto, che ha ridotto la competizione per i

carichi disponibili mitigando le pressioni sui prezzi. Sul lato dell'offerta hanno contribuito i maggiori volumi immessi da Stati Uniti, Brasile, Venezuela e Kazakistan e la capacità di Arabia Saudita ed Emirati di aggirare lo Stretto instradando 3,3 milioni di barili al giorno attraverso oleodotti alternativi (Keliauskaitė et al., 2026; AIE, 2026b). Sul gas, i maggiori flussi di GNL guidati da Stati Uniti e Canada hanno compensato circa il 70% delle forniture perdute via Hormuz (AIE, 2026b).

Il terzo ammortizzatore è la minore intensità energetica, e in particolare petrolifera, per unità di prodotto, un fenomeno di lungo periodo (FT, 2026b). Misurata a dollari costanti 2015, l'economia mondiale consumava nel 1973 poco meno di un barile di petrolio per ogni mille dollari di PIL, e nel 2019, ultimo anno prima delle distorsioni pandemiche, quel valore si era più che dimezzato. Ne discende, secondo la stima dell'ex capo economista di BP Christof Rühl richiamata da Bordoff e O'Sullivan (2026), che occorrerebbe oggi un rincaro reale circa quattro volte superiore per replicare lo shock economico seguito alla rivoluzione iraniana del 1979. La conseguenza per la politica economica è diretta, in quanto una minore intensità petrolifera implica un minore rischio di recessione e di spinta inflazionistica, e quindi una minore necessità di reazione da parte delle banche centrali.

Il quarto è la diversificazione avviata dopo il 2022. La dipendenza dell'UE dal gas russo è scesa dal 45% del 2021 al 12% del 2025, sostituita soprattutto da GNL (in prevalenza USA e Qatar) e da maggiori flussi via gasdotto da Norvegia e Algeria. Gli Stati Uniti sono diventati il principale fornitore con quasi il 60% delle importazioni europee di GNL, quota triplicata rispetto al 2021. Poiché prima della stretta di Hormuz il Qatar forniva soltanto il 4% delle importazioni totali di gas dell'UE, pari all'8% del

² Bordoff e O'Sullivan (2026) riportano la stima dell'economista Lucas Davis secondo cui il disaccoppiamento tra i prezzi del gas statunitensi e quelli

mondiali ha fatto risparmiare ai consumatori americani circa 5.000 miliardi di dollari negli ultimi due decenni.



GNL, l'approvvigionamento europeo non è stato minacciato in modo diretto come nel 2022 (Keliauskaitė et al., 2026). La protezione, però, è stata assai diseguale tra paesi, perché la trasmissione ai prezzi elettrici dipende dal mix di generazione e dal numero di ore in cui il gas, la fonte più onerosa, fissa il prezzo marginale. In Spagna la rapida espansione di eolico e solare ha ridotto la quota di ore in cui il gas determina il prezzo dell'elettricità dal 75% del 2019 al 15% del 2026, la contrazione più marcata tra i grandi mercati elettrici europei dipendenti dal gas; in Italia e in Germania la protezione è stata sensibilmente minore.

Sarebbe tuttavia sbagliato concludere che l'Europa sia al riparo. L'UE importa circa il 97% del greggio che consuma, e petrolio e gas coprono insieme il 60% del mix energetico (Eurostat, energia lorda disponibile 2024). Le vulnerabilità si concentrano sui prodotti raffinati più che sul greggio, dato che le importazioni coprono circa il 38% dell'offerta di jet fuel e il 17% del gasolio e provengono in larga parte da Kuwait, India, Emirati e Arabia Saudita. Nel frattempo la capacità di raffinazione europea è diminuita del 5% dal 2015, con una contrazione del -28% in Italia (Keliauskaitė et al., 2026).

A ciò si aggiunge un effetto differito. La crisi ha reso il riempimento degli stoccaggi europei di gas più difficile e più costoso, lasciando il continente su livelli inferiori alla norma stagionale. Se il conflitto dovesse protrarsi, questo deficit di scorte esporrebbe l'Europa al rischio di coercizione energetica proprio nel pieno dell'inverno ormai alle porte (Bordoff e O'Sullivan, 2026).

Al di là dei flussi fisici, l'esposizione europea è in larga misura indiretta e passa dai prezzi. Poiché la quasi totalità delle importazioni di gas dell'UE, anche sotto contratto di lungo periodo, è indicizzata al mercato spot, il passaggio da 30 a 60 euro per MWh implicherebbe circa 100 miliardi di euro di costi aggiuntivi di importazione su dodici mesi, a fronte di un costo totale delle importazioni di gas pari a 117 miliardi nel 2025 (Keliauskaitė et al., 2026). È un ordine di grandezza che conviene tenere

a mente nel valutare la dimensione della risposta fiscale, di cui ci occupiamo nella prossima sezione.

2.3 Una risposta fiscale tempestiva ma modesta

A livello globale, la tipologia e l'entità della risposta di politica economica hanno riflesso due variabili: il grado di dipendenza dalle forniture del Medio Oriente e lo spazio fiscale a disposizione di ciascuno stato.

I dati AIE (FIG. 1) mostrano che il sostegno ai consumatori è la risposta di gran lunga più diffusa, adottata in 93 giurisdizioni contro le 58 della conservazione energetica e le 30 delle politiche strutturali. Più istruttiva dei totali è però la composizione regionale. Le misure di conservazione o razionamento energetico sono state adottate per il 62% da paesi in Asia o Africa, ossia dalle regioni più dipendenti dal Medio Oriente; il sostegno ai consumatori è l'unica categoria in cui prevale l'Europa, con 31,2% delle giurisdizioni, che salgono al 53% considerando anche le Americhe. Gli strumenti impiegati seguono la stessa logica (Figura 2): nella conservazione energetica prevalgono quelli a costo pressoché nullo per il bilancio, come le campagne di sensibilizzazione e le restrizioni ai trasporti, mentre nel sostegno ai consumatori lo strumento principale è fiscale, con sgravi su accise e IVA nel 60% dei casi. Ne emerge un quadro in cui chi dispone di spazio fiscale sussidia il consumo e chi non ne dispone lo comprime.

Fa eccezione la terza categoria relativa alle politiche strutturali, dove il primato torna all'Asia con il 46,7%, trainato da Cina e India, e dove lo strumento principale è l'elettrificazione, adottata dal 73% delle giurisdizioni (22 su 30). Qui la ripartizione non si spiega con lo spazio fiscale ma con una scelta di indirizzo di lungo periodo, ed è significativo che i paesi che hanno sopportato i costi maggiori siano anche quelli che più stanno investendo nella riduzione strutturale della propria esposizione, specialmente in Asia - un punto sul quale torniamo nelle conclusioni.



Box – La Cina: scorte, domanda ed elettrificazione

Il contributo cinese al contenimento della domanda mondiale di greggio è stato considerevole. Prima della guerra la Cina acquistava all'estero circa 11,6 milioni di barili al giorno (mb/g); nel pieno della crisi le importazioni sono scese sotto gli 8 milioni, il livello più basso dal 2016, con una riduzione delle importazioni nette di greggio di circa il 30% nel secondo trimestre 2026 su base annua, pari a 3,5 mb/g (CGEP, 2026). Il dato notevole è che ciò è avvenuto senza una flessione significativa dell'attività economica.

Sul piano contabile, il calo delle importazioni si spiega essenzialmente con due fattori. Il primo, che ne copre poco più di metà, è il ricorso alle scorte, con un passaggio da accumuli di 1,5 mb/g nel secondo trimestre 2025 a prelievi netti di 0,4 mb/g nello stesso periodo. Il secondo è la riduzione delle lavorazioni di raffinazione, per circa 1,6 mb/g, determinata dalla scarsità del greggio e dalla compressione dei margini, a sua volta accentuata dalle restrizioni all'esportazione di prodotti raffinati e dal tetto imposto dalle autorità al trasferimento dei maggiori costi sui prezzi interni (CGEP, 2026). Il ricorso alle scorte poggia peraltro su una dotazione eccezionale, che secondo Kayrros ammonta a circa 1,4 miliardi di barili tra riserve strategiche e commerciali, equivalenti a 120 giorni di copertura delle importazioni ai livelli del 2025 (Bordoff e Downs, 2026).

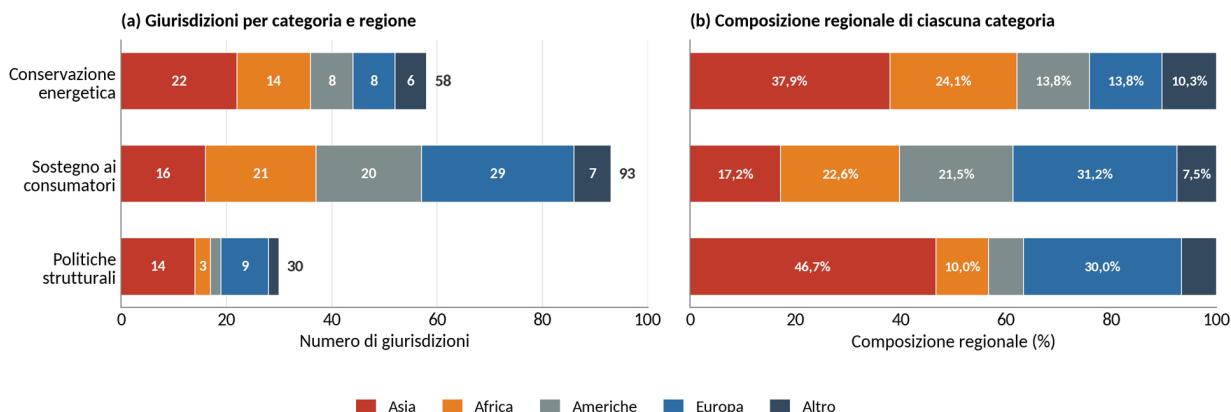
Vi è poi una componente strutturale. Oltre il 30% del consumo finale di energia cinese è già elettrico, contro poco più del 20% a livello globale, e più della metà delle auto vendute nel paese è elettrica. L'AIE stima che l'elettrificazione abbia evitato 1,2 mb/g di crescita della domanda petrolifera dal 2019 e prevede ora che il picco arrivi nel 2027 (Bordoff e Downs, 2026), mentre il CGEP rileva che la penetrazione dei veicoli elettrici sta già comprimendo strutturalmente il consumo di benzina e che nel trasporto pesante camion elettrici e a GNL contribuiscono alla sostituzione del diesel.

Il carbone resta parte di questa architettura di sicurezza energetica, ma con una funzione diversa e più circoscritta. L'ampia disponibilità di produzione domestica consente alla Cina di ridurre l'esposizione alle importazioni di gas e, in caso di interruzioni prolungate del GNL, di aumentare il ricorso alle fonti interne (Bordoff e Downs, 2026). In questa prospettiva si colloca anche la recente accelerazione dei progetti di conversione del carbone in gas sintetico. Si tratta però di un'assicurazione contro la dipendenza dal gas importato più che di un'"arma segreta" capace di spiegare il crollo delle importazioni di greggio durante la crisi (Rampini, 2026), dato che molti dei progetti erano stati pianificati prima della guerra e richiedono anni per entrare in funzione.

Nel complesso la Cina ha assorbito lo shock combinando una capacità di stoccaggio senza confronti con un grado di elettrificazione dei consumi finali che nessuna economia avanzata ha raggiunto. Il primo elemento rappresenta una protezione temporanea, il secondo una riduzione permanente dell'esposizione; la stessa distinzione che separa le due famiglie di ammortizzatori descritte in questa sezione.



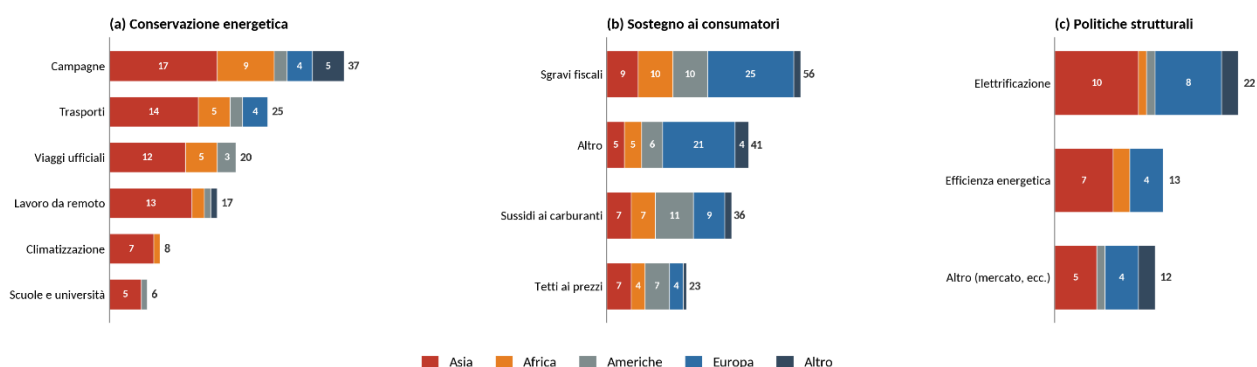
FIG. 1 – Misure di risposta alla crisi energetica del 2026: giurisdizioni per categoria e regione.



ca

Figura 2 – Tipi di misura all'interno di ciascuna categoria.

Le percentuali indicano la quota delle giurisdizioni della categoria che adottano il tipo di misura; una giurisdizione può adottarne più di una



Sul fronte europeo, la reazione è stata rapida. Al 16 giugno 2026 il tracker di Bruegel sulla risposta fiscale alla crisi censisce 52 misure, adottate o annunciate in 19 paesi, per un impegno complessivo di 11,83 miliardi (TAB. 1). Una cifra al tempo stesso significativa e modesta. Significativa perché concentrata in poco più di tre mesi e in gran parte già deliberata: il 71% corrisponde a risorse formalmente impegnate. Modesta perché rappresenta appena lo 0,06% del PIL dell'UE27 del

2025 e sostanzialmente inferiori alle risorse mobilitate nel 2022 (Keliauskaitė et al., 2026). Il termine di paragone più eloquente è quello introdotto alla fine della sezione precedente. A fronte di un maggior costo delle importazioni di gas stimabile in circa 100 miliardi di euro su base annua, la risposta fiscale europea ne copre poco più di un decimo, e nessuno degli strumenti discussi nella prossima sezione può compensare per intero un trasferimento di reddito di quella dimensione verso l'estero.



TAB. 1 – Misure fiscali adottate dai governi europei in risposta alla crisi energetica del 2026

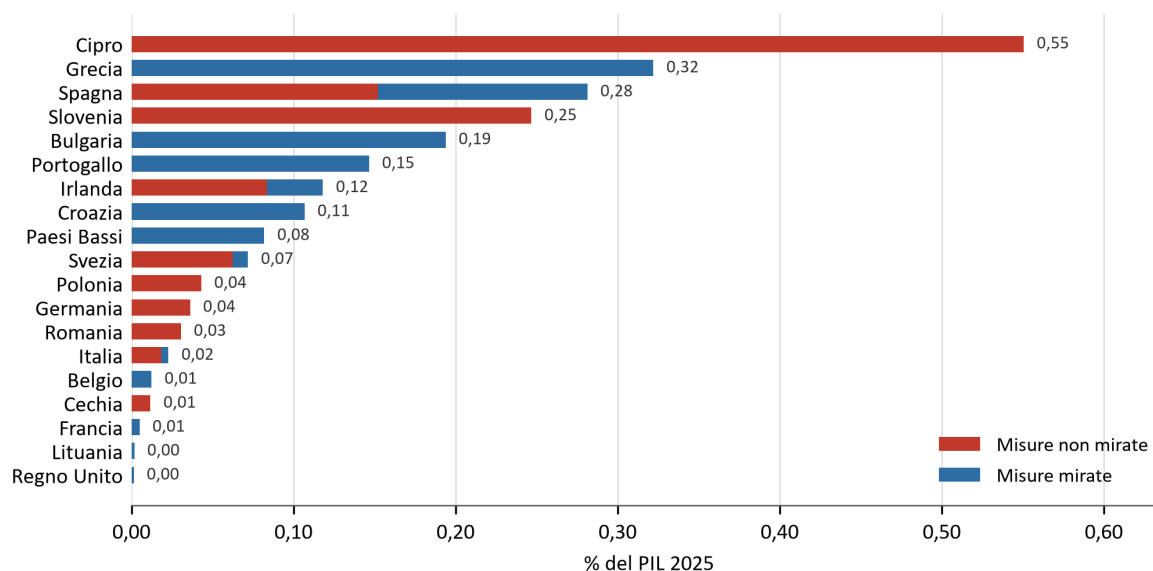
Milioni di euro. Le misure «non mirate» sono quelle prive di un gruppo destinatario definito o di condizionalità (essenzialmente tagli di accise e IVA sull'energia); le misure «mirate» sono rivolte a specifiche categorie di famiglie o a singoli settori. Sono incluse sia le misure formalmente impegnate sia quelle annunciate

Paese	Non mirate	Mirate	Totale	% del totale	% del PIL
Spagna	2.568	2.179	4.747	40,1	0,281
Germania	1.620	0	1.620	13,7	0,036
Paesi Bassi	0	967	967	8,2	0,082
Grecia	0	800	800	6,8	0,322
Irlanda	535	220	755	6,4	0,118
Italia	417	100	517	4,4	0,023
Portogallo	0	450	450	3,8	0,147
Svezia	372	55	427	3,6	0,072
Polonia	396	0	396	3,3	0,043
Bulgaria	0	225	225	1,9	0,194
Cipro	200	0	200	1,7	0,551
Slovenia	174	0	174	1,5	0,247
Francia	0	150	150	1,3	0,005
Romania	116	0	116	1,0	0,031
Croazia	0	99	99	0,8	0,107
Belgio	0	80	80	0,7	0,012
Regno Unito	0	61	61	0,5	0,001
Cechia	41	0	41	0,3	0,012
Lituania	0	2	2	0,0	0,002
Totale	6.439	5.388	11.827	100,0	–

Fonte: elaborazioni su Bruegel, 2026 European energy crisis fiscal response tracker (aggiornamento del 16 giugno 2026). I rapporti sul PIL utilizzano il PIL 2025 riportato nel dataset.



FIG. 3 - Impegni di spesa per paese, in percentuale al PIL



Fonte: elaborazioni su Bruegel, 2026 European energy crisis fiscal response tracker. Le barre distinguono la componente non mirata da quella mirata; il valore riportato a destra è il totale.

La distribuzione tra paesi è fortemente asimmetrica. In valore assoluto la Spagna da sola pesa per il 40,1% del totale e insieme alla Germania supera la metà delle risorse impegnate (53,8%). In rapporto al PIL la graduatoria cambia: guidano Cipro (0,55%), Grecia (0,32%), Spagna (0,28%) e Slovenia (0,25%), mentre l'Italia si colloca su valori molto contenuti, 517 milioni di euro pari allo 0,02% del prodotto (FIG. 3). Il confronto tra Spagna e Italia è istruttivo per una ragione ulteriore. La Spagna è il paese che, come si è visto, ha ridotto più di ogni altro la quota di ore in cui il gas determina il prezzo dell'elettricità, ed è dunque quello meno esposto alla trasmissione dello shock ai prezzi interni. Che sia anche quello che ha speso di più conferma come, all'interno dell'Europa, l'entità della risposta fiscale abbia risposto allo spazio di bilancio e a scelte politiche nazionali più che al grado di esposizione.

Secondo Keliauskaitė et al. (2026), due fattori spiegano la prudenza complessiva. Il primo è lo spazio fiscale ridotto lasciato dalla pandemia e dalla precedente crisi energetica; il secondo è

l'aspettativa che l'interruzione si riveli meno persistente di quella del 2022.

Per garantire maggiore margine di manovra agli Stati membri, a livello europeo la Commissione ha introdotto un quadro temporaneo di aiuti di Stato per pesca, trasporti e agricoltura e ha elevato dal 50% al 70% la compensazione massima per i costi elettrici dell'industria energivora. Si tratta di interventi mirati e temporanei, ma con scarsi incentivi all'efficienza e sfruttabili soprattutto dagli Stati con maggiore capienza di bilancio.

Ad agosto 2026 la Commissione ha inoltre esteso alla spesa energetica la clausola di salvaguardia nazionale (National Escape Clause), finora riservata alla spesa militare straordinaria, consentendo agli Stati membri di deviare temporaneamente dai vincoli del quadro fiscale in vigore dal 2024. La deroga è però circoscritta sotto due profili. Sul piano quantitativo, la spesa energetica ammessa non può superare lo 0,3% del PIL annuo e lo 0,6% cumulato sul triennio 2026-2028, e deve comunque rientrare nel tetto complessivo dell'1,5% previsto per la difesa. Sul piano qualitativo, sono esclusi i sussidi ai



combustibili fossili e le misure di puro contenimento dei prezzi, mentre sono ammessi solo gli interventi strutturali orientati alla transizione e alla sicurezza energetica.

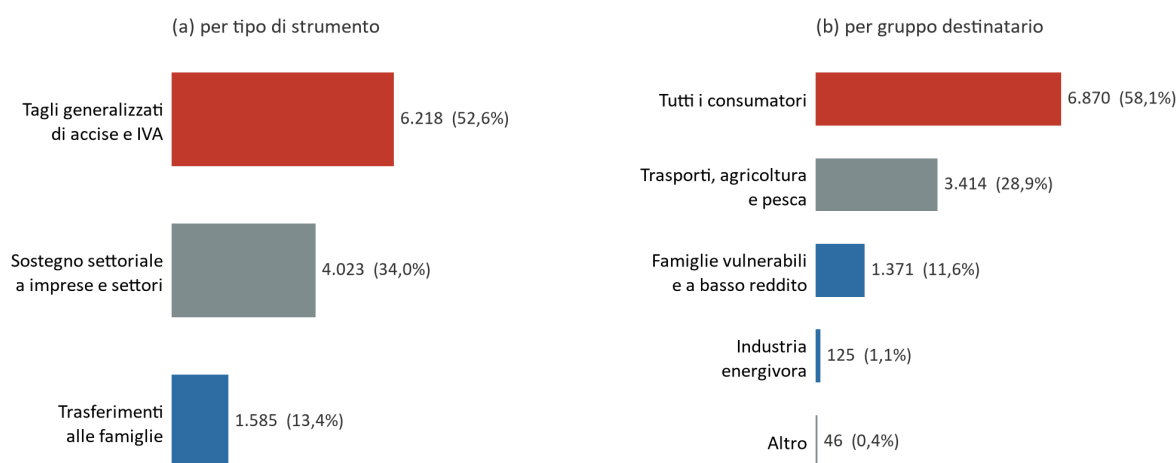
3. Quale risposta di politica economica?

3.1 Politica fiscale: il falso dilemma tra misure di prezzo generalizzate e misure di reddito mirate

La composizione della risposta è più istruttiva del suo ammontare. I dati Bruegel (2026) la fotografano da due angolazioni convergenti (Figura 4). Sul piano degli strumenti, il 52,6% delle risorse è confluito in misure cosiddette “non mirate”, prive cioè di un gruppo destinatario definito o di condizionalità, che agiscono direttamente sul prezzo dell’energia

attraverso tagli di accise e IVA sui prodotti energetici. Sul piano dei beneficiari, il 58,1% si rivolge indistintamente a tutti i consumatori, mentre alle famiglie vulnerabili e a basso reddito arriva l’11,6%.

Figura 4 – Composizione dell’intervento fiscale europeo



Fonte: elaborazioni su Bruegel, 2026 European energy crisis fiscal response tracker.
Milioni di euro e quote percentuali sul totale.

La scelta è stata compiuta nonostante gli avvertimenti contrari di Commissione Europea, BCE e Fondo monetario internazionale. Nelle raccomandazioni del Semestre europeo 2026 all’Italia la Commissione osserva che «l’esperienza

acquisita con la crisi energetica del 2022-2023 ha dimostrato che misure ad ampio raggio e non mirate comportano elevati costi di bilancio e sono inefficienti dal punto di vista sociale ed economico» (citato in Cottarelli e Olmastroni, 2026).



L'argomento contro il taglio delle accise è stato formalizzato con chiarezza da Cottarelli e Olmastroni (2026), che ne misurano l'errore di selezione dei beneficiari. Poiché il beneficio del taglio cresce con il consumo, e il consumo di carburante cresce con il reddito, la quota di risorse che finisce ai redditi alti è sistematicamente elevata. È un'analisi convincente sul terreno su cui si colloca. Il punto è che quel terreno - un'analisi statica di costi e benefici condotta in termini di efficienza allocativa - non esaurisce il problema. In risposta a uno shock energetico occorre valutare anche la capacità di una politica di contenere l'aumento dei prezzi e la caduta dei redditi reali in un contesto macroeconomico dinamico, nel quale i prezzi energetici si propagano lungo reti di produzione e colpiscono, per questa via, tanto la stabilità finanziaria delle imprese quanto il potere d'acquisto dei consumatori.

In un nostro lavoro abbiamo confrontato l'efficacia di diverse politiche di stabilizzazione in risposta al rincaro energetico del 2022 utilizzando MATRIX, un modello macroeconomico multi-agente e multi-settoriale calibrato sull'area euro, sviluppato presso la Fondazione Eni Enrico Mattei (Turco et al., 2023). In assenza di intervento pubblico, lo shock energetico produce un'impennata dell'inflazione, un calo del PIL reale e un aumento dei fallimenti d'impresa e della disoccupazione. I sussidi ai consumatori - che nel modello compensano le perdite realizzate delle famiglie e sono dunque mirati per costruzione - risultano in larga misura inefficaci a livello aggregato e possono determinare un aumento considerevole del rapporto debito/PIL. I sussidi alle imprese accelerano la ripresa ma non impediscono la formazione degli effetti di secondo round sull'inflazione, e la stretta monetaria adottata per contrastarli può innescare una seconda recessione. La riduzione delle tariffe energetiche, ossia di accise e aliquote sui prodotti energetici, contiene invece le perdite di PIL a costi pubblici

relativamente ridotti, tanto più se accompagnata da un'imposta sugli extraprofitti delle imprese energetiche, ed è lo strumento che massimizza il benessere sociale aggregato.

La ragione di questo esito è che intervenire sulle tariffe impedisce che il rincaro entri nella struttura dei costi e si propaghi ai prezzi dei beni finali attraverso il *pass-through* delle imprese lungo le reti di produzione, limitando per questa via la caduta del salario reale, della domanda e della produzione. Il costo per le finanze pubbliche, inoltre, può essere in larga parte compensato dall'imposta sugli extraprofitti, che il settore energetico realizza proprio in ragione dell'aumento esogeno del prezzo dell'energia.

Le due prospettive, correttamente intese, non sono in conflitto, perché rispondono a domande diverse. La critica di Cottarelli e Olmastroni riguarda a chi arrivano le risorse; l'argomento macro-dinamico riguarda se e quanto l'aumento del prezzo energetico entra nella struttura dei costi e si propaga tra settori. Le misure di prezzo, per quanto classificate come "non mirate", agiscono sull'ampiezza della perdita aggregata, impedendo che il rincaro energetico si trasformi in inflazione generalizzata e caduta dei redditi reali; le misure di reddito agiscono sulla ripartizione della perdita residuale, indirizzando le risorse verso le famiglie e le imprese più vulnerabili.

Ne discende anche una diversa collocazione nel tempo. L'efficacia delle misure di prezzo dipende in modo cruciale dalla tempestività con cui vengono adottate, perché una volta che il rincaro è entrato nei listini e nei contratti l'intervento perde gran parte della sua incisività; i trasferimenti mirati, al contrario, possono essere calibrati quando la distribuzione delle perdite è già osservabile, ed è solo su quel margine che possono correggerla.

Il costo di bilancio delle misure di reddito, del resto, non è indipendente dall'adozione delle misure di prezzo. Se la perdita da compensare è quella che il



rincaro ha già prodotto propagandosi lungo le reti di produzione, l'onere del trasferimento cresce precisamente nella misura in cui non si è intervenuti a monte. In questo senso i due strumenti sono complementari e non alternativi, poiché è la misura di prezzo a determinare la dimensione del problema che alla misura di reddito resta da risolvere.

Risultati simili sono ottenuti da Kremer et al. (2025) con un modello ad agenti *stock-flow consistent* calibrato sull'UE27, dove i trasferimenti mirati alle famiglie attenuano le perdite di reddito e di occupazione soltanto se affiancati da misure di prezzo, e in particolare da quelle che garantiscono il pieno trasferimento delle riduzioni dei costi energetici superata la fase acuta della crisi.

Quest'ultima condizione è tutt'altro che teorica. L'Osservatorio sui conti pubblici italiani documenta che in Italia le variazioni del prezzo del greggio si riflettono sul prezzo della benzina in modo asimmetrico: gli aumenti si trasmettono alla pompa più rapidamente delle riduzioni. Tale asimmetria si è inoltre accentuata nel periodo più recente rispetto al passato (Tempesta, 2026). È esattamente il fallimento del *pass-through* discendente che Kremer et al. indicano come condizione perché lo shock si traduca in uno spostamento permanente della distribuzione funzionale del reddito, tema al quale è dedicata la sezione 3.3.

Resta un'obiezione seria alle misure di prezzo generalizzate. Attenuando l'aumento del prezzo alla pompa, esse offuscano il segnale di scarsità e rischiano di sostenere il consumo di combustibili fossili proprio quando la scarsità dovrebbe indurne la riduzione (Keliauskaitė et al., 2026). L'obiezione ha però un peso diverso a seconda del contesto. Dove la scarsità fisica è reale, come in Asia e Africa, comprimere il segnale di prezzo non fa che spostare l'aggiustamento sul razionamento della domanda; dove i prezzi salgono ma l'offerta è relativamente stabile, come in Europa e USA, le misure di prezzo

restano valide nel contenere le perdite dal rincaro importato.

Va infine ridimensionata una seconda obiezione, secondo cui lasciare correre i prezzi energetici sia di per sé un incentivo alla transizione. Il segnale del prezzo relativo, con il fossile più caro dell'energia pulita, potrebbe spingere verso le alternative a basse emissioni, ma lo shock macroeconomico che quel rincaro produce rischia di soffocarle. Erodendo i redditi reali e comprimendo la domanda, il rincaro induce le famiglie che dovrebbero comprare una pompa di calore o un'auto elettrica, beni durevoli dal costo iniziale elevato, a rinviarne l'acquisto. Sul fronte delle imprese vale poi la lezione keynesiana: l'investimento segue le aspettative di profitto, non solo il prezzo relativo dei fattori di produzione. In recessione quelle aspettative si deprimono e l'investimento cade a prescindere dalla convenienza dell'energia pulita. Lo shock che dovrebbe accelerare gli investimenti verdi, causando una recessione, distrugge le condizioni che li renderebbero possibili. In breve: la transizione non si fa in recessione, e stabilizzare redditi e domanda non è l'alternativa alla transizione ma la sua preconditione.

3.2 Politica monetaria: guardare attraverso lo shock

Sulla politica monetaria la letteratura offre un'indicazione tanto consolidata quanto scomoda, secondo la quale la causa della recessione è spesso la risposta di politica monetaria allo shock energetico più che lo shock in sé. È la tesi di Bernanke et al. (1997), che mostrano come una stretta monetaria aggressiva in risposta a shock stagflattivi come i rincari petroliferi amplifichi la contrazione; da allora il consenso si è spostato verso la stabilizzazione del prodotto, tollerando



un'inflazione moderata subito dopo uno shock (Bodenstein et al., 2008).³

Ne discende la regola per cui, finché le aspettative di inflazione restano ancorate, la banca centrale dovrebbe guardare attraverso uno shock di offerta giudicato temporaneo; se le aspettative iniziano a muoversi, si apre un trade-off da gestire (FT, 2026c). Il confronto tra il 2022 e il 2026 aiuta a capire perché le due situazioni richiedano risposte diverse. Il 2022 combinava uno shock di domanda – la fase espansiva post-Covid – con uno shock di offerta dato dall'interruzione delle catene del valore; le economie europee erano fortemente esposte all'aumento del prezzo del gas e alla riduzione delle forniture, con un'impennata inflazionistica di ampiezza tale da far temere un disancoraggio delle aspettative, cui le banche centrali reagirono con decisione. Già all'epoca non mancava chi metteva in guardia dalla stretta, osservando che i fattori sottostanti all'inflazione avevano natura temporanea e che le aspettative restavano stabili in un mercato del lavoro assai meno sindacalizzato di quello degli anni Settanta (Francesco Saraceno, 2023).

Il 2026 presenta caratteristiche diverse sotto ogni profilo: nessun eccesso di domanda, un'esposizione europea al gas notevolmente ridotta e, soprattutto, una minore intensità petrolifera che attenua sia il rischio recessivo sia la spinta inflazionistica, e con essi la necessità di una reazione delle banche centrali (FT, 2026b). Vi si aggiunge il carattere intermittente dell'interruzione descritto in apertura, che ha impedito ai rincari di consolidarsi nei listini e nei contratti e ha reso credibile, agli occhi degli operatori, il giudizio di temporaneità su cui la regola di condotta si fonda. I tassi di inflazione rilevati, di fatto, non sono esplosi. Tra le banche centrali dei paesi OCSE, solo la BCE è intervenuta, portando a giugno 2026 il tasso sui depositi al 2.25%

con un aumento di 25 punti base, mentre Federal Reserve e Bank of England hanno preferito la via della cautela.

Le evidenze modellistiche convergono. Kremer et al. (2025) trovano che la politica monetaria ha un'efficacia molto limitata nel governare un episodio inflazionistico di origine energetica. Nelle nostre simulazioni (Turco et al., 2023) un aggiustamento più graduale del tasso di interesse comporta minori fallimenti d'impresa e quindi minori perdite di PIL, evita la seconda recessione innescata dalla stretta e si traduce in un benessere sociale più elevato. La moderazione, va detto, non è una regola incondizionata, poiché il suo fondamento è precisamente il carattere temporaneo dello shock: se l'interruzione si consolidasse o le aspettative iniziassero a muoversi, il *trade-off* si riaprirebbe. È però una condizione che va verificata, non presunta, e nel 2026 i dati non l'hanno segnalata.

3.3 Lo shock energetico come shock distributivo

Uno shock energetico non è soltanto uno shock macroeconomico, ma anche uno shock distributivo, dimensione spesso trascurata nel dibattito sulle misure di emergenza.

Fierro e Martinoli (2025) stimano l'effetto degli shock energetici sulla distribuzione funzionale del reddito con un modello VAR strutturale, identificando lo shock tramite lo strumento di oil supply news di Känzig (2021), e trovano che un incremento del 10% del prezzo del greggio riduce la quota salari di un decimo di punto percentuale all'impatto, con un effetto che persiste per oltre tre anni. È una grandezza tutt'altro che trascurabile, poiché equivale al 2,3% dell'intero calo della quota salari registrato negli Stati Uniti tra il 1980 e il 2019. Il meccanismo è intuitivo. Quando l'energia rincara, una quota maggiore del reddito nazionale viene dirottata verso il settore energetico, e il modo in cui

³ I due riferimenti sono ripresi dalla rassegna di Fierro e Martinoli (2025); l'intervista a Goodspeed citata in

bibliografia richiama la stessa tesi senza indicare i lavori originari.



il residuo si ripartisce tra lavoratori e imprese non energetiche determina lo spostamento della distribuzione funzionale. In particolare, se le imprese trasferiscono integralmente il rincaro sui prezzi finali, il loro margine resta intatto e l'intero aggiustamento grava sul lavoro; se i salari nominali seguono l'inflazione, la caduta della quota salari è attenuata. La ripartizione della perdita è dunque il risultato del potere relativo nei mercati dei beni e del lavoro.

Due risultati ulteriori meritano attenzione. Il primo è un'asimmetria per cui la quota salari reagisce di più agli aumenti del prezzo del petrolio che alle riduzioni, sicché i redditi da lavoro perdono dai rincari più di quanto guadagnino dai ribassi, in linea con l'asimmetria di trasmissione alla pompa documentata da Tempesta (2026). Il secondo è l'assenza di spirali prezzi-salari, dato che i salari non tengono il passo dell'inflazione dopo lo shock, un esito che gli autori interpretano come il segno di un potere contrattuale debole dei lavoratori nel mercato del lavoro, a fronte di un potere di mercato non trascurabile delle imprese in quello dei beni. È un punto rilevante per il dibattito europeo, perché il timore della spirale è stato l'argomento principale a favore di una reazione monetaria aggressiva nel 2022.

Kremer et al. (2025) mostrano che l'ampiezza e la persistenza dell'episodio inflazionistico, così come gli effetti sulla distribuzione funzionale, dipendono da tre fattori: l'intervento pubblico, la sensibilità del salario nominale all'inflazione e il *pass-through* dai prezzi energetici ai prezzi di produzione. L'intervento pubblico attuato nell'UE nel 2022 ha limitato la caduta iniziale della quota salari, ma non ha corretto lo spostamento di medio-lungo periodo a favore dei profitti. Le nostre simulazioni vanno nella stessa direzione: gli imprenditori del settore energetico beneficiano dell'aumento del prezzo dei combustibili in tutti gli scenari tranne quello di riduzione delle tariffe energetiche, che invece

avvantaggia maggiormente lavoratori e proprietari delle imprese a valle (Turco et al., 2023).

Questo quadro trova conferma nei dati della crisi energetica del 2022. Nell'area euro la retribuzione reale per occupato è scesa fino al 5% sotto il livello di fine 2021 nel quarto trimestre 2022, recuperando poi solo gradualmente. Il divario tra salari reali "da consumatore", ancora sotto i livelli pre-shock, e salari reali "da produttore", già oltre, misura precisamente questo trasferimento. Il peggioramento delle ragioni di scambio indotto dai prezzi dell'energia ha eroso il potere d'acquisto dei lavoratori più di quanto abbia gravato sui margini d'impresa, che anzi nel 2021-2022 hanno contribuito in misura insolita alle pressioni inflazionistiche (BCE, 2024; 2025). L'Italia è il caso più emblematico, con il calo dei salari reali più marcato tra le maggiori economie OCSE — ancora 7,5% sotto il livello di inizio 2021 all'inizio del 2025, circa 6% sotto nel 2026 — per rinnovi contrattuali lenti e scaglionati, bassa produttività e un tessuto di piccole imprese (OCSE, 2026). Dove il trasferimento ai prezzi al consumo è lento o incompleto, lo shock lascia dunque un'impronta duratura sulla distribuzione funzionale del reddito, a carico dei salari.

Ne discende un'agenda in tre punti: politiche di prezzo che impediscano allo shock di propagarsi nella struttura dei costi; sostegno diretto al reddito delle famiglie vulnerabili; e un ripensamento degli assetti della contrattazione salariale, terzo determinante della risposta distributiva.

Su quest'ultimo punto conviene essere precisi, perché il richiamo all'indicizzazione dei salari e delle pensioni minime è ricorrente ma la sua efficacia è condizionata. Forme di indicizzazione del salario nominale all'inflazione possono in linea di principio isolare parzialmente la quota salari dallo shock energetico, ma l'esito dipende in modo cruciale da quanto le imprese riescano a trasferire sui prezzi finali sia i costi energetici sia gli aumenti salariali



nominali. Se il trasferimento è pieno, un'elevata sensibilità del salario nominale all'inflazione può innescare proprio la spirale prezzi-salari che si vorrebbe evitare, con inflazione persistente e quota salari comunque in calo. L'indicizzazione sostiene i salari reali senza alimentare l'inflazione soltanto se sposta la distribuzione funzionale a favore dei lavoratori, e questo dipende in ultima analisi dall'aggiustamento dei margini di profitto (Fierro e Martinoli, 2025; Kremer et al., 2025). Il che riporta al punto di partenza: senza strumenti che agiscano sui prezzi e sui margini, il sostegno ai redditi nominali rischia di essere eroso dagli stessi meccanismi che dovrebbe compensare.

4. Conclusioni: dall'emergenza alla sicurezza strutturale

Il sistema energetico globale ha assorbito lo shock del 2026 meglio del previsto e il risultato riflette guadagni di efficienza, diversificazione e capacità di coordinamento internazionale nella gestione delle scorte. Gli ammortizzatori che hanno attutito il colpo erano però in larga parte già disponibili prima della guerra e si sono ormai logorati: le scorte sono state svuotate, le infrastrutture restano sotto tiro e richiedono anni per essere riparate, le rotte alternative sono sempre più fragili. Una seconda ondata sarebbe assai più dura della prima (Bordoff e O'Sullivan, 2026). Il pericolo maggiore, in altre parole, non è lo shock subito ma l'eccesso di fiducia che rischia di generare.

Il rischio concreto è che da una crisi rivelatasi gestibile si tragga la lezione sbagliata, e cioè che, se lo scenario peggiore si è dimostrato sopportabile, convenga rafforzare il sistema fossile anziché superarlo. Le prime reazioni vanno in effetti in questa direzione. Il Giappone ha riaperto vecchie centrali a carbone, la Corea del Sud ha rimosso i limiti al suo impiego, l'India accelera sulla carbochimica. Rystad stima in 70 milioni di tonnellate il carbone aggiuntivo bruciato in Asia nel

2026 e l'AIE prevede che il consumo globale toccherà un record proprio quest'anno. Diversi paesi del Golfo hanno annunciato nuova capacità di trasporto che aggira lo Stretto, e India, Sudafrica e paesi del Sud-est asiatico hanno programmato obblighi di scorta più elevati, nuove riserve strategiche e maggiore capacità di raffinazione domestica. In Europa il quadro è analogo: il Regno Unito ha allentato l'impostazione restrittiva sullo sviluppo di petrolio e gas nel Mare del Nord, mentre Belgio, Danimarca e Italia stanno rivedendo la storica chiusura al nucleare (Bordoff e O'Sullivan, 2026). Che di 114 giurisdizioni censite dall'AIE soltanto trenta abbiano adottato misure strutturali dà la misura di quanto la risposta si sia concentrata sulla gestione dell'emergenza.

La lezione opposta è che la transizione a fonti rinnovabili accompagnata da un'accelerazione dell'elettrificazione non è soltanto un obiettivo climatico ma un imperativo di sicurezza energetica (Keliauskaitė et al., 2026). Ridurre la dipendenza europea dai combustibili fossili importati attraverso una maggiore elettrificazione di trasporti, riscaldamento e industria renderebbe l'UE più resiliente agli shock geopolitici e, trattandosi di un grande importatore netto, ne migliorerebbe stabilmente le ragioni di scambio, riducendo il reddito trasferito all'estero nelle fasi di prezzi elevati. È esattamente la strategia che la Cina persegue da oltre vent'anni e che Bordoff e Downs (2026) descrivono come la costruzione di uno *electrostate*, ossia lo spostamento dell'economia dal consumo diretto di petrolio e gas verso l'elettricità, generata quanto più possibile da fonti interne.

Su questo terreno l'Europa affronta nondimeno un trade-off che non va nascosto: elettrificare significa oggi accrescere la dipendenza dalle filiere cinesi delle tecnologie pulite, dato che la Cina controlla oltre l'80% della capacità manifatturiera mondiale di solare, turbine eoliche e batterie e processa la



maggior parte dei minerali critici necessari. La crisi del 2026 ha però mostrato che l'affidabilità dei fornitori tradizionali di idrocarburi è meno certa di quanto si ritenesse: la fiducia decennale nella Russia è infranta, e sul GNL statunitense cresce in Europa il timore che possa essere impiegato come strumento di pressione economica o limitato in risposta a rincari interni. Rispetto a una dipendenza da forniture che possono essere interrotte da un blocco navale, una dipendenza da componenti industriali – stoccabili, sostituibili nel tempo e non consumate di continuo – è un rischio di natura diversa e più governabile.

Resta infine la dimensione che riguarda l'architettura complessiva della sicurezza energetica, per la quale Bordoff e O'Sullivan (2026) individuano cinque pilastri: l'efficienza energetica, che riduce l'esposizione alla radice ed è la prima linea di difesa; la diversificazione delle forniture e delle rotte; l'integrazione dei mercati, da difendere anche quando i prezzi salgono, perché sono i meccanismi di mercato ad aver riallocato i carichi verso gli acquirenti disposti a pagare di più e a indurre le raffinerie a riorientare le produzioni; l'ampliamento della base produttiva domestica, intesa non come mero incremento di petrolio e gas ma come portafoglio diversificato di fonti affidabili; il sostegno ai paesi più vulnerabili.

Quest'ultimo punto chiude il cerchio con quanto osservato in apertura. La ragione per cui gli shock energetici appaiono oggi gestibili a Bruxelles è in buona parte che l'aggiustamento avviene altrove, e un sistema che si regge sulla capacità dei più fragili di assorbire le conseguenze peggiori non è resiliente, perché quella capacità si esaurisce in instabilità politica ed economica che ricade su tutti.

Riferimenti bibliografici

- Agnoli, S. (2026), Il paradosso di Hormuz: lo choc energetico non piega più i potenti. E il conto passa ai Paesi più fragili (e all'Europa), *Corriere della Sera*, 16 Agosto.
- AIE (2026a), The Middle East and Global Energy Markets. Key facts on the Strait of Hormuz, oil and gas markets, and the IEA's response, International Energy Agency, Parigi.
- AIE (2026b), Statement by IEA Executive Director Fatih Birol on oil markets, International Energy Agency, 21 Luglio.
- AIE (2026c), 2026 Energy Crisis Policy Response Tracker, International Energy Agency, aggiornamento del 31 Luglio.
- BCE (2024), Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024, ECB Economic Bulletin, Issue 4-8/2024
- BCE (2025), Real wage catch-up in the euro area, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2025
- Bernanke, B. S., Gertler, M. e Watson, M. (1997), Systematic monetary policy and the effects of oil price shocks, *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, pp. 91-157.
- Bodenstein, M., Erceg, C. J. e Guerrieri, L. (2008), Optimal monetary policy with distinct core and headline inflation rates, *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, pp. S18-S33.
- Bordoff, J. e Downs, E. (2026), How the Iran War Could Consolidate China's Energy Dominance, *Foreign Policy*, 6 Marzo.
- Bordoff, J. e O'Sullivan, M. L. (2026), The Long Shadow of the Iran Shock. Hormuz and the New Geography of Energy Power, *Foreign Affairs*, 14 Agosto.
- Bruegel (2026), 2026 European energy crisis fiscal response tracker, dataset, aggiornamento del 16 Giugno.
- CGEP (2026), How China Is Managing Lower Oil Imports, Center on Global Energy Policy, Columbia University SIPA, 13 Agosto.



- Cottarelli, C. e Olmastroni, G. (2026), Perché i trasferimenti diretti sono più efficienti del taglio delle accise (anche con l'evasione), Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani, 11 Giugno.
- Fierro, L. E. e Martinoli, M. (2025), An empirical inquiry into the distributional consequences of energy price shocks, *Journal of International Money and Finance*, vol. 159, art. 103421.
- FT (2026a), The Iran war in seven charts, *Financial Times*, 15 Giugno.
- FT (2026b), How long can oil markets absorb the Hormuz shock?, *Financial Times*, 17 Luglio.
- FT (2026c), Why didn't the Iran war cause a recession? With Tyler Goodspeed, *The Economics Show*, *Financial Times*, 3 Luglio.
- Känzig, D. R. (2021). The macroeconomic effects of oil supply news: Evidence from OPEC announcements. *American Economic Review*, 111(4), 1092-1125.
- Keliauskaitė, U., McWilliams, B., Mramor, T., Roth, A., Tagliapietra, S. e Zachmann, G. (2026), Energy Security amid Geopolitical Instability: Lessons from the 2026 Strait of Hormuz Shock, *Intereconomics*, vol. 61, n. 4, pp. 195-202.
- Kremer, E., Reissl, S., Fierro, L. E., Emmerling, J., Lamperti, F. e Roventini, A. (2025), Energy price shocks in the European Union: Macroeconomic impacts, distributional effects and policy responses, *Energy Economics*, vol. 152.
- OCSE (2026), *OECD Employment Outlook 2026: Geographic Disparities in Jobs and Incomes*, OECD Publishing, Paris.
- Rampini, F. (2026), La Cina ha superato indenne questa crisi energetica grazie a un'arma segreta, *Corriere della Sera*, 16 Giugno.
- Saraceno, F. (2023). *Oltre le banche centrali: inflazione, disuguaglianza e politiche economiche*. LUISS University Press.
- Tempesta, P. (2026), Come il prezzo del greggio influisce sul prezzo della benzina: ci sono asimmetrie tra aumenti e riduzioni?, Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani, 14 Agosto.
- Turco, E., Bazzana, D., Rizzati, M., Ciola, E. e Vergalli, S. (2023), Energy price shocks and stabilization policies in the MATRIX model, *Energy Policy*, vol. 177.



3. IL MERCATO ENERGETICO IN ITALIA TRA TRANSIZIONE E STRANDED ASSETS: PREZZI, ELETTRIFICAZIONE E REGOLAZIONE A CONFRONTO

Roberto Bianchini e Andrea Tenconi ♦

- *Sebbene il ruolo del gas naturale nel mix energetico italiano sia ancora oggi di primissimo piano, le più recenti evidenze disegnano una transizione in accelerazione, principalmente grazie alla spinta delle nuove installazioni rinnovabili nel settore elettrico, attivate in un periodo in cui le quotazioni sui mercati internazionali hanno subito una serie di shock esogeni significativi che hanno modificato i rapporti commerciali tra nazioni esportatrici e importatrici.*
- *Ma la strada per la decarbonizzazione passa anche per l'elettrificazione dei consumi; un processo lento e complesso, che richiede l'intervento dei regolatori nazionali per la gestione di potenziali stranded assets nella rete gas europea.*
- *La fotografia attuale del mercato energetico in Italia è approssimabile attraverso tre dimensioni dinamiche:*
 - *il nuovo equilibrio dei prezzi del gas sugli hub internazionali, recentemente stabilizzatosi su livelli differenti rispetto al passato;*
 - *l'evoluzione del sistema elettrico che, in particolare da quest'anno, può essere finalmente definito in corso di transizione;*
 - *le dinamiche più lente del processo di elettrificazione dei consumi e la necessità di gestire infrastrutture di rete dalla vita residua incerta.*

1. I prezzi del gas sui mercati internazionali

Il mutato contesto geopolitico caratterizzato da conflitti e da rapidi mutamenti negli equilibri diplomatici, per lunghi anni rimasti stabili, sta impattando in modo diretto sul mercato del gas naturale. L'analisi delle dinamiche dei prezzi del gas naturale degli ultimi anni rivelano cambiamenti strutturali nella composizione del mix di origine della commodity e identificano gli shock esogeni di origine geopolitica come principale fonte di volatilità. A tale dinamica non si sottrae l'evoluzione dei prezzi del gas in Italia, che importa la quasi totalità del gas che viene internamente utilizzato a livello industriale, civile e per la produzione di energia elettrica. L'andamento del prezzo negli ultimi dieci anni non può essere considerato come una serie continua,

ma piuttosto una successione di periodi/regimi dai differenti driver; nell'ordine: un regime "pre-crisi" fino a fine febbraio 2022, in cui il mercato del gas europeo ha funzionato secondo logiche relativamente stabili di arbitraggio globale e contratti di lungo periodo via tubo; una fase di rottura acuta nel biennio 2022-2023, innescata dalla guerra in Ucraina e dalla progressiva interruzione dei flussi russi verso l'Europa; e un "nuovo regime" dal 2024 in avanti, strutturalmente diverso dal pre-crisi anche una volta rientrata la fase più acuta della volatilità. Questa periodizzazione, oltre a essere intuitiva, è verificabile nei dati: gli spread tra hub regionali (TTF olandese, PSV italiano, benchmark asiatico) cambiano non solo di livello, ma di

♦ REF



comportamento tra una finestra temporale e la successiva (si veda TAB. 1).

Fino a fine febbraio 2022, lo spread tra il benchmark asiatico e il TTF europeo mostra una media di 5,0 EUR/MWh, con l'Asia più cara del TTF nel 93,0% delle settimane osservate. Questo non è un'anomalia, ma la conseguenza diretta della struttura del mercato globale del GNL in quel periodo: con capacità di rigassificazione e domanda invernale strutturalmente più tesa in

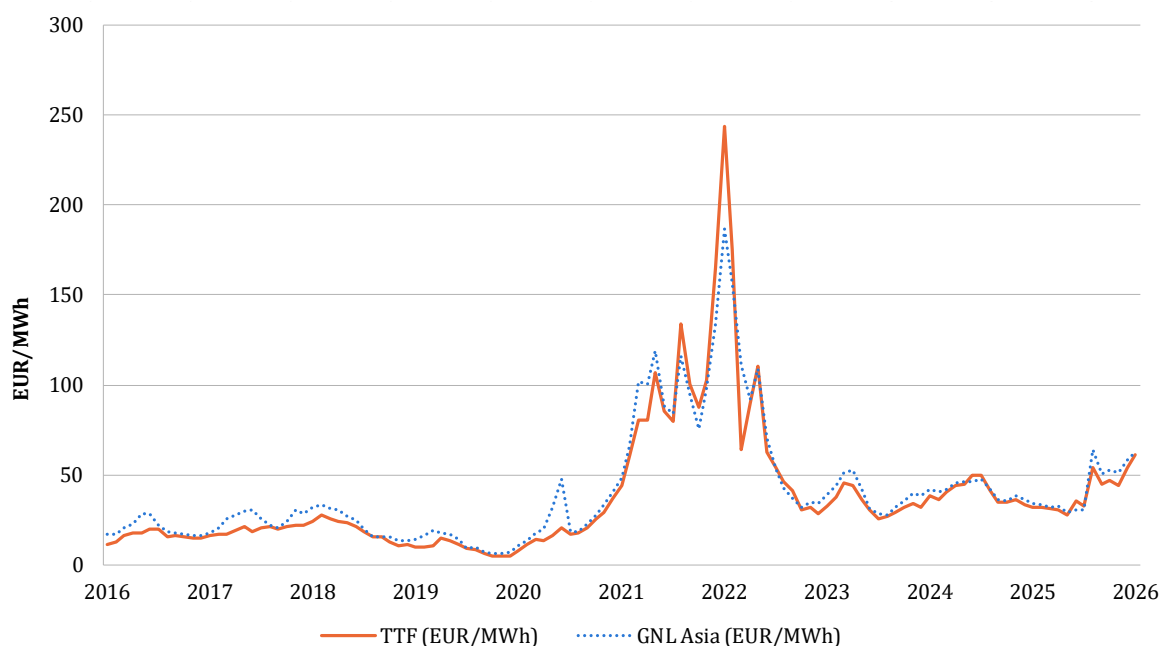
Asia (Giappone, Corea del Sud, Cina), i carichi spot tendevano a essere allocati lì dove il prezzo marginale era più alto, lasciando all'Europa, comunque ampiamente coperta dalla importazione via terra, un ruolo di mercato "di riserva" per il GNL. Il differenziale, per quanto persistente, restava contenuto in ampiezza (deviazione standard 6,58 EUR/MWh). Si vedano FIGG. 1 e 2.

TAB. 1 - Spread GNL Asia - TTF: statistiche descrittive 2016/2026, EUR/MWh

Periodo	Settimane	Media	Dev.std	Min	Max	% GNL>TTF
Pre-guerra (fino 23/02/2022)	287	5	6,58	-11,31	61,56	93
Crisi 2022-2023	97	-2,48	22,05	-88,55	68,9	50,5
Nuovo regime (dal 2024)	138	2,25	3,5	-8,56	15,61	79

Fonte: dati LSGE. TTF day-ahead e RIC LNG-AS. Assessment settimanale Nord-Est Asia

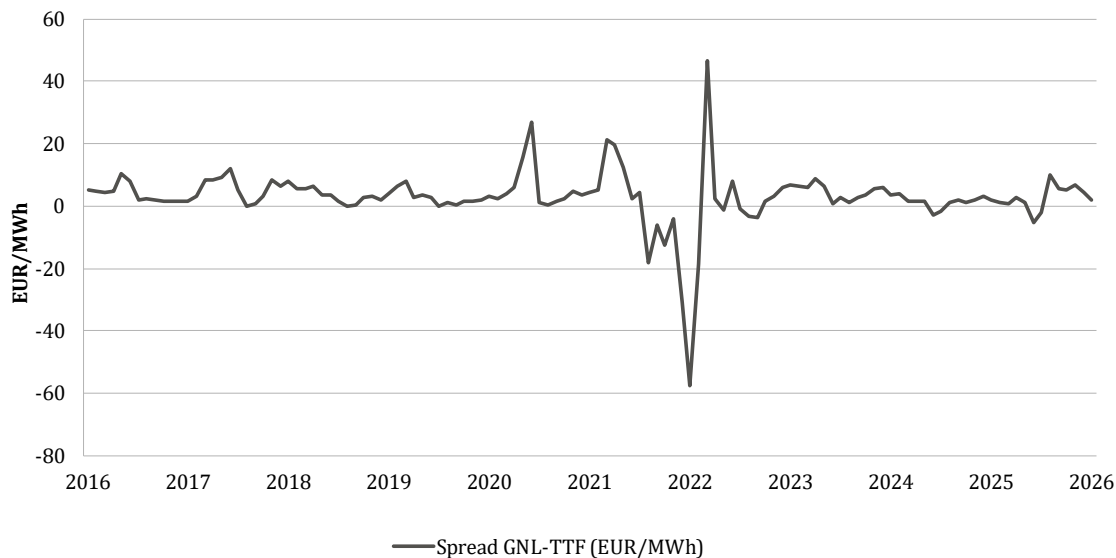
FIG. 1 - TTF vs GNL Asia (medie mensili, EUR/MWh)



Fonte: dati LSGE



FIG. 2 - Spread GNL Asia - TTF (medie mensili, EUR/MWh)



Fonte: dati LSGE

Nello stesso periodo il premio dell'Italia sul TTF (spread PSV-TTF) era piccolo e molto stabile, in coerenza con un sistema in cui l'Italia riceveva la gran parte del proprio gas via gasdotto (Algeria, Russia via Tarvisio, Azerbaijan via TAP, Libia), con il GNL in un ruolo complementare marginale: il "premio Italia" rifletteva essenzialmente costi di trasporto e di bilanciamento della rete.

L'invasione russa dell'Ucraina e la conseguente forte riduzione dei flussi russi verso l'Europa hanno costretto l'Europa a competere direttamente con l'Asia per gli stessi carichi spot di GNL, invertendo temporaneamente la gerarchia dei prezzi regionali. Nella finestra di crisi, lo spread Asia-TTF mostra una media minore e dal segno opposto (-2,48 EUR/MWh) con una deviazione standard di 22,05 EUR/MWh (quasi quattro volte quella pre-crisi) con un'oscillazione tra -88,55 e +68,90 EUR/MWh e una distribuzione praticamente equilibrata tra settimane in cui il gas costava più in Asia che in Europa continentale (50,5%) e settimane in cui accadeva il contrario (49,5%). Per la prima volta il TTF ha superato

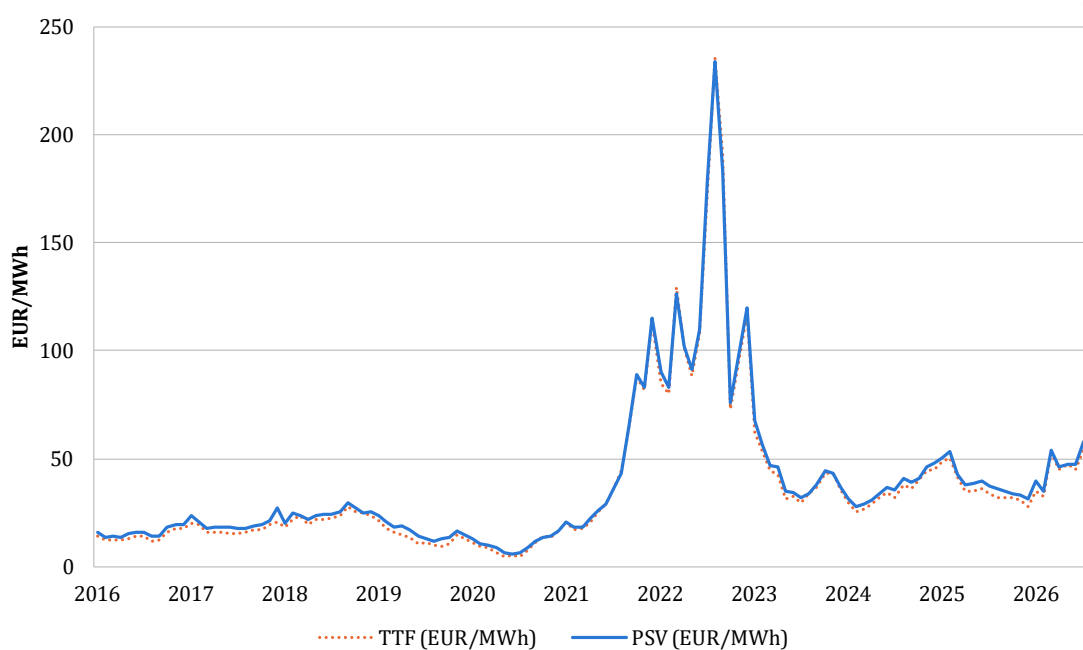
stabilmente il benchmark asiatico in una parte consistente delle settimane osservate: l'Europa, storicamente compratore residuale di GNL, è diventata per mesi il mercato che doveva pagare di più per attrarre i carichi, con il picco del TTF day-ahead giornaliero vicino ai 340 EUR/MWh nell'agosto 2022.

Anche il premio italiano si è comportato in modo del tutto diverso dal pre-crisi (si vedano TAB. 2 e FIGG. 3 e 4): la media dello spread PSV-TTF nella finestra di crisi (1,49 EUR/MWh) è in realtà inferiore a quella pre-crisi, ma la deviazione standard sale a 6,59 EUR/MWh, con un minimo di -86,80, cioè momenti in cui il PSV è arrivato a costare significativamente meno del TTF, in un breve periodo di inversione dei flussi commerciali. L'aumento dello spread in valore assoluto dal 2024 in poi va letto anche alla luce di un livello del TTF più alto rispetto al periodo pre-guerra: il rapporto tra spread medio del periodo e TTF medio del periodo è in realtà diminuito, dall'8,9% del pre-guerra al 6,5% dal 2024 ad oggi.


TAB. 2 - Spread PSV-TTF, statistiche descrittive 2016/2026, EUR/MWh

Periodo	Giorni	Media	Dev.std	Min	Max
Pre-guerra (fino 23/02/2022)	2141	1,94	1,96	-16	52,83
Crisi 2022-2023	468	1,49	6,59	-86,8	24,63
Nuovo regime (dal 2024)	674	2,45	1,53	-2,04	7,9

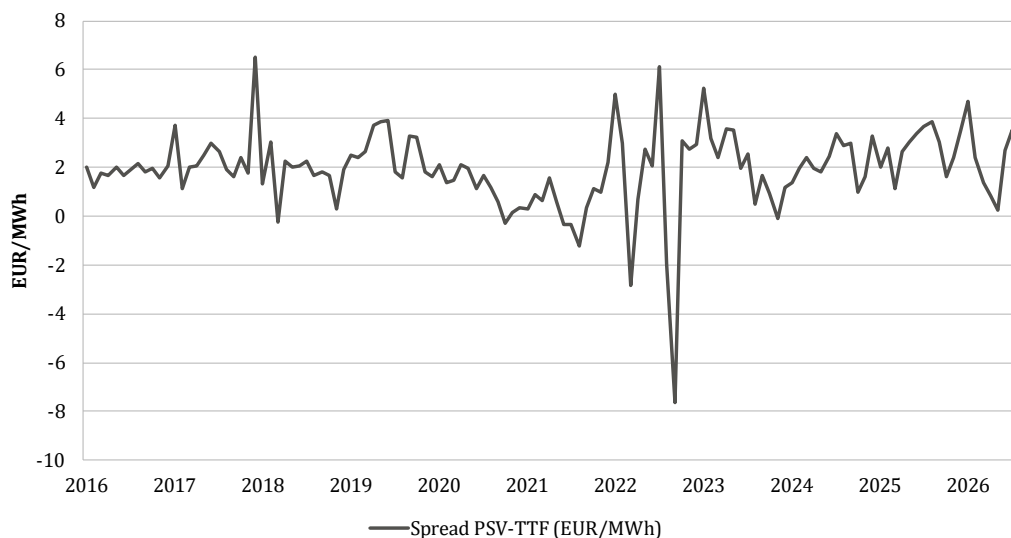
Fonte: dati LSGE. TTF e PSV day-ahead

FIG. 3 - TTF vs PSV 2016/2026, medie mensili, EUR/MWh


Fonte: dati LSGE



FIG. 4 - Spread PSV-TTF 2016/2026, "premio Italia" medie mensili, EUR/MWh



Fonte: dati LSGE

Dal 2024 i mercati si sono stabilizzati, ma non sono tornati alle condizioni pre-2022. Lo spread Asia-TTF torna positivo e con l'Asia di nuovo più cara nella maggioranza delle settimane (79,0%), ma con una media di 2,25 EUR/MWh. La lettura più coerente con le evidenze è che l'ingresso strutturale dell'Europa come compratore permanente e non più residuale di GNL abbia compresso in modo duraturo la soglia d'equilibrio del TTF: l'Europa ora compete sistematicamente coi paesi asiatici per gli stessi carichi, riducendo il margine di competitività che aveva accumulato negli anni rispetto all'Asia grazie ai contratti via terra.

Il 2026 ha fornito un chiaro caso di come un evento geopolitico esterno al mercato del gas europeo possa comunque trasmettersi rapidamente ai prezzi tramite il canale del GNL. Circa il 20% dell'offerta mondiale di GNL transita per lo Stretto di Hormuz (stime IEA), in gran parte riconducibile all'impianto qatariota di Ras Laffan; la Cina, da sola, riceve quasi un terzo dei volumi che attraversano lo stretto. Con la chiusura dello stretto a fine febbraio 2026 e la dichiarazione di

forza maggiore da parte di QatarEnergy il 4 marzo 2026, il TTF è salito del 35% (a circa 43,08 EUR/MWh) entro fine aprile, mentre il benchmark asiatico è salito del 51% (a circa 46,63 EUR/MWh), coerente con il fatto che la Cina, primo importatore dei volumi transitanti per Hormuz, abbia dovuto competere più aggressivamente dell'Europa per le stesse forniture. Una seconda escalation, a seguito della ripresa delle ostilità dirette tra Stati Uniti e Iran nel luglio 2026, ha riportato lo Stretto alla chiusura: nella settimana del 22 luglio 2026 il TTF ha toccato il massimo di chiusura più alto da gennaio 2023, con un rialzo del 15,1% su base settimanale, mentre il GNL asiatico è salito ancora di più fino a un premio di circa 3,27 EUR/MWh sul TTF.

Le rilevazioni dei prezzi recenti utilizzate in questo capitolo confermano tale cronologia (si veda TAB. 3): tra febbraio e marzo 2026, il TTF passa da 32,7 a 54,1 EUR/MWh e il benchmark asiatico da 30,6 a 64,0 EUR/MWh, con lo spread Asia-TTF che tocca 9,9 EUR/MWh, a conferma che la prima ondata dello shock ha colpito l'Asia in misura relativamente maggiore. Dopo un parziale rientro



tra aprile e giugno, la seconda escalation di luglio-agosto riporta il TTF sopra i 60 EUR/MWh, con il

PSV italiano che segue pressoché in parallelo (63,1 EUR/MWh ad agosto).

TAB. 3 - Mercati del gas nel 2026, medie mensili EUR/MWh

Mese	TTF	GNL Asia (proxy)	PSV	Spread Asia-TTF	Spread PSV-TTF
Gen. 2026	35,6	30,3	40,1	-5,3	4,5
Feb. 2026	32,7	30,6	34,8	-2,2	2,1
Mar. 2026	54,1	64	55,6	9,9	1,5
Apr. 2026	44,4	50,2	45,6	5,8	1,2
Mag. 2026	47	52,3	47,2	5,3	0,2
Giu. 2026	44,3	50,9	46,6	6,6	2,3
Lug. 2026	54,2	58,4	58,1	4,2	3,9
Ago. 2026	60,8	62,9	63,1	2,1	2,3

Fonte: dati LSGE

2. Com'è cambiata la composizione dell'offerta di gas in Italia

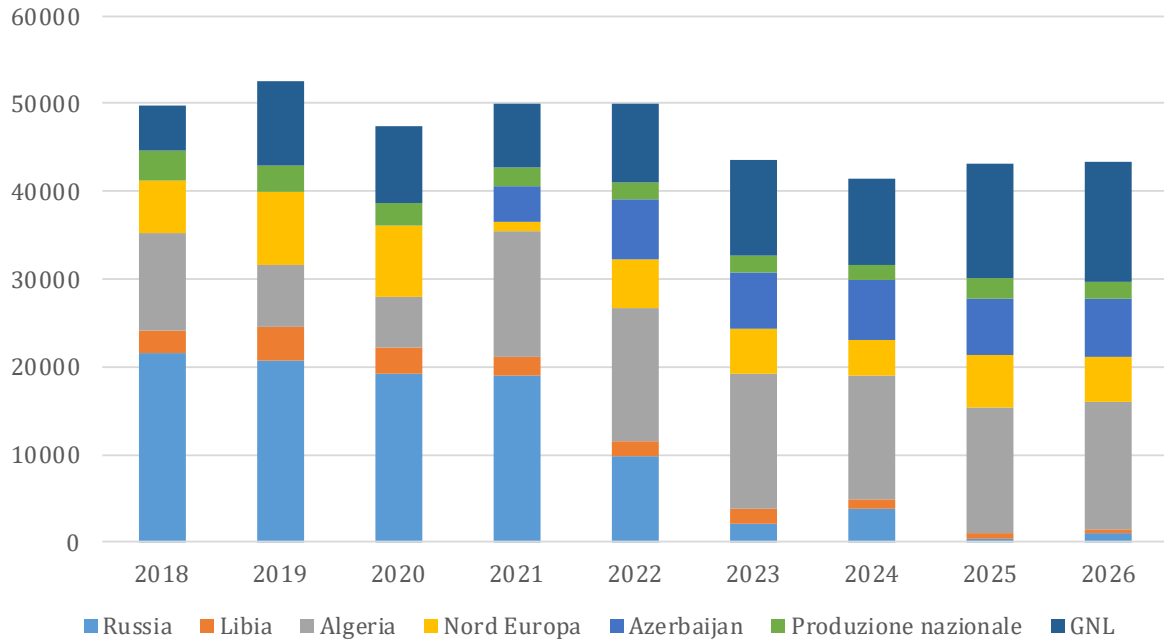
La sequenza delle tre fasi racconta una transizione che va oltre la semplice sostituzione del fornitore russo con un l'approvvigionamento tramite GNL. Prima del 2022, l'Italia pagava un piccolo premio stabile per un sistema basato prevalentemente su gasdotti e contratti a lungo termine; dopo il 2022, l'Italia si è strutturalmente riposizionata come acquirente di GNL sul mercato globale, ereditando due caratteristiche di quel mercato che prima non possedeva: un premio medio più alto ma stabile in condizioni normali (2,45 EUR/MWh nel nuovo equilibrio), e un'esposizione diretta a shock geopolitici che nulla hanno a che fare con l'Europa o con l'Italia in sé. Un sistema del gas più diversificato e meno dipendente da un singolo fornitore geopolitico è, per costruzione, anche un sistema più esposto a un insieme più ampio di rischi geopolitici distribuiti (Qatar, Hormuz, Stati Uniti, Nord Africa, Russia), il che porta sì ad una diversificazione del rischio paese ma complica anche qualunque esercizio di programmazione di

lungo periodo sulla capacità di trasporto e rigassificazione.

I dati che seguono (si vedano FIGG. 5 e 6) sulle origini del gas naturale immesso nella rete italiana derivano da due fonti ufficiali distinte MASE e SNAM, poiché nessuna delle due offre dettaglio su tutte le dimensioni significative riguardo tale tema, ma se analizzate assieme possono offrire un quadro più completo, seppur i totali spesso non coincidano perfettamente tra le due fonti. In particolare, la fonte SNAM aggiornata al 2026 tiene conto dei primi otto mesi dell'anno e non offre uno spaccato dell'origine del GNL, mentre il dato MASE include i paesi di origine del GNL, ma si ferma al 2024 e non specifica la provenienza di alcuni quantitativi di gas nella rete europea. Ciò che si evince è, certamente, l'aumento già descritto della quota GNL sul totale delle importazioni, la diminuzione ma non azzeramento del peso della Russia (primo fornitore storico) e il conseguente aumento di importanza degli Stati Uniti, Qatar e Algeria.

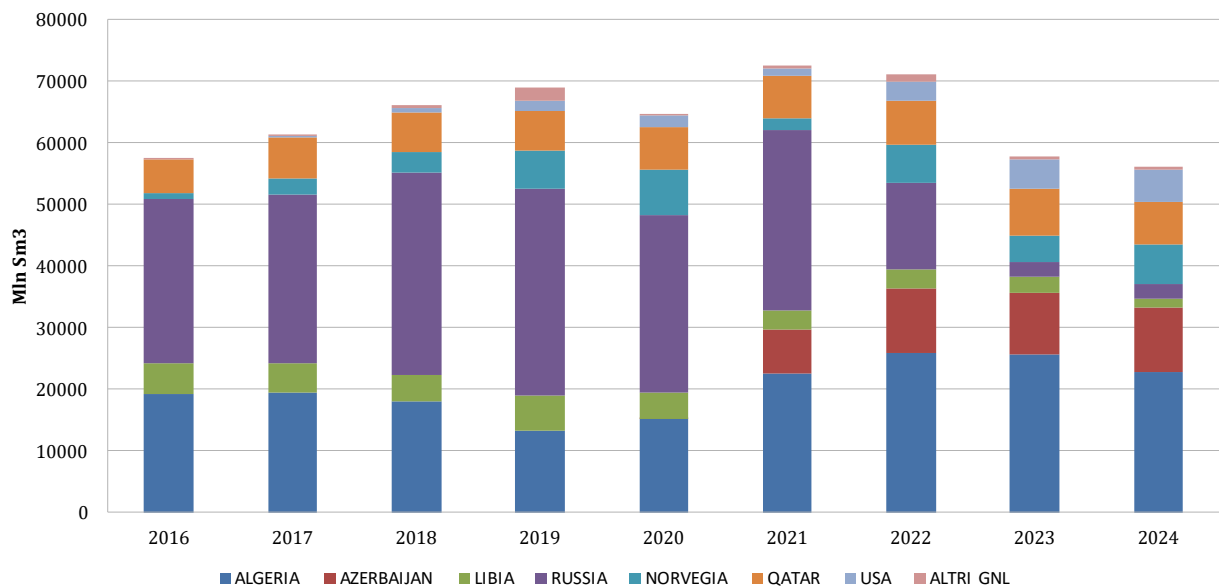


FIG. 5 - Origine del gas naturale in Italia, gen-ago, mln di smc



Fonte: dati SNAM

FIG. 6 - Origine tracciata delle importazioni di gas in Italia, 2016-2024, mln di smc



Fonte: dati MASE



La motivazione principale del ricorso al gas liquefatto da parte dell'Europa è l'impossibilità, in assenza di tali forniture, di chiudere la curva di domanda interna. Ne consegue che uno dei metodi più diretti e sostenibili per tornare a ridurre l'impatto che tale extracosto ha sulle forniture prevede la riduzione dei consumi sino, per lo meno, ai livelli di importazione via tubo. Il processo di elettrificazione dei consumi, di decarbonizzazione del mix elettrico e i relativi piani e target europei sono indirizzati anche a questo scopo: al fine di ridurre la dipendenza dal gas naturale (e dunque dalle nazioni esportatrici) evitando una riduzione contemporanea del livello dell'attività economica e del benessere dei cittadini.

3. Accelerare l'elettrificazione per ridurre la dipendenza dal gas

L'elettrificazione, ossia la sostituzione di combustibili fossili con elettricità negli usi finali (riscaldamento, mobilità, processi industriali), è per natura un processo lento: non è sufficiente la presenza di un differenziale di prezzo favorevole

all'elettricità, poiché richiede la sostituzione di uno stock di beni durevoli (caldaie, veicoli, impianti industriali) dalle vite utili tipicamente comprese tra 10 e 20 anni. Il ritmo con cui questo stock si rinnova è quindi il vero limite di velocità della transizione, più della sola convenienza economica del vettore elettrico.

Il tasso di elettrificazione, costruito come rapporto tra consumo finale di elettricità e consumo finale totale di energia, mostra una variazione minima nel decennio 2014-2024, sia in Italia sia negli altri principali paesi europei (si veda TAB. 4): nonostante un decennio di politiche di decarbonizzazione, l'elettrificazione realizzata è rimasta pressoché ferma ovunque, Italia inclusa. In Spagna è persino arretrata di 1,2 punti percentuali, probabilmente sintomo del fatto che la Spagna è uno dei pochissimi paesi europei ad aver affrontato un periodo di crescita economica significativo nell'ultimo decennio. Ne consegue la giustificazione quantitativa di nuovo pacchetto di misure in corso di approvazione a livello europeo, direttamente indirizzate all'aumento del tasso di elettrificazione nel prossimo decennio.

Tab. 4 - Variazione del tasso di elettrificazione nel decennio 2014/2024

Paese	2014	2024	Variazione
Italia	22,20%	22,70%	+0,4 p.p.
Germania	22,30%	22,80%	+0,5 p.p.
Francia	26,40%	26,50%	+0,1 p.p.
Spagna	26,00%	24,80%	-1,2 p.p.
EU27	23,20%	23,40%	+0,2 p.p.

Fonte: dati Eurostat

Presentato nel quadro del Clean Industrial Deal e dell'Affordable Energy Action Plan il 17 luglio 2026, l'Electrification Action Plan della Commissione fissa un target di riferimento del

32% di quota elettrica sui consumi finali di energia al 2030 e un obiettivo indicativo del 46% al 2040, quest'ultimo da confermare nel pacchetto Energy Union post-2030. Il piano affianca alla riduzione



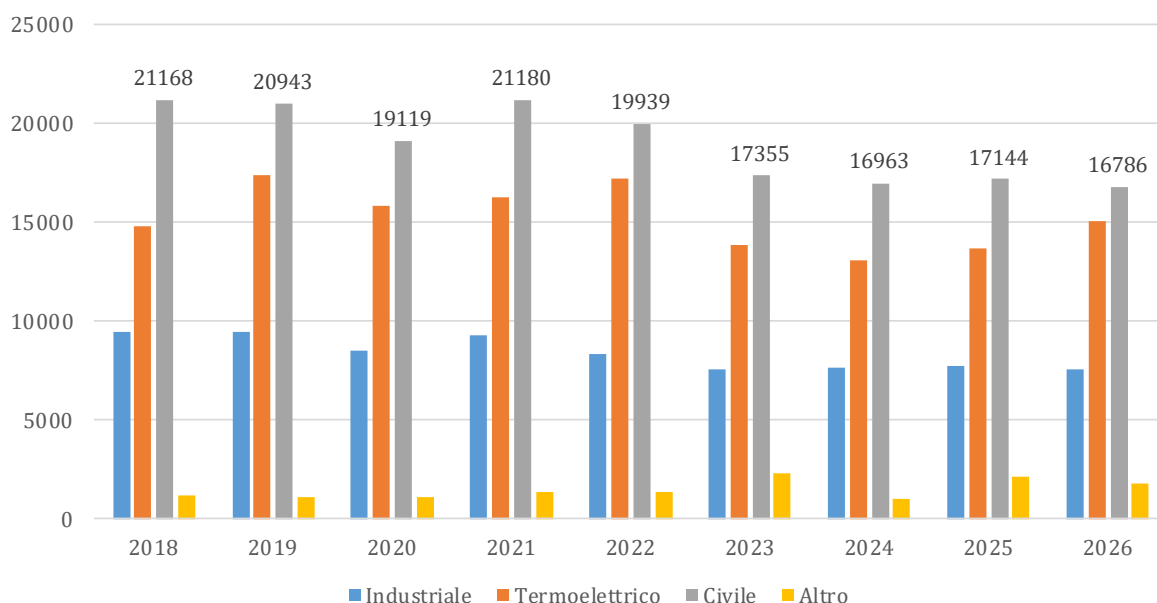
del divario di prezzo tra elettricità e fonti fossili anche misure di redistribuzione degli oneri di rete e una revisione della tassazione, per evitare che all'elettricità siano associate tasse maggiori rispetto a quelle sul gas naturale.

In Italia, il PNIEC aggiornato e trasmesso alla Commissione a luglio 2024 non fissa un target esplicito ed economy-wide di tasso di elettrificazione, a differenza dell'impostazione europea più recente. Il piano si concentra piuttosto sulla decarbonizzazione dell'offerta elettrica (quota di rinnovabili pari al 63,4% sul mix elettrico al 2030, a fronte di consumi elettrici lordi attesi a 359 TWh) trattando l'elettrificazione come una conseguenza della decarbonizzazione dell'offerta più che come una leva di domanda autonoma.

Analizzando la dinamica dell'ultimo decennio dei consumi di gas naturale suddivisi tra macrosettori civile, industriale e termoelettrico (si veda FIG. 7), si rileva come il settore civile (o residenziale) si

configura come la vera leva da muovere per ottenere una reale diminuzione della domanda aggregata di gas naturale; è anche vero che, come ben noto, la vetustà del comparto residenziale italiano rende qualunque processo di ammodernamento lento e costoso. Processo che, oltretutto, sembra essersi bruscamente arrestato dal 2023. Ciò è testimoniato anche dalle evidenze sul tasso di elettrificazione residenziale italiano, il quale copre tutti i vettori energetici usati nelle abitazioni (gas, elettricità, prodotti petroliferi, teleriscaldamento, rinnovabili termiche), pari al 21,1% nel 2024, contro il 26,9% della media EU27; un divario di circa 5,8 punti percentuali, sostanzialmente stabile nel tempo (si veda TAB. 5). Poiché il riscaldamento domestico resta in larga parte legato al gas, la persistenza di questo divario è il principale ostacolo a una riduzione strutturale della dipendenza italiana dal gas naturale nei consumi finali.

FIG. 7 - Prelievi di gas per settore, gen-ago, mln di smc



Fonte: dati SNAM


TAB. 5 - Tasso di elettrificazione "delle famiglie", decennio 2014/2024

Ambito	2014	2022	2024	Variazione 2014-24
ITA (famiglie)	18,70%	18,90%	21,10%	+2,4 p.p.
EU27 (famiglie)	24,90%	25,10%	26,90%	+2,0 p.p.

Fonte: dati Eurostat

4. La transizione nel settore elettrico: una dinamica in accelerazione

L'energia elettrica, in quanto fonte energetica secondaria presenta una minore influenza rispetto ai fattori geopolitici, se non appunto via prezzo del gas naturale, determinando differenze strutturali in termini di livelli di prezzo e volatilità fra i vari paesi europei, proprio a seguito del differente mix di generazione.

La dinamica dei prezzi è guidata dalla struttura dell'offerta che è una variabile fondamentale nella determinazione del prezzo marginale dell'energia elettrica sul mercato. In Italia, gli impianti termoelettrici alimentati a gas naturale rappresentano ancora la principale tecnologia marginale nel mercato day-ahead. Di conseguenza, variazioni nel prezzo del gas si traslano pressoché integralmente sul prezzo dell'elettricità, anche in presenza di una quota crescente di generazione rinnovabile con costi variabili molto bassi. Questo fenomeno alimenta spesso il dibattito politico e accademico sulla possibilità di un parziale disaccoppiamento (*decoupling*) tra il prezzo dell'elettricità e quello del gas, anche attraverso modifiche ai meccanismi di formazione del prezzo sui mercati all'ingrosso. Tuttavia, la modifica del market design presenta non poche criticità applicative e incertezza circa la reale capacità di fornire un segnale di prezzo più efficiente¹.

Parte della soluzione al problema può essere garantita dall'incremento dell'offerta da parte di

impianti rinnovabili, supportati da molteplici meccanismi di incentivazione e da tecnologie di complemento ai fini della gestione della flessibilità. L'Unione Europea, e l'Italia in prima fila, hanno scelto da qualche anno la strada del supporto alle rinnovabili tramite contratti con la controparte pubblica, andando a intervenire sulla struttura dell'offerta anno dopo anno, in un processo lento ma potenzialmente sostenibile. Si tratta di un passaggio da un sistema che negli ultimi decenni è stato dominato da tecnologie OPEX-intensive (centrali gas o comunque impianti di generazione a costo variabile positivo) e un sistema di medio termine in cui impianti OPEX-intensive e CAPEX-intensive (dal costo marginale nullo ma dai forti investimenti in conto capitale come gli impianti fotovoltaici ed eolici) convivono complementariamente, a tendere verso un sistema, per ora esistente solo sulla carta, in cui gli impianti a gas saranno residuali e utilizzati solamente per la sicurezza e adeguatezza del sistema. Nell'orizzonte di medio termine, dunque, generazione contrattualizzata extra-mercato, attraverso contratti per differenze, e generazione in-the-market devono convivere riuscendo a trasmettere i rispettivi benefici al consumatore finale. In particolare, la transizione porterà a prezzi sul mercato relativamente meno volatili di quelli attuali in quanto una quota sempre maggiore di impianti sarà remunerata non dal prezzo di mercato ma da un prezzo fisso determinato attraverso aste (meccanismo FER-X)

¹ Per approfondire: Position Paper n. 317, "Decoupling nel mercato elettrico: un percorso lento ma già avviato", Laboratorio REF, maggio 2026



in cui si identifica un prezzo di riferimento e gli impianti rinnovabili che aderiscono al meccanismo pagano/ricevono la differenza fra il prezzo fisso e il prezzo di mercato maggiore/minore del prezzo fisso di riferimento.

L'accelerazione nell'installazione di impianti rinnovabili CAPEX-intensive e l'aumento di offerta di impianti che hanno costi di produzione nulli, e sono caratterizzati da profili di produzioni identici e guidati dalla fonte solare/eolica, negli ultimi anni sta cominciando a mostrare risultati significativi: nel 2025 si sono viste le prime ore a prezzo zero anche al nord Italia. Nel 2026, già a febbraio e

marzo si sono presentate aste con prezzi marginali nulli, anticipando di fatto la tendenza dello scorso anno, mentre aprile e maggio hanno evidenziato un forte passo avanti in tal senso. Purtroppo, a causa soprattutto delle temperature eccezionali dell'estate e del conseguente forte incremento della domanda elettrica, luglio ed agosto non hanno riscontrato alcun quarto d'ora a prezzo zero². Nella TAB. 6 che segue, le somme sono state normalizzate per tenere conto dell'introduzione di aste quartorarie a partire dal 1° ottobre 2025, e i mesi caratterizzati da aste quartorarie sono segnalati da un asterisco.

TAB. 6 - Ore/quarti d'ora a prezzo zero per zona di mercato nel 2025/2026

	NORD	CNOR	CSUD	SUD	CALA	SICI	SARD	SOMMA
Gennaio 2025	0	0	0	0	0	0	12	12
Febbraio 2025	0	0	0	0	0	0	15	15
Marzo 2025	0	0	0	0	0	9	1	10
Aprile 2025	0	0	0	0	0	0	27	27
Maggio 2025	1	1	1	1	1	1	5	11
Giugno 2025	9	9	11	11	11	11	16	78
Luglio 2025	0	0	0	2	2	2	26	32
Agosto 2025	0	0	0	0	0	0	31	31
Settembre 2025	0	0	0	0	0	0	0	0
Ottobre 2025*	0	0	0	170	177	177	37	140
Novembre 2025*	0	0	0	0	0	0	0	0
Dicembre 2025*	0	0	0	0	0	0	0	0
Gennaio 2026*	0	0	0	0	0	0	0	0
Febbraio 2026*	0	0	7	50	50	72	7	47
Marzo 2026*	0	0	0	69	69	69	31	60
Aprile 2026*	3	3	46	64	64	64	46	73
Maggio 2026*	67	67	67	269	367	367	367	393
Giugno 2026*	6	6	28	46	46	46	51	57
Luglio 2026*	0	0	0	0	0	0	0	0
Agosto 2026*	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale 2025	10	10	12	57	58	67	142	356
Totale 2026	19	19	37	125	149	155	126	629

Fonte: dati GME

² A partire dal 1° ottobre 2025, le aste sul Mercato elettrico del Giorno Prima sono passate da granularità oraria a quartoraria, quadruplicando di fatto il numero

delle stesse. Per approfondimenti, si veda la fonte in nota 1



Si delinea dunque un mercato elettrico in cui il gas perde il proprio ruolo di commodity marginale? Le evidenze appena mostrate dimostrano che uno scenario simile per l'Italia è ancora distante, ma che la tendenza di consolidamento del ruolo delle energie rinnovabili e degli accumuli potrà solo confermarsi, dati gli attuali progetti in corso di realizzazione e la piena implementazione degli strumenti di incentivazione e supporto.

5. Transizione energetica: tra elettrificazione e stranded asset

L'elettrificazione dei consumi, primariamente civili, è la leva principale di riduzione delle emissioni per due ragioni convergenti. La prima deriva da un tema di efficienza: il vettore elettrico converte l'energia primaria in servizio finale con rendimenti sistematicamente superiori a quelli del gas. Ad esempio, una pompa di calore non converte elettricità in calore, ma la impiega per trasferire da una zona all'altra il calore già presente nell'ambiente, "restituendo" un multiplo dell'energia elettrica assorbita, laddove una caldaia non può in nessun caso restituire più dell'energia contenuta nel combustibile che brucia; anche scontando le perdite di generazione e trasporto, il servizio reso per unità di energia primaria resta sensibilmente a favore dell'energia elettrica. La seconda è dinamica: a parità di energia richiesta, sul mix elettrico si può intervenire decarbonizzandolo progressivamente, mentre il contenuto di carbonio del gas resta invariato. Questa superiorità di principio non implica però una sostituibilità uniforme: nei comparti hard to abate (calore ad alta temperatura per vetro, ceramica, cemento e acciaio, o impieghi in cui il gas è materia prima di processo, come nella chimica di base) lo switch è

tecnicamente immaturo o economicamente proibitivo. Ne deriva uno scenario asimmetrico: una domanda potenzialmente in discesa nei segmenti elettrificabili, e un nucleo di consumi destinato a restare legato al gas ben oltre l'orizzonte dei target europei.

È su questa asimmetria che si innesta un nodo infrastrutturale. Le reti di trasporto e distribuzione del gas sono monopoli naturali, remunerati non attraverso il mercato ma da tariffe regolate che permettono il recupero del capitale investito lungo vite utili di diversi decenni. In una fase di contrazione strutturale dei volumi di gas consumato (situazione omogenea in pressoché tutti i paesi europei) il regolatore deve contemperare due esigenze distinte: garantire agli operatori ciò che era stato promesso sulla base del quadro regolatorio vigente al momento dell'investimento, ed evitare al tempo stesso che il recupero di quei costi gravi per periodi lunghi, e su una platea di utenti sempre più ristretta, su consumatori e imprese che non possono, allo stato attuale, fare a meno del gas.

Per questo motivo, si è da qualche tempo aperto tra i maggiori regolatori europei il problema regolatorio degli stranded assets sulle reti gas: chi sostiene il costo del capitale investito in infrastrutture dimensionate per una domanda che, secondo i piani decennali, dovrà ridursi, ma che nei fatti si riduce più lentamente di quanto la policy presupponga? Spesso, investimenti di ammodernamento della rete sono necessari, soprattutto a fronte dell'incertezza della dinamica dei consumi, ma ciò presuppone anche che tali investimenti poi vengano ripagati per decenni tramite tariffe regolate. Alcuni regolatori si sono già mossi cercando di prevenire il problema, applicando vari strumenti regolatori.³

³ Per un'analisi più dettagliata della regolazione europea sugli stranded assets e dello scenario regolatorio italiano, si veda il Position Paper n.325, //

WACC come strumento improprio di politica industriale: il caso del trasporto gas, Laboratorio REF, settembre 2026



Il fenomeno che i regolatori europei cercano in generale di prevenire non è tanto la sottoutilizzazione della rete in sé, quanto il rischio di innescare quella che in letteratura viene definita una spirale tariffaria (*utility death spiral*): una riduzione dei volumi di gas trasportati fa aumentare la tariffa unitaria necessaria a coprire i costi fissi della rete, il che a sua volta incentiva un'ulteriore riduzione della domanda da parte degli utenti rimasti, in un processo che tende ad autoalimentarsi nel tempo. La risposta indicata da ACER (l'Agenzia Europea dei Regolatori dell'Energia) per contenere questo rischio consiste principalmente nell'intervenire sul profilo temporale degli ammortamenti, e non sul costo del capitale riconosciuto: un ammortamento più rapido riduce più velocemente il valore residuo degli asset su cui si calcola la tariffa, alleggerendo così il costo unitario a carico degli utenti che restano connessi alla rete, mentre una riduzione del WACC inciderebbe sul rendimento riconosciuto agli investitori senza modificare la relazione tra tariffa unitaria e volumi trasportati che alimenta la spirale.

Lo strumentario a disposizione dei regolatori europei per gestire questa fase di transizione comprende anche i conti regolatori per l'allocazione dei costi tra periodi tariffari successivi, già utilizzati in Belgio e in Germania per trattenere o ridistribuire ricavi nel tempo, e richiamati esplicitamente dal regolamento (UE) 2024/1789 come meccanismo applicabile anche alle reti gas in fase di transizione, oltre alle clausole di revisione periodica, che permettono di aggiornare la regolazione al manifestarsi di scenari diversi da quelli previsti (un'accelerazione della dismissione della rete, una revisione dei piani di

conversione a idrogeno), senza per questo modificare il tasso di remunerazione riconosciuto. Il confronto tra le giurisdizioni europee mostra un orientamento in prevalenza convergente. Il rapporto ACER/DNV del 2023⁴ sulla regolazione futura delle reti gas, che costituisce la rassegna più sistematica delle pratiche regolatorie europee attualmente disponibile, esamina strumenti quali il trasferimento di asset dalla base tariffaria (RAB, *regulatory asset base*, ossia il valore degli investimenti riconosciuto ai fini del calcolo delle tariffe) del gas naturale a quella dell'idrogeno, l'allocazione del costo di sottoutilizzo tra utenti presenti e futuri, e l'estensione delle vite utili tecniche degli asset oltre la loro vita regolatoria. Un'impostazione analoga si ritrova nei documenti del CEER (il Consiglio dei regolatori europei dell'energia) sugli *stranded assets*, pubblicati nel 2020 e nel 2025, che indicano come strumentario di riferimento gli ammortamenti degressivi, gli accantonamenti e i conti regolatori.

Nel Regno Unito Ofgem, l'autorità di regolazione dei mercati energetici britannica, ha affrontato la questione nell'ambito del ciclo regolatorio RIIO-3 scegliendo l'ammortamento accelerato per i nuovi investimenti nella rete di distribuzione gas, mantenendo invece invariato il profilo di ammortamento della rete di trasporto, ritenuta più facilmente riconvertibile ad altri usi.

In Germania, la Bundesnetzagentur ha adottato nel settembre 2024 la determinazione denominata KANU 2.0, osservando che una parte significativa della rete gas non sarà più utilizzata dopo il 2045. La risposta regolatoria comprende una maggiore flessibilità sulle vite utili contabili dei cespiti esistenti, una riduzione delle vite utili applicate ai nuovi cespiti rispetto allo storico compreso tra 45 e 65 anni, la costituzione di

⁴ ACER/DNV, Study on Future Regulatory Decisions on Natural Gas Networks: Repurposing, Decommissioning and Reinvestments, 2023



accantonamenti per la dismissione finanziati attraverso il meccanismo tariffario (revenue cap), e una distinzione regolatoria esplicita tra reti convertibili a idrogeno o biometano e reti destinate alla progressiva dismissione.

In Austria, il regolatore E-Control ha introdotto un WACC esplicitamente differenziato tra cespiti esistenti e nuovi investimenti, fissando il tasso applicato ai nuovi investimenti al 6,24% per il 2025, con aggiornamento annuale sulla base della media degli ultimi dodici mesi, proprio allo scopo di riflettere l'evoluzione del rischio nel tempo: una differenziazione che opera nella direzione di un aumento del tasso di remunerazione sui nuovi investimenti.

Il regolatore olandese ACM, infine, utilizza un ammortamento degressivo, che concentra il recupero del capitale nei primi anni di vita del cespite. È, inoltre, passato a un WACC espresso in termini nominali per ridurre la volatilità tariffaria nel tempo, e ha posto esplicitamente la questione di una revisione al rialzo dei premi per il rischio applicati ai nuovi investimenti.

Su questo sfondo si colloca l'orientamento prospettato in Italia. Il 12 maggio 2026 ARERA (l'Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente) ha pubblicato il documento di consultazione DCO 165/2026/R/gas, primo atto della procedura che porterà alla definizione del settimo periodo regolatorio del trasporto e della misura del gas naturale (il cosiddetto 7PRT, in vigore dal 1° gennaio 2028), ossia il quadro di regole con cui l'Autorità stabilisce le tariffe e la remunerazione riconosciuta ai gestori delle reti di trasporto gas. Tra le linee di intervento indicate fin dalla delibera di avvio (16/2026/R/gas) figura una misura pensata per gestire il rischio di sottoutilizzo futuro delle infrastrutture: una remunerazione ridotta su un perimetro circoscritto di investimenti, che comprende lo sviluppo di nuova capacità di trasporto, lo sviluppo della rete in aree

di nuova metanizzazione e la sostituzione di metanodotti non motivata da ragioni di sicurezza dell'esercizio. Restano invece esclusi da questa misura, e quindi continuerebbero a essere remunerati al tasso ordinario, gli allacciamenti, gli interventi motivati dalla sicurezza degli approvvigionamenti e le infrastrutture destinate al biometano e ad altri gas rinnovabili.

Il documento quantifica l'entità dell'intervento previsto in una riduzione del WACC di circa il 15-20% rispetto al livello in vigore per il 2026, equivalente a 80-110 punti base. La finalità dichiarata è fornire alle imprese regolate un incentivo implicito a adottare un approccio più selettivo nella scelta dei futuri investimenti, in modo da ridurre il rischio che tali investimenti si trasformino, in tutto o in parte, in costi non recuperabili. Si tratta, di fatto, di utilizzare il tasso di remunerazione del capitale non tanto come misura del rischio associato all'attività finanziata, quanto come leva volta a orientare la selezione degli investimenti.

Tuttavia, il rischio di un utilizzo futuro inferiore alle attese nel settore gas risulta in aumento strutturale, non in diminuzione per via delle misure precedentemente citate che, nel loro complesso, riducono le aspettative di flusso di cassa futuro generabile da queste infrastrutture. Applicare una riduzione del tasso di remunerazione agli investimenti più esposti a questo rischio, rischia di produrre un effetto di selezione avversa: i progetti più rischiosi risultano remunerati meno, anziché di più, e il segnale di prezzo che la regolazione trasmette agli operatori si scollega dal rischio effettivo dell'attività finanziata. Va inoltre osservato che questa impostazione si pone in una relazione non del tutto lineare con il quadro normativo europeo: il regolamento (UE) 2024/1789 richiede esplicitamente che le tariffe garantiscano un rendimento adeguato agli investimenti, e che



l'evoluzione tariffaria sia valutata anche in scenari di lungo periodo, fino al 2050, nell'ambito di piani decennali integrati di rete.

Vi è anche una seconda ragione, di natura più operativa, per cui il tasso di remunerazione non è considerato a livello comunitario lo strumento più appropriato per gestire questo tipo di rischio. Questa distinzione tra strumenti che agiscono sul profilo temporale dei flussi di cassa e strumenti che agiscono sul prezzo del rischio è emersa con chiarezza anche nel dibattito britannico attorno al RIIO-3 (l'attuale ciclo di regolazione per il settore energetico nel Regno Unito). Gli operatori di rete coinvolti nella consultazione hanno osservato che l'ammortamento accelerato proposto da Ofgem, pur restituendo capitale agli investitori più

rapidamente, non elimina il rischio sistematico di sottoutilizzo: il flusso di cassa residuo resta comunque esposto a un eventuale shock di domanda futuro, e la richiesta di un premio per il rischio più elevato, non più contenuto, resta quindi giustificata anche in presenza di un ammortamento più rapido. Il DCO 165/2026 non sembra al momento esplicitare questa distinzione: una riduzione del WACC non è uno strumento che sposta nel tempo i flussi di cassa, ma una riduzione permanente del rendimento riconosciuto, e applicarla con la stessa logica con cui si utilizzerebbe un ammortamento accelerato rischia di confondere due strumenti con funzioni economiche diverse.

TAB. 7 - Sintesi comparata degli strumenti regolatori sugli stranded assets gas

Paese / regolatore	Provvedimento	Strumento principale	Direzione sul WACC
Italia (ARERA)	DCO 165/2026/R/gas (7PRT)	Riduzione selettiva del tasso di remunerazione sugli investimenti più esposti a incagliamento	Riduzione (-15/-20%)
Regno Unito (Ofgem)	RIIO-3 (2024-2025)	Ammortamento accelerato (sum-of-digits, orizzonte 2050) sui nuovi cespiti di distribuzione	Invariato / più alto (6,36% nominale sull'equity)
Germania (BNetzA)	KANU 2.0 (settembre 2024)	Vite utili ridotte sui nuovi cespiti, accantonamenti per la dismissione nel revenue cap	Non utilizzato come leva
Austria (E-Control)	Metodologia WACC 2025	WACC differenziato tra cespiti esistenti e nuovi investimenti, aggiornato su base annuale	Aumento sui nuovi investimenti (6,24%)
Paesi Bassi (ACM)	Metodologia tariffaria gas	Ammortamento degressivo, passaggio a WACC nominale, revisione al rialzo dei premi di rischio	Non ridotto (preso in considerazione aumento su nuovi investimenti)



Il quadro che emerge dal confronto europeo è abbastanza definito (si veda TAB. 7). I regolatori europei considerati intervengono sul rischio di sottoutilizzo con strumenti coerenti con la natura dei costi sottostanti. In questi casi il tasso di remunerazione del capitale mantiene la propria funzione di prezzare il rischio, e quando viene modificato lo è in aumento sui nuovi investimenti, non in riduzione. L'orientamento prospettato dal DCO 165/2026, che condivide con le altre esperienze la diagnosi del problema, si muove invece su un piano diverso quanto agli strumenti, utilizzando la riduzione selettiva del tasso di remunerazione come leva per disincentivare direttamente una categoria di investimenti. Non si tratta soltanto di una differenza nell'intensità della risposta regolatoria, ma di una differenza nella logica sottostante: impiegare il costo del capitale come leva di indirizzo degli investimenti, anziché come misura del rischio, colloca l'orientamento italiano in una posizione distinta rispetto alle altre esperienze regolatorie europee esaminate. Trattandosi di un documento di consultazione, resta da vedere se e in che misura il perimetro e l'entità della misura verranno rimodulati alla luce delle osservazioni degli operatori.

6. Conclusioni

I temi trattati possono essere ricondotti a una tensione comune, tra la velocità con cui l'Italia sta effettivamente riducendo la propria dipendenza dal gas naturale e la velocità con cui le politiche di decarbonizzazione presuppongono che tale dipendenza si riduca. Sul fronte dei prezzi, l'Italia ha attraversato tre fasi distinte nell'arco di un decennio: un periodo pre-2022 basato prevalentemente su contratti di importazione via gasdotto a lungo termine, la rottura acuta legata alla guerra in Ucraina, e un nuovo assetto, dal 2024 in avanti, strutturato in misura crescente attorno al gas naturale liquefatto. Da quest'ultimo l'Italia ha ereditato un livello dei prezzi più alto (così come il resto dell'Europa), un premio di

prezzo mediamente più stabile rispetto al passato, ma anche un'esposizione diretta a shock geopolitici estranei al contesto europeo, come ha mostrato con evidenza la crisi dello Stretto di Hormuz nel 2026, e una lieve perdita di competitività con l'Asia sul fronte delle commodity energetiche. Sul fronte della domanda, il tasso di elettrificazione italiano è rimasto sostanzialmente invariato nell'arco dell'ultimo decennio, con il settore residenziale, che è anche il comparto maggiormente legato ai consumi di gas, ancora indietro rispetto alla media europea. La leva più diretta per ridurre in modo strutturale la dipendenza dal gas naturale è anche quella che si sta muovendo più lentamente.

È in questo scarto tra i tempi della domanda e i tempi della regolazione che si colloca il tema degli stranded assets nelle reti gas. Se la rete di trasporto e distribuzione continua a essere utilizzata su livelli prossimi a quelli attuali più a lungo di quanto previsto dai piani decennali, il rischio di capitale non pienamente recuperato non si annulla, ma si sposta nel tempo, e cambia semplicemente il soggetto chiamato a sostenerlo: gli utenti attuali, gli utenti futuri o gli operatori di rete stessi. La rassegna delle esperienze regolatorie europee condotta in questo capitolo mostra che la risposta prevalente è consistita nell'adeguare gli strumenti contabili e tariffari a questo rischio, tramite ammortamenti, accantonamenti e conti regolatori, mantenendo il tasso di remunerazione come misura del rischio, o aumentandolo sui nuovi investimenti. L'orientamento che ARERA sta valutando per il settimo periodo regolatorio del trasporto gas italiano si muove in direzione diversa. La sua definizione finale inciderà in modo significativo su come l'Italia distribuirà, tra i consumatori attuali e quelli futuri, questa parte di costo della transizione energetica.



4. QUALE POLITICA MONETARIA A FRONTE DI UNO SHOCK ENERGETICO

Angelo Baglioni*

- *La politica monetaria non può eliminare la causa originaria dell'inflazione dovuta ad uno shock energetico, ma può evitare che l'aumento iniziale dei prezzi si trasformi in un processo inflazionistico persistente - attraverso le aspettative - e generi una spirale prezzi-salari.*
- *La credibilità della banca centrale costituisce un importante fattore di stabilizzazione. Mantenere ancorate le aspettative di inflazione al target annunciato consente di ridurre il rischio di effetti di "second round".*
- *L'esperienza del 2021-2023 mostra i costi di una reazione tardiva della banca centrale. L'aver inizialmente considerato temporaneo lo shock inflazionistico ha reso necessaria, successivamente, una delle più rapide e intense strette monetarie nella storia dell'area euro.*
- *L'esperienza maturata negli anni precedenti ha contribuito a formare la posizione della BCE di fronte al nuovo shock energetico. La banca centrale ha scelto un intervento più tempestivo, sia per evitare un disancoraggio delle aspettative di inflazione, sia per il rischio che la crisi mediorientale abbia effetti duraturi anche in caso di risoluzione del conflitto.*
- *Lo shock energetico del 2026 presenta caratteristiche in parte diverse rispetto a quello precedente legato al conflitto Russia - Ucraina. La crisi legata al conflitto in Iran e alla chiusura dello Stretto di Hormuz ha una dimensione più globale e un impatto maggiore sulle catene internazionali di produzione. Può quindi produrre effetti più estesi sia sull'inflazione sia sulla crescita economica.*
- *Nella fase di avvio della sua presidenza alla Fed, Kevin Warsh ha posto molta enfasi sulla stabilità dei prezzi (all'interno del dual mandate) e ha proposto una concezione più circoscritta dell'indipendenza della banca centrale, limitata alla conduzione operativa della politica monetaria. Il neo-presidente sembra poco incline alla trasparenza e nettamente contrario alla forward guidance.*

Introduzione

Questo capitolo analizza la risposta della politica monetaria ad uno shock energetico, prendendo come riferimento il conflitto in Iran e la conseguente interruzione dei traffici attraverso lo Stretto di Hormuz. L'obiettivo è mostrare come uno shock originato dal lato dell'offerta si trasmetta all'intero sistema economico e quali criteri guidino le scelte delle principali banche centrali, con particolare attenzione alla Banca Centrale Europea e alla Federal Reserve statunitense. Un secondo obiettivo consiste nel mettere a confronto la gestione dello shock del

2026 con quella della crisi inflazionistica del 2021-2023, evidenziando come le lezioni maturate durante quell'esperienza abbiano influenzato le decisioni successive.

Il capitolo è organizzato in quattro parti. La prima presenta il quadro teorico necessario per comprendere la relazione tra shock energetici, inflazione e politica monetaria, illustrando il ruolo delle aspettative di inflazione, della credibilità delle banche centrali e dei meccanismi attraverso cui un aumento dei prezzi dell'energia può trasformarsi in un'inflazione persistente. La seconda ripercorre l'esperienza dell'area euro nel

* Università Cattolica del Sacro Cuore



biennio 2021-2022, quando una risposta inizialmente prudente della BCE fu seguita da una delle più rapide strette monetarie della sua storia. La terza parte esamina la reazione della BCE allo shock energetico del 2022, mettendo in evidenza le differenze rispetto alla crisi precedente e le ragioni che hanno indotto l'istituto di Francoforte ad adottare un intervento più tempestivo. Infine, l'ultima sezione analizza il cambiamento ai vertici della Federal Reserve e le prime decisioni della presidenza di Kevin Warsh, discutendone le possibili implicazioni per la strategia di politica monetaria e per l'indipendenza della banca centrale americana.

1. Il quadro concettuale: politica monetaria e shock da offerta

Quando si verifica un forte aumento del prezzo dell'energia, come nel caso di uno shock petrolifero o di un improvviso rincaro del gas naturale, molte persone si chiedono perché le banche centrali reagiscano aumentando i tassi di interesse. A prima vista, questa scelta può sembrare controintuitiva: se il problema nasce da una carenza o dall'aumento del costo dell'energia, perché rendere più costosi i prestiti per famiglie e imprese? Per comprendere questa decisione, occorre distinguere tra l'origine dell'inflazione e il modo in cui essa si diffonde nell'economia. Uno shock energetico è un tipico esempio di *shock di offerta*. Quando il prezzo dell'energia aumenta, le imprese devono sostenere costi di produzione più elevati. Poiché l'energia è utilizzata in quasi tutti i processi produttivi e nei trasporti, il rincaro tende a propagarsi all'intera economia. Le imprese aumentano i prezzi dei beni e dei servizi per compensare i maggiori costi e, di conseguenza, il tasso di inflazione cresce.

La banca centrale non può eliminare direttamente questo fenomeno. Un aumento dei tassi di interesse non farà diminuire il prezzo del petrolio né aumenterà la disponibilità di gas naturale. Per questo motivo si dice spesso che la politica monetaria non può curare la causa dello shock energetico. Tuttavia, essa può influenzarne gli effetti successivi. Il rischio principale è che l'inflazione, che ha avuto origine nel settore energetico, si trasformi in un fenomeno più generale e persistente. Se i lavoratori osservano che i prezzi stanno aumentando rapidamente, potrebbero chiedere aumenti salariali per difendere il proprio potere d'acquisto. A loro volta, le imprese potrebbero trasferire questi maggiori costi salariali sui prezzi finali. Si potrebbe così innescare una *spirale prezzi-salari*, che mantiene elevata l'inflazione anche *dopo* che lo shock energetico iniziale si sia attenuato.

È proprio per evitare questa dinamica che interviene la banca centrale. Aumentando i tassi di interesse, essa riduce la *domanda aggregata* nell'economia: questo è il canale di trasmissione della politica monetaria, anche se lo shock inflazionistico ha avuto origine dal lato dell'offerta. Prestiti e mutui diventano più costosi, famiglie e imprese tendono a spendere e investire meno e la crescita economica rallenta. Una domanda meno intensa rende più difficile per le imprese continuare ad aumentare i prezzi e contribuisce a contenere le pressioni inflazionistiche.

Ma vi è un secondo motivo, forse ancora più importante: la *credibilità* della politica monetaria¹. Come è noto, le banche centrali perseguono un obiettivo di stabilità dei prezzi, quantificato in un target di inflazione intorno al 2%. Se di fronte a un forte aumento dell'inflazione esse non reagissero,

¹ La letteratura sulla credibilità degli obiettivi di inflazione annunciati dalle banche centrali, originata dal fondamentale contributo di Barro e Gordon (1983),

è molto vasta e non è questa la sede per riassumerla. Per chi è interessato, si veda Walsh (2017), capitoli 6 e 8.



famiglie, imprese e mercati finanziari potrebbero concludere che la banca centrale sia disposta a tollerare aumenti dei prezzi superiori al target del 2%: l'obiettivo annunciato dalla banca centrale perderebbe così di credibilità. In tal caso, le aspettative di inflazione salirebbero e l'inflazione stessa diventerebbe più difficile da controllare: un aumento del tasso di inflazione *atteso* si traduce facilmente in un aumento di quello *effettivo*, attraverso il comportamento dei partecipanti ai mercati dei beni, dei servizi e del lavoro. L'aumento dei tassi serve quindi anche come *segnale*. La banca centrale comunica agli operatori economici che, a fronte dello shock energetico che fa deviare il tasso di inflazione dal target del 2%, essa resta determinata a riportare l'inflazione verso il proprio obiettivo nel medio periodo. Se questo messaggio è credibile, le aspettative di inflazione rimangono ancorate e il processo di rientro dell'inflazione diventa meno costoso.

Naturalmente questa strategia comporta dei costi. Uno shock energetico tende già di per sé a ridurre il reddito reale delle famiglie e a rallentare l'attività economica. Un aumento dei tassi di interesse può accentuare temporaneamente questa debolezza, causando una crescita più lenta e talvolta un aumento della disoccupazione. Per questo motivo le banche centrali raramente cercano di riportare immediatamente l'inflazione al livello desiderato. Nella maggior parte dei casi adottano una strategia graduale, accettando che l'inflazione rimanga temporaneamente sopra l'obiettivo pur evitando che si radichi nelle aspettative e nei comportamenti economici.

Il ragionamento appena fatto ci fornisce una importante lezione: è importante che l'intervento della banca centrale sia *tempestivo*. Il problema della spirale inflazionistica nasce quando la banca centrale ritarda il suo intervento. In questo caso, l'inflazione iniziale può progressivamente incorporarsi nei contratti salariali, nelle decisioni

di prezzo delle imprese e nelle aspettative dei mercati finanziari. L'inflazione non dipende più soltanto dall'aumento del costo dell'energia, ma viene alimentata da meccanismi interni all'economia. Per interrompere questi meccanismi la banca centrale deve allora esercitare una pressione più forte sulla domanda aggregata, aumentando i tassi di interesse in misura maggiore e per un periodo più lungo rispetto al caso in cui fosse intervenuta per tempo evitando che l'inflazione si radicesse nelle aspettative. In altre parole, una stretta monetaria tempestiva può essere sufficiente a mantenere ancorate le aspettative di inflazione; una stretta ritardata rischia invece di rendere necessarie misure più severe. Questo significa che il costo economico finale può risultare più elevato, con una crescita più debole e un aumento più marcato della disoccupazione. In sintesi, il rischio di una reazione tardiva della politica monetaria non è soltanto un'inflazione più elevata nel breve periodo, ma il fatto che essa renda necessario, in seguito, un aumento dei tassi di interesse più aggressivo e potenzialmente più costoso per l'intera economia.

2. La lezione del 2021 - 2022: Bce in ritardo sullo shock inflazionistico

Secondo una diffusa interpretazione, la risposta inizialmente prudente della Bce all'aumento dei prezzi dell'energia nel 2021 contribuì a rendere necessaria una successiva e più aggressiva stretta monetaria. Questa tesi si fonda sul quadro concettuale che abbiamo esposto nella sezione precedente: quando un'inflazione elevata persiste per un periodo prolungato senza una risposta adeguata della politica monetaria, le aspettative di inflazione rischiano di modificarsi, rendendo più costoso il successivo ritorno alla stabilità dei prezzi.

L'origine dell'inflazione che ha colpito l'Europa tra il 2021 e il 2023 è riconducibile a una serie di shock



straordinari. Dopo la pandemia di Covid-19, la rapida ripresa dell'attività economica mondiale si scontrò con gravi difficoltà nelle catene di approvvigionamento internazionali. A ciò si aggiunse un forte aumento dei prezzi dell'energia, già evidente nel corso del 2021 e successivamente aggravato dalle tensioni geopolitiche culminate nell'invasione russa dell'Ucraina nel febbraio 2022. L'inflazione nell'area euro iniziò ad aumentare prima dello scoppio della guerra, segnalando che le pressioni sui prezzi stavano assumendo una dimensione più ampia del solo shock energetico.

In questa fase la BCE adottò una posizione relativamente accomodante. Le autorità monetarie ritenevano che gran parte dell'aumento dell'inflazione fosse di natura *temporanea* e che il venir meno dei colli di bottiglia produttivi e logistici avrebbe favorito un graduale rientro delle tensioni sui prezzi. A fronte di uno shock inflazionistico ritenuto temporaneo, sembrava corretto non intervenire con una stretta monetaria: data la temporaneità dello shock, questa linea di politica monetaria non avrebbe compromesso la credibilità della Bce nel perseguire l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Inoltre, l'economia europea stava ancora uscendo dalla recessione provocata dalla pandemia e un irrigidimento prematuro della politica monetaria avrebbe potuto compromettere la ripresa. Per questi motivi, i tassi di interesse rimasero a livelli estremamente bassi per gran parte del 2021 e nei primi mesi del 2022.

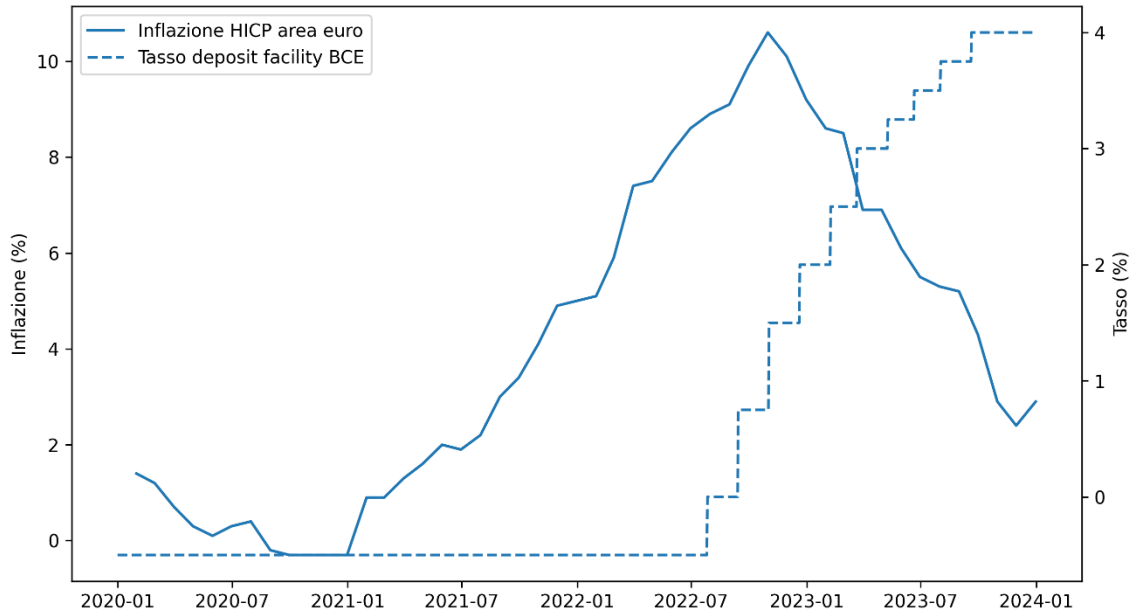
Tuttavia, alla prova dei fatti questa valutazione si rivelò eccessivamente ottimistica. Con il passare dei mesi, l'inflazione non solo rimase elevata, ma iniziò a diffondersi a un numero crescente di beni e servizi. L'aumento dei prezzi non riguardava più soltanto energia e materie prime, ma coinvolgeva progressivamente l'intera economia. In altre parole, uno shock inizialmente concentrato in

alcuni settori si stava trasformando in un fenomeno inflazionistico generalizzato. Quando la Bce – come altre banche centrali – riconobbe che l'inflazione era più persistente del previsto, fu costretta ad avviare una delle più rapide strette monetarie della sua storia, per evitare che le aspettative di inflazione si “disancorassero” dal target del 2%. Nell'arco di poco più di un anno, tra il luglio 2022 e il settembre 2023, i tassi di interesse ufficiali furono aumentati di 4,5 punti percentuali: si veda la FIG. 1, dalla quale emerge il ritardo con cui il tasso sulla deposit facility si è mosso rispetto all'impennata dei prezzi al consumo nell'area euro. L'obiettivo dichiarato di questa manovra restrittiva non era soltanto quello di contenere la domanda aggregata, agendo così sul tasso corrente di inflazione, ma anche e soprattutto quello di riaffermare l'impegno della Bce verso la stabilità dei prezzi e mantenere così la sua credibilità anti-inflazionistica.

Questo episodio rappresenta un esempio concreto del principio secondo cui una risposta tardiva ad uno shock inflazionistico può costringere una banca centrale ad adottare successivamente rialzi dei tassi di interesse più aggressivi per ristabilire la stabilità dei prezzi, generando così maggiori costi per l'economia.



FIG. 1 – Inflazione e tasso di policy Bce (2020 - 2023)



3. Guerra in Iran e reazione di politica monetaria

3.1 L'approccio della Bce

L'esperienza degli anni 2021 – 2023 ha contribuito a formare la posizione della Bce di fronte allo shock energetico esploso nel 2026, dovuto alla guerra in Iran e alla chiusura dello stretto di Hormuz. Rispetto allo shock precedente, quello di quest'anno ha una natura più globale. Quello del 2022 derivava in massima parte dalla invasione dell'Ucraina da parte della Russia ed era quindi più locale, cioè europeo. Quello attuale ha una portata globale sia per l'importanza dello stretto di Hormuz a livello internazionale sia per il coinvolgimento diretto degli USA nel conflitto, oltre che di Iran e Israele: le implicazioni geopolitiche sono quindi di maggiore portata.

Rispetto ad uno shock locale, uno shock globale ha potenzialmente un maggiore impatto inflazionistico. Esso non impatta solo sul prezzo

dell'energia, ma anche su quello dei beni importati che abbiano un rilevante contenuto energetico. Tra questi non vi sono solo beni finali ma anche beni intermedi, rilevanti nelle catene globali di produzione. Anche l'impatto recessivo di uno shock globale può essere più forte rispetto ad uno shock locale, poichè agisce attraverso una riduzione della domanda internazionale di beni e quindi ha un effetto negativo sulle esportazioni.

La Bce distingue tra "first round effects" e "second round effects" di uno shock inflazionistico²: si veda la Figura 2. Nel linguaggio della Bce, questa distinzione riflette il quadro concettuale che abbiamo delineato nella sezione 1. I first round effects comprendono l'impatto diretto che uno shock energetico ha sui prezzi dell'energia e l'effetto indiretto dovuto al fatto che l'energia è un input essenziale nei processi produttivi: quindi un aumento del suo prezzo rappresenta un aumento dei costi di produzione, che si riflette prima o poi

² Si veda ad esempio Lane (2026).

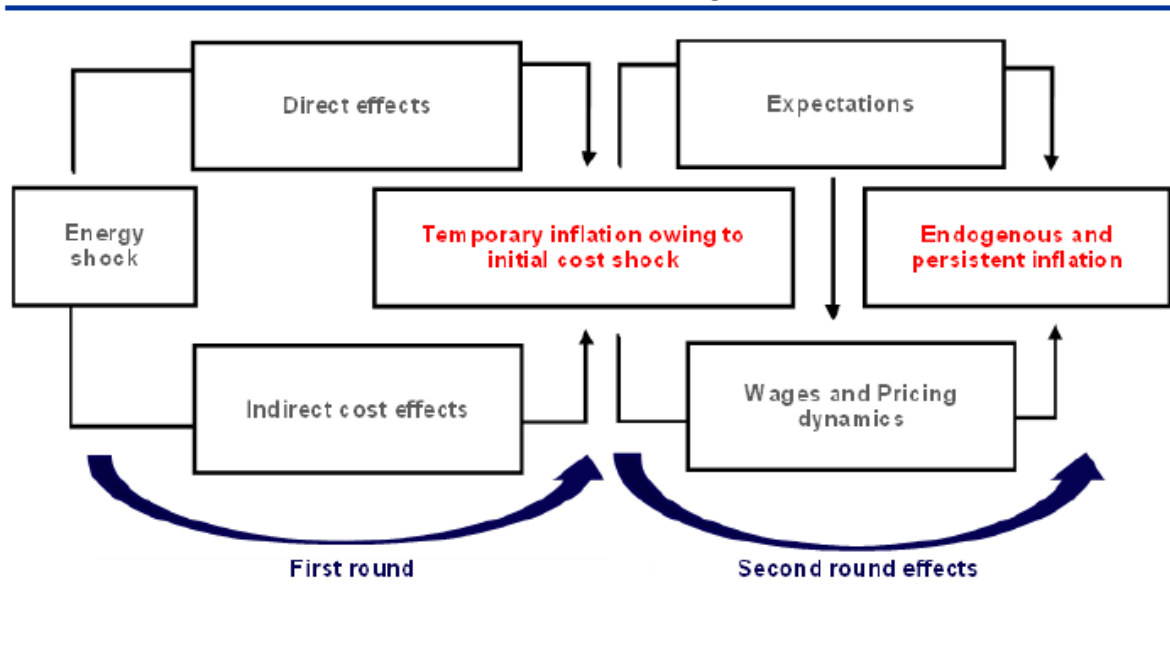


in un aumento dei prezzi dei beni e dei servizi non-energetici. I second round effects si riferiscono al fatto che l'iniziale impulso inflazionistico può generare, seppure con un certo ritardo, un aumento delle aspettative di inflazione, con richieste di adeguamento dei salari e revisioni dei margini delle imprese: quella che nella sezione 1 abbiamo chiamato "spirale prezzi - salari".

In relazione alla formazione delle aspettative di inflazione, lo shock di quest'anno presenta una differenza rispetto a quello del 2021 - 2022.

Quest'ultimo arrivava dopo un lungo periodo di inflazione bassa e stabile. Quello attuale arriva a pochi anni di distanza dallo shock precedente, che aveva improvvisamente portato l'inflazione a sfiorare il 10% nell'area euro. Di conseguenza, è plausibile che attualmente la "inflation attention" sia maggiore rispetto al 2022, e con essa la velocità di adeguamento delle retribuzioni e dei prezzi (second round effect) a seguito dell'iniziale incremento dei prezzi (first round effect).

FIG. 2 – Trasmissione di uno shock energetico inflazionistico



Fonte: Bce

Rispetto ad uno shock inflazionistico originato da un aumento della domanda aggregata (demand driven) uno shock energetico (supply driven) presenta alcuni canali che possono attenuarne l'impatto su prezzi. Per un paese, come l'area euro nel suo complesso, che è importatore netto di energia, un aumento del prezzo dell'energia rappresenta un peggioramento delle ragioni di

scambio con l'estero: questo comporta, ceteris paribus, una riduzione di reddito reale delle famiglie e di profitti per le imprese, e limita di conseguenza la domanda di beni di consumo e di investimento. Di fronte ad uno shock globale di natura geopolitica, le famiglie possono essere indotte ad aumentare il loro risparmio precauzionale e le imprese possono decidere di



rinvia iniziative di investimento: anche questi effetti hanno come conseguenza quella di ridurre la domanda aggregata corrente. Infine, la maggiore percezione del rischio può indurre le banche ad essere più selettive nella concessione del credito, rendendo più stringenti i vincoli finanziari e contribuendo così al contenimento della domanda aggregata.

Tutte queste ragioni possono giustificare una risposta più moderata della politica monetaria a fronte di uno shock inflazionistico da offerta rispetto al caso di uno shock da domanda. Inoltre, a fronte di uno shock temporaneo non sembra opportuno reagire immediatamente. La politica monetaria ha tipicamente effetti dilazionati nel tempo, ragion per cui sarebbe contro-produttivo reagire a shock temporanei: una reazione immediata rischierebbe di imporre costi ingiustificati all'economia reale. Si ricordi anche quanto abbiamo detto nella sezione 2: una deviazione temporanea dall'obiettivo di inflazione non dovrebbe avere un effetto rilevante sulla reputazione anti-inflazionistica della banca centrale. Queste ragioni indussero la Bce ad assumere un atteggiamento attendista nel 2021 e nella prima parte del 2022, a fronte dello shock inflazionistico allora in corso.

Tuttavia, un atteggiamento troppo attendista, a fronte della eventuale persistenza di uno shock inflazionistico, può minare la reputazione della banca centrale e "disancorare" (de-anchor) il tasso di inflazione atteso da quello obiettivo (2%). Se il meccanismo di formazione delle aspettative segue - almeno in parte - uno schema adattivo/estrapolativo (il tasso di inflazione atteso si adegua di periodo in periodo a quello osservato) allora l'osservazione di un tasso effettivo superiore al target per un periodo prolungato di tempo (un anno o più) può condurre gli operatori a rivedere verso l'alto la loro percezione del target

di inflazione perseguito di fatto dalla banca centrale, al di là degli annunci ufficiali. Inoltre, la mancata reazione della banca centrale, a fronte di una persistente deviazione dell'inflazione effettiva dal suo livello-obiettivo, può creare incertezza in relazione alla funzione di reazione della banca centrale stessa: a sua volta, questo può tradursi in una più elevata volatilità delle previsioni di inflazione. Ecco perché la banca centrale non deve essere precipitosa ma non deve neanche essere troppo attendista nel reagire ad uno shock inflazionistico: un problema di scelta delicato, di cui la Bce è consapevole, anche alla luce dell'esperienza degli ultimi anni³.

3.2 La stretta monetaria

A fronte dello shock energetico inflazionistico creato dalla guerra in Iran e dal connesso blocco dello stretto di Hormuz, la reazione della Bce è stata tempestiva. Nella riunione dell'11 giugno 2022, il Consiglio direttivo ha deciso all'unanimità di aumentare i tassi di policy di 25 punti base, portando il tasso-chiave, quello sulla deposit facility, al 2.25%. La decisione è stata presa a fronte di una revisione al rialzo della previsione di inflazione formulata dallo staff della Bce, che veniva portata al 3% per la headline inflation media del 2022, con la prospettiva di una dinamica dei prezzi al di sopra del target (2%) fino alla prima metà del 2023. La crescita dei prezzi energetici (energy price inflation) sfiorava in quella fase l'11%, ponendo rischi al rialzo per l'inflazione complessiva. In effetti, la crescita del costo dell'energia iniziava già ad esercitare il suo effetto sui prezzi dei beni e dei servizi: anche la previsione relativa alla core inflation (quella al netto di energia e generi alimentari) veniva rivista al rialzo al 2.5% per il 2022.

Ma soprattutto, il comunicato della Bce sottolineava il rischio che la crescita dei prezzi si

³ Si veda ancora Lane (2022).



propagasse attraverso effetti indiretti e di “second round”, che - come abbiamo detto più sopra - sono legati ad un aumento delle aspettative di inflazione. Naturalmente, questo rischio è tanto maggiore quanto più prolungata è la permanenza dei prezzi energetici, in particolare quello del petrolio, su livelli elevati e superiori alla media storica recente. Sotto questo profilo, la Presidente Lagarde sottolineava, nella conferenza stampa a seguito della riunione del Governing Council dell’11 giugno, che la crisi dello stretto di Hormuz è destinata ad avere effetti duraturi, anche in caso di risoluzione repentina della guerra e firma di un accordo di pace, a causa dei danni che la guerra stessa ha già prodotto alle infrastrutture energetiche in quella regione. Di conseguenza, lo shock dovuto a questi eventi non può essere considerato né temporaneo né piccolo. Per questi motivi, la Bce ha deciso di agire tempestivamente con un rialzo dei tassi di policy, nonostante nella stessa circostanza le previsioni di crescita siano state riviste al ribasso: la previsione di crescita media per il 2026, relativa all’area euro, si collocava allo 0.8%, con un downside risk rispetto allo scenario di base.

Nell’ riunione del 23 luglio scorso il Governing Council decise di non procedere ad ulteriori rialzi dei tassi di policy, a fronte di un quadro macroeconomico sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. La decisione di aumentare i tassi di un quarto di punto percentuale – portando il tasso sulla deposit facility al 2.5% – è stata presa nella riunione del 10 settembre, in concomitanza con la pubblicazione delle nuove previsioni macroeconomiche formulate dallo staff della Bce. Rispetto a quelle formulate a giugno, le previsioni sull’inflazione relative all’anno in corso sono rimaste invariate, mentre sono state riviste al rialzo quelle relative al biennio successivo. La convergenza del tasso di inflazione verso il target è prevista verso la fine del

2027. Ma soprattutto, il prolungarsi della crisi mediorientale e la persistenza dei prezzi di gas e petrolio sugli attuali elevati livelli aumentano il rischio di una propagazione della dinamica inflazionistica tramite effetti indiretti e di “second round”. Le aspettative d’inflazione su un orizzonte breve sono elevate, anche se quelle a più lungo termine rimangono per ora ancorate all’obiettivo ufficiale del 2%. D’altra parte, le previsioni di crescita per la zona euro, formulate dallo staff Bce, sono state riviste al rialzo per il biennio 2026-2027 (rispettivamente allo 0.9% e all’1.4%) rispecchiando una buona resilienza dell’economia europea allo shock energetico in corso.

4. La Fed di Kevin Warsh

4.1 I limiti all’indipendenza della Fed

Il 21 Aprile 2026 Kevin Warsh teneva il suo discorso al Senato degli USA, in occasione della cerimonia di nomina a Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System (si veda Warsh 2026, a). Dopo avere rivendicato la sua passata esperienza alla Fed, in qualità di membro del Board, che gli consentì di lavorare a fianco di Ben Bernanke all’epoca della grande crisi finanziaria del 2007/2008, Warsh affronta il tema del mandato e della indipendenza della Fed. Rispetto alla visione generalmente condivisa, che vede l’indipendenza della banca centrale come un valore da proteggere contro qualsiasi tentativo di interferenza da parte del potere politico, seppure bilanciata da un dovere di accountability sul suo operato, Warsh ha una visione parzialmente diversa.

Per prima cosa, Warsh non ritiene che l’indipendenza della Fed sia minacciata da esternazioni di esponenti del Government - quali Presidente, senatori e deputati – in relazione al livello dei tassi di interesse. In precedenza queste esternazioni erano sempre state viste con sospetto e come forzature da parte degli alti



esponenti della Fed e dagli osservatori, in particolare quelle spesso espresse con parole forti dall'attuale Presidente Trump. Secondo Warsh, queste esternazioni sono perfettamente legittime e non intaccano la "operational independence" della Fed.

In secondo luogo, Warsh afferma che l'indipendenza della Fed è limitata alla gestione operativa ("operational conduct") della politica monetaria, ma non deve andare oltre. Essa non si estende alle altre funzioni che il Congresso assegna alla Fed stessa: in particolare quella di regolazione e supervisione bancaria, nonché la sfera della finanza internazionale. Anzi, Warsh ritiene che l'indipendenza della Fed sia messa a rischio quando le sue azioni sconfinano nel campo delle politiche fiscali e sociali, per le quali la Fed non ha né l'autorità né la necessaria competenza. Per questo motivo, Warsh si impegna a lavorare con l'Amministrazione e il Congresso su tutte le materie non monetarie nelle quali la Fed sia chiamata ad agire. In sostanza, Warsh sembra disposto ad "auto-limitare" la sfera di indipendenza della Fed alla gestione tecnica della politica monetaria, demandando al governo e al parlamento il compito di assegnare gli obiettivi finali della politica monetaria stessa e di dare le direttive per tutte le altre politiche in cui la banca centrale sia coinvolta. Per sottolineare questo concetto, Warsh afferma esplicitamente che l'ultima parola *non* spetta al capo della Fed.

Bisognerà vedere col tempo quali saranno le conseguenze concrete di questo "passo indietro" annunciato da Warsh nel suo discorso di insediamento. Potenzialmente esso rappresenta una svolta rispetto alla tradizione del central banking, che assegna alla banca centrale una ampia autonomia, pur nel rispetto degli obiettivi finali assegnati dal government e accompagnata da canali di accountability. Ad esempio, sta al vertice della banca centrale il compito di

assegnare un contenuto quantitativo agli obiettivi di politica monetaria che le sono stati assegnati e quello di bilanciare i diversi obiettivi che rientrano nel suo mandato. Inoltre, il fatto che le misure di politica monetaria abbiano implicazioni di natura fiscale e sociale viene ritenuto normale e accettabile. Per quanto attiene alle altre materie, quali la supervisione bancaria, la banca centrale – così come le altre autorità indipendenti – deve senz'altro rispettare e applicare le leggi e i regolamenti vigenti, ma all'interno di queste dovrebbe godere di una sufficiente autonomia operativa, evitando di subire interferenze o addirittura ricevere istruzioni da parte del government.

4.2 Le prime mosse

La prima riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) della "era Warsh" (17 giugno 2026) ha segnato una svolta in senso restrittivo della politica monetaria statunitense, dovuta agli effetti inflazionistici del conflitto in Medio Oriente. I tassi di interesse di policy sono rimasti invariati (3.5% - 3.75% il target range per il federal funds rate). Tuttavia, le previsioni formulate dai partecipanti al FOMC hanno fatto intravedere un orientamento restrittivo: 9 partecipanti su 19 hanno previsto almeno un aumento dei tassi di interesse entro la fine dell'anno in corso, mentre nessuna indicazione in questa direzione era emersa nella precedente previsione (formulata a marzo). Anzi, in precedenza le aspettative di mercato erano orientate ad un ribasso dei tassi di policy: la nomina di Warsh era vista come una possibile apertura in questa direzione, almeno nelle intenzioni del presidente Trump.

Va notato che in realtà solo 18 membri del FOMC hanno partecipato alla previsione, nota come "dotplot", dato che il presidente Warsh non lo ha fatto, indicando implicitamente con questa mossa una certa sfiducia in questo strumento di forward



guidance. Sul piano della comunicazione, va anche notato che il comunicato, rilasciato a seguito della riunione del FOMC, è stato più stringato del solito, per non dire telegrafico. Sembra quindi che Warsh intenda rendere la comunicazione della Fed meno trasparente, quanto meno ancora più avara di indicazioni sulle future mosse della banca centrale. In effetti, nel suo intervento di fine agosto a Jackson Hole, Warsh ha confermato la sua visione, secondo cui la forward guidance era appropriata ai tempi della grande crisi finanziaria, ma non lo è più in tempi normali come quelli attuali, nei quali essa dovrebbe avere un ruolo limitato (si veda Warsh 2026, b).

Secondo il mandato assegnato dal Congresso americano alla Fed (dual mandate) questa deve assegnare lo stesso peso ai due obiettivi finali della politica monetaria: stabilità dei prezzi e piena occupazione. Nella letteratura economica, questo principio è stato formalizzato con una Taylor rule che assegna pesi 50%-50% ai due obiettivi: minimizzare le deviazioni dell'inflazione effettiva rispetto al livello target e gli scostamenti dell'output rispetto al livello potenziale. Tuttavia, l'attuale orientamento di policy della Fed sembra fare prevalere la stabilità dei prezzi sulla piena occupazione. Questa impressione è stata rafforzata dalla insistenza con la quale lo stesso Kevin Warsh ha sottolineato, nella conferenza a valle della riunione del FOMC di giugno, la determinazione della Fed a riportare il tasso di inflazione in linea con l'obiettivo del 2%. Non a caso le reazioni, sia della borsa sia del presidente Trump, sono state moderatamente negative a seguito della decisione del FOMC e dei risultati del dotplot. Nel suo intervento a Jackson Hole, Warsh ha confermato l'analisi della Fed: l'economia statunitense è forte, con investimenti in rapida crescita (trainati dal settore della AI), con profitti delle imprese anch'essi in forte crescita (+20%

nell'ultimo anno) e con un mercato del lavoro in linea con la piena occupazione (tasso di disoccupazione al 4.1%). L'inflazione rimane invece troppo alta (3.7% la variazione annuale dell'indice dei prezzi al consumo) e ben superiore al target del 2%. Di conseguenza, la preoccupazione principale ("predominant focus") della Fed è attualmente la stabilità dei prezzi.

L'orientamento in senso restrittivo della attuale politica monetaria statunitense è stato confermato nella riunione del FOMC di fine luglio: i tassi di policy sono rimasti invariati, ma in questa occasione tre membri (su dodici votanti) hanno votato contro questa decisione e si sono espressi a favore di un rialzo di una quarto di punto percentuale del target range per il federal funds rate.

Sul fronte dell'assetto operativo della politica monetaria (operational framework) il cambio di presidenza della Fed non ha portato, almeno per ora, novità. Il FOMC ha ribadito – nei suoi comunicati di giugno e luglio – la volontà di mantenere ampia liquidità ("ample reserves") nel sistema bancario. Si tratta dell'assetto emerso a seguito dell'uscita dalle politiche di Quantitative Easing degli anni scorsi: un processo che ha condotto ad un ritorno ad una gestione della politica monetaria basata sul controllo dei tassi di interesse – anziché sui programmi di acquisto di titoli sul mercato – in un contesto di ampia liquidità e di tassi di mercato che si mantengono stabilmente ancorati al "pavimento", costituito dal tasso a cui vengono remunerate le riserve bancarie (il cosiddetto "floor system")⁴. A questo fine, l'Open Market Desk della Fed di New York è delegato ad effettuare operazioni in titoli di stato finalizzate a mantenere elevato il livello delle riserve bancarie; allo stesso tempo, continua il reinvestimento dei proventi derivanti dalla scadenza dei titoli in portafoglio ("roll over").

⁴ Per maggiori dettagli, rimando a Baglioni (2024).



5. Conclusioni

In questo capitolo abbiamo inserito la reazione della Bce e della Fed allo shock inflazionistico, dovuto alla guerra in Medio Oriente, in un quadro concettuale che consenta di analizzare la politica monetaria a fronte di uno shock energetico. Nonostante lo shock provenga dal lato dell'offerta, la stretta monetaria agisce dal lato della domanda, rendendo più costosi gli investimenti di imprese e famiglie. Questa reazione della banca centrale non è solo volta a contenere la dinamica corrente dei prezzi. Anzi, lo scopo principale è lanciare un segnale al mercato, comunicando che essa è determinata a riportare l'inflazione verso il suo obiettivo di medio periodo: la credibilità del target di inflazione annunciato è fondamentale per ancorare le aspettative di inflazione e per evitare una spirale prezzi-salari, ovvero i "second-round effects" nel linguaggio della Bce.

A fronte dello shock inflazionistico del 2021 – 2022, la Bce (come altre banche centrali) ha inizialmente tenuto un atteggiamento attendista, nella speranza che lo shock energetico dovuto all'invasione della Ucraina fosse di natura temporanea: in questa visione, la non-reazione della politica monetaria non avrebbe minato la credibilità della banca centrale. Quando divenne evidente che lo shock era più persistente del previsto, la Bce reagì con una rapida e aggressiva stretta monetaria: tra luglio 2022 e settembre 2023, i tassi di interesse di policy vennero alzati di 4,5 punti percentuali.

L'esperienza degli anni 2021 – 2023 ha contribuito a formare la posizione della Bce a fronte dello shock energetico di quest'anno, dovuto alla guerra in Iran e al blocco dello stretto di Hormuz. La reazione della Bce è stata in questo caso tempestiva: in giugno, a fronte di una previsione di inflazione del 3% per l'anno in corso – superiore sì ma non di molto rispetto al target del 2% – la banca centrale ha aumentato i tassi di policy di un

quarto di punto percentuale. A questo aumento si è aggiunto quello deciso il 10 settembre scorso, che ha portato il tasso sulla deposit facility al 2.5%: in questa occasione, il Governing Council ha preso atto del fatto che il conflitto in Medio Oriente continua ad esercitare una pressione inflazionistica significativa e che il tasso d'inflazione è destinato a rimanere al di sopra del target Bce per un prolungato periodo di tempo.

Nel suo discorso di insediamento, il neo-presidente della Fed, Kevin Warsh, ha affermato la sua visione sulla indipendenza della banca centrale: essa è limitata alla gestione operativa della politica monetaria, mentre l'ultima parola sugli obiettivi finali della politica monetaria e sugli altri compiti della banca centrale spetta al governo e al parlamento. Peraltro, all'interno del dual mandate assegnatole dal Congresso, la Fed dà attualmente priorità alla stabilità dei prezzi rispetto all'obiettivo di piena occupazione, tenendo conto della forza dell'economia statunitense e del livello di inflazione ben sopra il target. Sul piano della comunicazione, il neo-presidente intende abbandonare la forward guidance, preferendo un approccio basato sulle informazioni in arrivo (data-dependent) con decisioni prese volta per volta (meeting-by-meeting): in questo senso si è espresso al forum dei banchieri centrali di Sintra (luglio 2026) e al simposio di Jackson Hole (agosto 2026). La Fed sembra seguire una linea di minore trasparenza rispetto alla Bce: questa, pur avendo anch'essa abbandonato la forward guidance, è più generosa di informazioni relative al quadro di riferimento che determina le decisioni di politica monetaria.



Riferimenti bibliografici

- Baglioni A. (2024), *Monetary policy implementation. Exploring the New Normal in central banking*, Palgrave Macmillan – Springer Nature.
- Barro R. e D. Gordon (1983), *Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy*, Journal of Monetary Economics, 12(1).
- Lane P. (2026), *Analytical perspectives on energy supply shocks*, discorso del 13 maggio al Centre for European Reform, Londra.
- Walsh C. (2017), *Monetary theory and policy*, MIT Press (quarta edizione).
- Warsh K. (2026, a), *Opening statement*, Nomination to be Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, Committee on Banking Housing and Urban Affairs – United States Senate, 21 Aprile.
- Warsh K. (2026, b), *In our time*, intervento al symposium organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 28 agosto 2026.



5. SHOCK ENERGETICI E IMPATTO SULLA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA

Paolo Balduzzi ♦

- *Gli anni '20 del nuovo secolo hanno presentato sfide storiche per l'umanità che, a loro volta, hanno messo in crisi i bilanci e le finanze pubbliche delle nazioni.*
- *Gli shock energetici hanno avuto un effetto evidente sul tasso d'inflazione di molti paesi, tra cui l'Italia.*
- *L'andamento delle principali variabili di finanza pubblica negli ultimi dieci anni mostra chiari collegamenti con gli shock energetici, e quindi con i prezzi di questi e altri beni, sia sul lato delle entrate sia su quello delle spese.*
- *Le componenti della spesa pubblica maggiormente influenzate dalla crisi energetiche sono state le entrate fiscali (cioè le imposte dirette e indirette), la spesa e il debito pubblico.*
- *Sul lato delle entrate, attraverso l'inflazione la crisi energetica ha contribuito ad aumentare il gettito di imposte come Irpef e Iva.*
- *La spesa pubblica ha mostrato una dinamica più contenuta ma ha comunque risentito della necessità di aumentare stanziamenti a favore delle famiglie e delle imprese più colpite dal rincaro dei prezzi dei beni energetici.*
- *Parte di queste spese sono state finanziate attraverso il debito pubblico che, di conseguenza, continua a mostrare una dinamica incrementale nonostante il suo già elevato livello.*
- *Nel futuro, ci si attende che la fine dei conflitti in atto avrà effetti positivi sulla crisi energetica e la crescita economica, alleviando così le pressioni sulla finanza pubblica. Tuttavia, un'attenzione particolare sarà comunque necessaria per aggregati di spesa come quella per pensioni e interessi passivi, nonché per la dinamica del rapporto tra debito pubblico e Pil.*

Introduzione

Gli anni '20 di questo secolo hanno finora presentato sfide storiche per l'umanità. Pandemia, guerre, blocchi navali e commerciali, declino del multilateralismo, emersione di populismi e nazionalismi, acutizzarsi del riscaldamento globale, primi effetti della crisi demografica e, infine, tensioni legate alle migrazioni dai paesi più poveri (o interessati da drammatici conflitti) hanno messo in crisi sia i tradizionali rapporti politici ed economici tra gli stati, sia, in maniera non sorprendente, i bilanci e le finanze pubbliche delle nazioni. Tralasciando le più ovvie considerazioni di natura sociale e umanitaria su questi eventi, di primaria importanza ma che vanno ben oltre la finalità di

questo contributo, nel presente capitolo saranno evidenziati gli effetti economici più rilevanti, sul lato della finanza pubblica, delle crisi energetiche che si sono sperimentate in questi anni. La gran parte, seppur non la totalità, di questi effetti passa ed è passato attraverso il fenomeno dell'inflazione, una variabile macroeconomica che gli economisti utilizzano per descrivere l'aumento del livello generale dei prezzi. Pur non essendo sempre chiaro quale sia l'origine dell'inflazione, è piuttosto intuitivo collegarla all'aumento dei prezzi dei beni energetici, con meccanismi che saranno di seguito spiegati. E poiché l'aumento dei prezzi determina un indebolimento del potere di acquisto dei cittadini, gli Stati tendono generalmente (ma, come si vedrà, senza sforzarsi

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore



in maniera eccessiva) a contrastarla. Questo sforzo, insieme a quello effettuato per attutire gli altri effetti sociali ed economici degli eventi elencati, ha comportato importanti interventi sul lato dei bilanci pubblici. A differenza però che nel resto del mondo, nel nostro paese, così come in tutti quelli appartenenti all'Unione europea, le politiche di bilancio non possono essere totalmente libere e discrezionali ma devono rispettare delle regole fiscali imposte dal "Patto di stabilità e crescita" (d'ora in poi, Psc o Patto), un insieme di norme che venne sospeso nel 2020 in occasione dell'emergenza covid ma che poi, profondamente riformato, tornò ad applicarsi dall'aprile 2024.

Come anticipato, questo contributo ha l'obiettivo di capire quali siano stati gli effetti degli shock energetici sul bilancio pubblico italiano. Poiché, come spiegato, gran parte degli effetti di finanza pubblica è legato, direttamente o meno, all'aumento del tasso d'inflazione, nella prima sezione verrà discusso come quest'ultimo sia variato negli ultimi quindici anni, evidenziando così il suo legame con gli shock energetici recenti. Nella seconda sezione verranno invece presentati i dati relativi alle principali variabili di finanza pubblica del nostro paese: entrate, spesa, saldi di bilancio e debito pubblico. Con particolare attenzione a entrate e spese, nella terza sezione verranno scomposte e discusse, anche dal punto di vista qualitativo, le cifre aggregate mostrate in precedenza. La sezione quarta commenta le prospettive di finanza pubblica per i prossimi anni, sulla base delle stime disponibili. Infine, la sezione quinta conclude il lavoro.

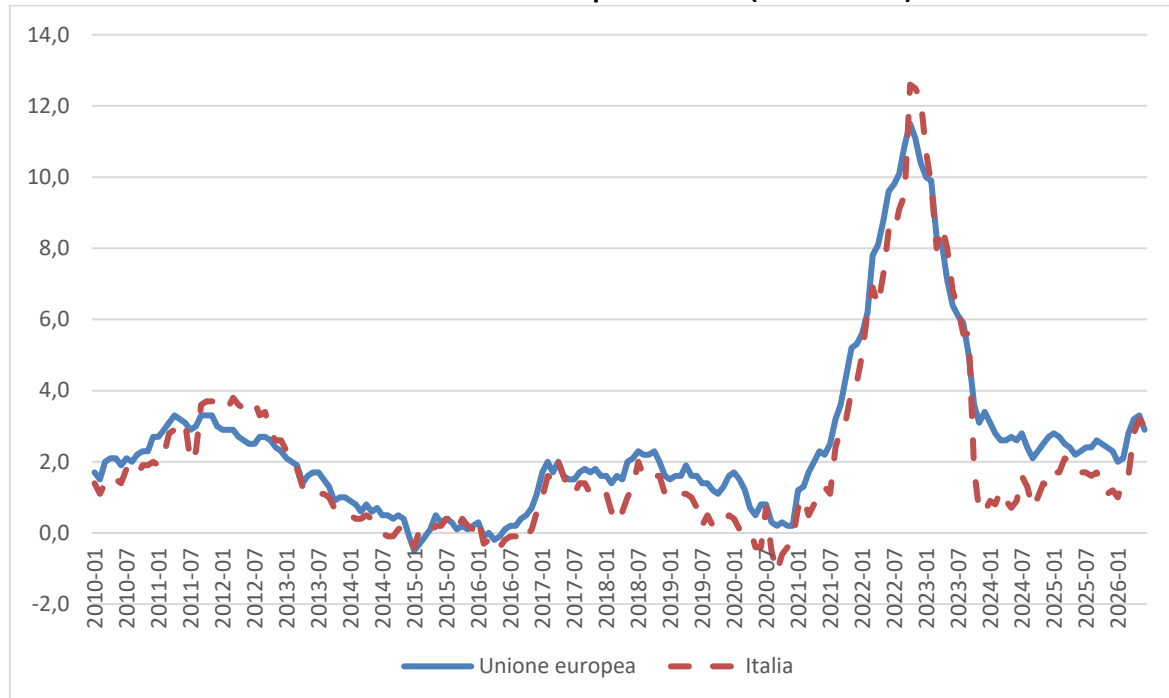
1. Shock energetici e inflazione

Ricostruire precisamente l'origine dei processi inflattivi non è sempre facile. Da un lato, le cause scatenanti possono essere molteplici e, spesso, appaiono collegate tra loro; dall'altro lato,

l'aumento del prezzo di alcuni singoli beni può a sua volta ripercuotersi anche sul prezzo di altri beni. È proprio il caso, per esempio, dei beni energetici o di quelli alimentari. Tali beni hanno sofferto in questi anni sia di tensioni sul lato della domanda sia di tensioni sul lato dell'offerta. Dal 2021, infatti, è tornata a crescere la domanda globale, in particolare quella di fonti energetiche, principalmente a causa della ripresa dell'attività economica dopo lo stop imposto dal covid (shock sul lato della domanda); nello stesso periodo, tuttavia, è diminuita anche la disponibilità di molti beni (shock sul lato dell'offerta), sia per ragioni temporanee sia per ragioni più durature. Tra le prime, si ricordano alcune restrizioni nelle catene di approvvigionamento che si registrarono proprio in quel periodo (a titolo di esempio, l'ingorgo nel Canale di Suez nel marzo 2021); tra le seconde, i conflitti che si sono scatenati tra Russia e Ucraina e, più recentemente, tra Iran e Stati Uniti. Più precisamente, a seguito dell'invasione russa in Ucraina, le nazioni europee hanno prima diminuito o eliminato gli acquisti di gas russo (una delle numerose sanzioni determinate dall'Unione europea nei confronti della Russia); in seguito, hanno quindi dovuto cercare fornitori alternativi, con la conseguenza di dover sopportare prezzi di prodotti energetici generalmente più elevati. Infine, è anche possibile che i prezzi di molti beni siano stati influenzati dal mutamento della politica commerciale statunitense in senso protettivo (minacce di introduzione dei dazi). Oltre a questi effetti diretti, si sono manifestati anche effetti indiretti: l'aumento del costo delle materie prime energetiche ha portato le imprese che operano in settori a elevato impiego di energia ad aumentare i prezzi dei propri beni. La FIG. 1 presenta l'andamento del tasso d'inflazione in Unione europea e in Italia a partire dal 2010.



FIG. 1 - Inflazione* in Europa e in Italia (2010 – 2026)



**: Harmonised index of consumer prices (Hicp); tasso di variazione annuale; dati mensili; la media dell'Unione europea è calcolata sui Valori dei paesi membri al momento della rilevazione.*

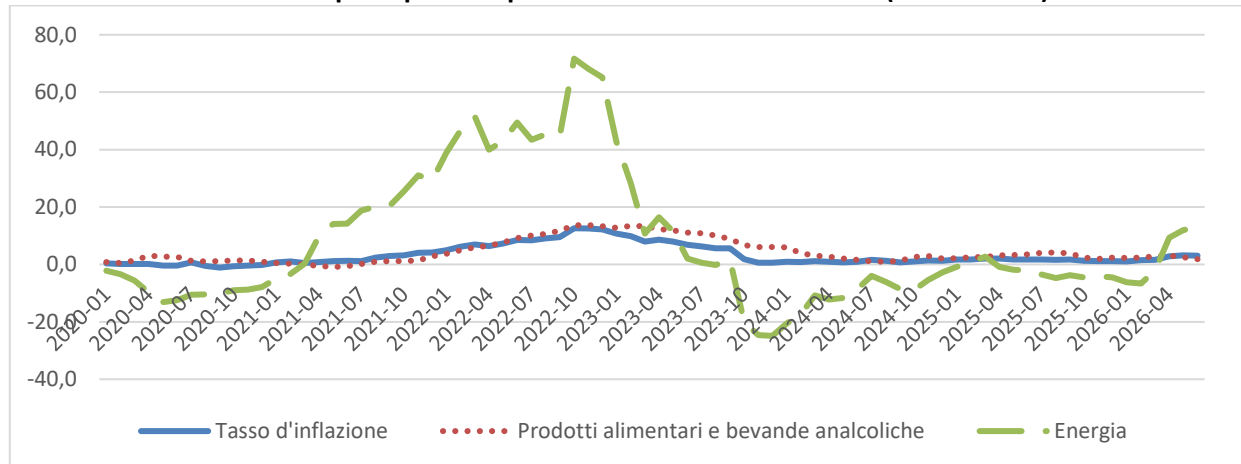
Fonte: Eurostat

Il tasso d'inflazione medio nei paesi dell'Unione europea ha superato il valore del 2% (soglia massima prevista dall'Unione europea) già a partire dal 2021, a conferma che far risalire l'origine dell'inflazione alla sola guerra in Ucraina è quanto meno una spiegazione parziale. Tuttavia, proprio nel 2022, i suoi valori sono cresciuti così rapidamente da raggiungere il valore massimo del periodo considerato, pari all'11,5% (ottobre 2022). In Italia, il punto di massimo è stato raggiunto nello stesso mese e fu pari al 12,6%; in compenso, nel nostro paese, la riduzione del tasso di crescita dei prezzi è stata più veloce e, a partire

dall'ottobre del 2023, il tasso d'inflazione italiano è rimasto sempre al di sotto di quello medio europeo. Ovviamente non tutti i prezzi sono cresciuti nella medesima maniera: per alcuni, la crescita è stata immediatamente percepita dalla popolazione, in particolare per quanto riguarda beni energetici e beni alimentari. La FIG. 2 mostra di nuovo il tasso d'inflazione nel nostro paese (a partire dal 2020), evidenziando però, in aggiunta, il ruolo delle due categorie merceologiche i cui prezzi sono in media cresciuti maggiormente nel periodo considerato.



FIG. 2 - Le principali componenti dell'inflazione in Italia (2020 – 2026)



Fonte: Eurostat

Alla prima ondata inflattiva che seguì il covid, ne fece seguito una ancora più evidente, soprattutto sul lato dei beni energetici, tra il 2022 e il 2023. La ripresa della dinamica dei prezzi dei beni energetici è molto vivace anche a seguito della guerra tra Usa e Iran (marzo 2026). A questi periodi di incremento dell'inflazione, i paesi europei hanno reagito con politiche di sostegno sia sul lato della spesa sia sul lato delle entrate (alcune di quelle introdotte nel nostro Paese sono illustrate nella sezione tre). Vale la pena di rimarcare, soprattutto per il lettore meno esperto, che le politiche di bilancio, di competenza degli Stati, possono essere anche molto efficaci per contrastare gli effetti dell'inflazione ma lo sono molto meno per influenzarne il livello. È infatti compito delle politiche monetarie in mano alle Banche centrali (nel caso del nostro paese, la Banca centrale europea) doversi occupare di ciò, attraverso rialzi dei tassi d'interesse (su questo argomento, si veda il capitolo 4). Quando ormai, dopo il 2024, la crescita del livello dei prezzi sembrava essere sotto controllo, lo scoppio della guerra in Iran (28 febbraio 2026) ha ulteriormente messo sotto il riflettore la questione dei prezzi dei

beni energetici e, di conseguenza, anche degli altri. Ma se, come già ricordato, nel caso della guerra tra Russia e Ucraina l'aumento del prezzo dei beni energetici fu dovuto a una scelta deliberata e autoinflitta dei paesi europei, attuata per mettere in crisi l'economia russa, nel caso della guerra in Iran, invece, i paesi europei (e naturalmente non solo quelli) stanno subendo gli effetti di una strategia bellica e commerciale dell'Iran, che ha portato a bloccare lo stretto di Hormuz. Da questo passaggio transitano infatti circa 20,7 milioni di barili di prodotti petroliferi al giorno (petrolio grezzo e derivati; fonte: US Energy information administration; media del periodo 2020-2024), il 20,8% dell'offerta mondiale, una quota inferiore solo a quella che transita attraverso lo stretto di malacca tra Malesia e Indonesia (23,1% nello stesso periodo). I prodotti petroliferi che transitano dallo Stretto di Hormuz sono principalmente destinati ai paesi asiatici mentre solo una quota minore di barili di petrolio grezzo (il 24,9% del totale; fonte: US Energy information administration; media del periodo 2020-2024) è diretta ai paesi europei. Tale riduzione dell'offerta mondiale di petrolio ha



provocato la crescita del suo prezzo. Le previsioni più recenti della Banca centrale europea sul tasso d'inflazione nell'Unione europea (European Central Bank, 2026), a questo punto, prevedono una sua ripresa: dopo essere calato al 2,3% nel dicembre 2025, infatti, esso dovrebbe raggiungere il valore del 3,4% nel terzo trimestre del 2026, per poi tornare sotto al livello del 2% tra il 2027 e il 2028, quando gli effetti dello shock energetico dovrebbero ormai essere scomparsi.

2. La finanza pubblica in Italia negli ultimi quindici anni

Per provare a individuare gli effetti sulle variabili di finanza pubblica da parte delle recenti crisi energetiche, è utile osservare l'andamento di queste grandezze per un periodo sufficientemente lungo (dal 2010 al 2025). Le variabili considerate,

tanto dal punto di vista quantitativo quanto da quello qualitativo, sono le entrate fiscali, correnti e totali, suddivise per principali componenti (imposte dirette e imposte indirette); spesa pubblica, totale e corrente; saldo, totale e primario; e, infine, debito pubblico. È importante notare come i fenomeni economici producano effetti anche con un certo ritardo. Per esempio, anche se l'inflazione elevata è sparita tra il 2024 e il 2025, per poi tornare nel 2026, i suoi effetti sulle variabili di finanza pubblica, come si vedrà, si sono realizzati anche nel corso di tale biennio.

La TAB. 1 riporta i dati che saranno di seguito presentati e commentati; per rendere più immediata la trattazione, questi stessi dati verranno ripresentati, per categoria di variabile, sotto forma di grafici (FIGG. 3 – 9).

TAB. 1 - La finanza pubblica in Italia (% su Pil; 2010 – 2025)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Entrate correnti	45,3	44,9	47,2	47,5	47,5	47,2	46,1	45,9	45,9	46,7	47,1	46,6	45,9	45,4	46,7	47,4
Entrate totali	45,6	45,5	47,5	48,0	47,9	47,8	46,6	46,3	46,1	47,0	47,4	47,2	46,8	46,5	47,0	48,1
Spese correnti	45,7	45,2	46,7	47,3	47,2	46,2	45,7	45,0	45,1	45,0	51,4	48,1	46,8	44,5	45,0	45,2
Spese totali	49,8	49,0	50,5	50,9	50,7	50,2	49,0	48,8	48,3	48,4	56,8	56,0	54,9	53,6	50,4	51,2
Interessi passivi	4,3	4,6	5,1	4,8	4,6	4,1	3,9	3,7	3,6	3,3	3,4	3,4	4,1	3,6	3,9	3,9
Saldo (entrate - spese)	-4,2	-3,5	-3,0	-2,9	-2,8	-2,5	-2,4	-2,5	-2,2	-1,5	-9,4	-8,9	-8,1	-7,1	-3,4	-3,1
Saldo primario	0,1	1,1	2,1	1,9	1,7	1,6	1,5	1,2	1,4	1,9	-6,0	-5,5	-4,0	-3,5	0,5	0,8
Imposte indirette	13,9	14,1	15,2	14,9	15,4	15,0	14,4	14,4	14,4	14,5	13,8	14,2	14,0	13,6	14,1	14,1
Imposte dirette	14,0	13,7	14,7	14,9	14,5	14,6	14,5	14,3	14,0	14,3	15,0	14,6	14,5	15,0	15,6	15,3
Pressione fiscale	41,4	41,2	43,2	43,4	43,1	42,9	42,2	41,8	41,7	42,3	42,7	42,3	41,7	41,2	42,4	43,1
Debito pubblico	118, 8	119, 1	125, 9	131, 9	134, 8	134, 8	134, 2	133, 7	134, 2	133, 9	154, 4	145, 8	138, 4	133, 9	134, 7	137, 1

Fonte: ISTAT

Per quanto riguarda le entrate pubbliche (FIG. 3), non si osserva una grande differenza nell'andamento delle entrate totali e di quelle correnti. La distanza tra le due linee, che

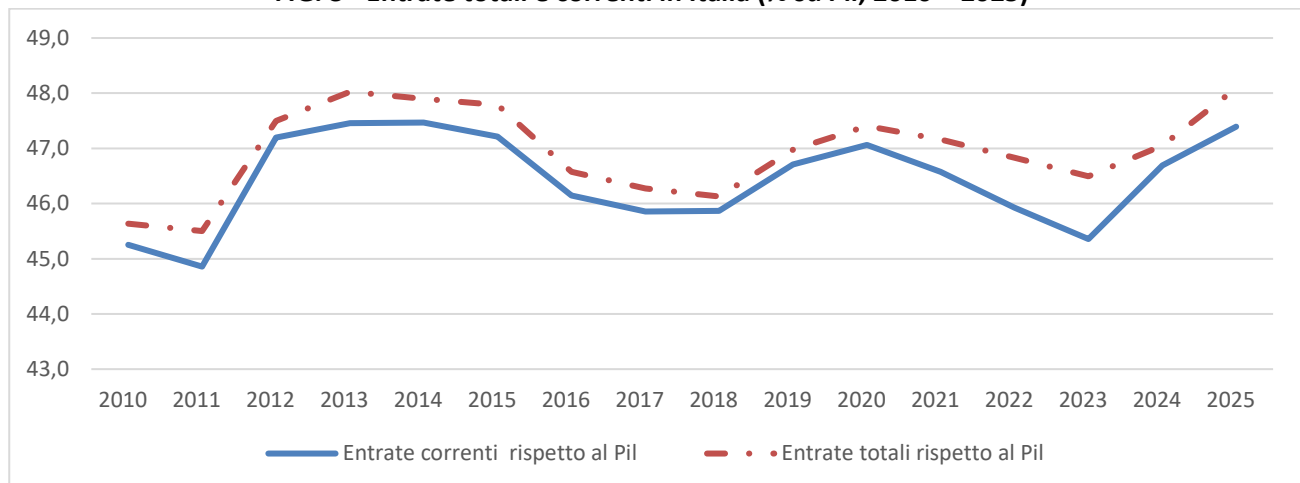
costituisce le entrate in conto capitale, cioè quelle riscosse in via straordinaria, aumenta tra il 2020 e il 2023, probabilmente a causa dell'iniziale crollo dell'attività economica per il covid (post 2020) e



per il manifestarsi della crisi energetica (2021-2023). Come si può vedere, dopo il 2023, le entrate delle Amministrazioni pubbliche segnano un deciso aumento, trainato tanto dalle entrate in conto capitale (la distanza tra le linee si riduce) tanto dalle entrate correnti, in particolare da quelle fiscali (si veda la successiva FIG. 7). Addirittura, nel 2025 le entrate totali raggiungono il massimo del periodo considerato (48,1% del Pil) e quelle correnti lo sfiorano (47,4%, contro il 47,5% del 2013 e del 2014). Vale la pena di notare che i tre picchi che si osservano nel grafico hanno significati e genesi ben diversi. Nel primo caso (2012-2015), l'aumento delle entrate fu determinato dalle politiche di austerità introdotte

per contrastare la crisi economica del 2009-2011. Queste politiche mirarono a ridurre le spese e ad aumentare le entrate; in particolare, nel 2011 venne introdotta l'Imposta municipale sugli immobili (Imu) a favore dei comuni italiani, che contribuì a incrementare notevolmente le entrate tributarie. Nel secondo periodo (2018-2020), invece, l'aumento delle entrate fu determinato da una fase di ripresa economica che aumentò sia l'attività che i redditi. Infine, nell'ultimo periodo (post 2023), l'aumento delle entrate è principalmente trainato proprio dall'inflazione e da un fenomeno noto come "drenaggio fiscale" (o *fiscal drag*), su cui si tornerà più in dettaglio nella successiva sezione 3.

FIG. 3 - Entrate totali e correnti in Italia (% su Pil; 2010 – 2025)



Fonte: ISTAT

Per quanto riguarda le spese (FIG. 4), il periodo si apre con un periodo di diminuzione della stessa: a parte il periodo di crescita nell'ultima fase della recessione (2011-2013), alimentata dalle giuste politiche di sostegno per la popolazione in difficoltà, la diminuzione della spesa nel medio periodo (2010-2019) fu dovuta principalmente agli interventi sulle prestazioni sociali, in particolare sulle pensioni, su cui agì in maniera rilevante la riforma Fornero del 2011. Tra il 2019 e il 2020 si

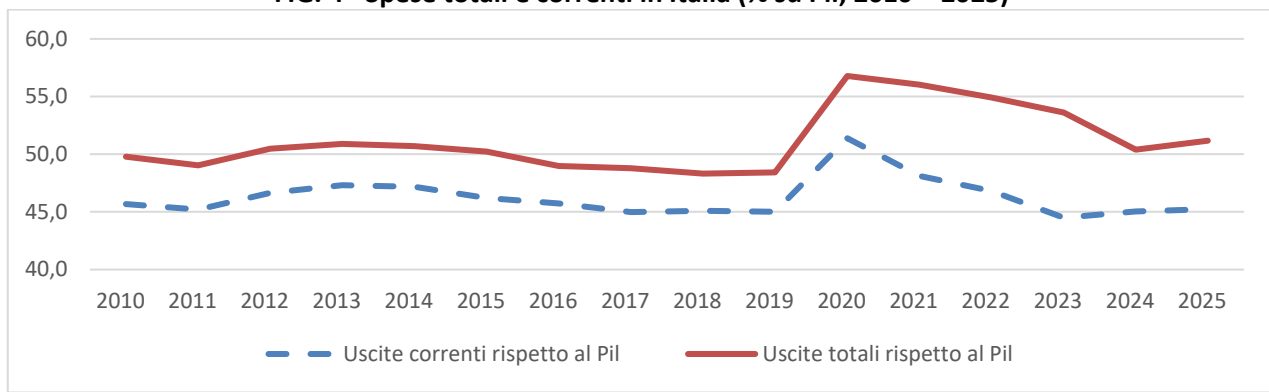
nota la variazione più evidente, ovviamente in occasione del covid, quando vennero introdotte notevoli misure di sostegno a favore della popolazione e dei lavoratori. È interessante notare come nel periodo post covid le spese correnti siano diminuite, come era facile attendersi a causa della diminuzione degli interventi di sostegno, mentre le spese totali hanno avuto un andamento negativo ma non così evidenziato. Questo significa che, nel frattempo, sono aumentate le spese in



conto capitale, cioè gli investimenti pubblici. Questa interpretazione è coerente con lo sviluppo, tra il 2021 e il 2026, del Piano nazionale di ripresa e resilienza, meglio noto come Pnrr, cioè un vasto programma di investimenti (circa 240 miliardi di euro in cinque anni) finanziato principalmente dall'Unione europea con trasferimenti a fondo perduto (cioè da non rimborsare) e da prestiti a

tassi agevolati. Dopo il 2023 le spese totali ricominciano a crescere, in concomitanza con l'incremento delle spese correnti e della crisi energetica. Si tratta sia di interventi diretti al sostegno di famiglie e imprese (ad esempio, per il pagamento delle bollette energetiche) sia di altri sulle prestazioni sociali, come l'indicizzazione delle pensioni o dell'assegno unico per figli (Mef, 2026).

FIG. 4 - Spese totali e correnti in Italia (% su Pil; 2010 – 2025)

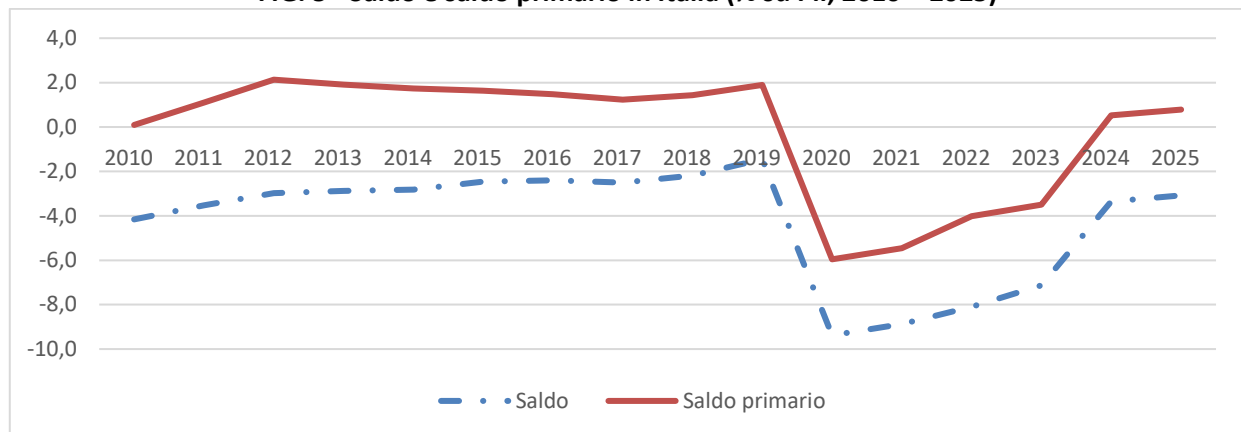


Fonte: ISTAT

Possiamo quindi concludere che la crisi energetica sta avendo un effetto positivo sia sulle entrate sia sulle spese. Quale dei due sia più forte è possibile dedurlo dall'andamento dei saldi di bilancio, cioè dalla differenza tra le entrate e le spese totali (FIG. 5). Come è evidente tanto dal grafico quanto dalla

TAB. 1, i saldi di bilancio considerati sono entrambi in crescita, seppur con tassi inferiori negli ultimi anni. Questo significa che l'aumento delle entrate a seguito della crisi energetica sembra avere compensato l'aumento delle spese.

FIG. 5 - Saldo e saldo primario in Italia (% su Pil; 2010 – 2025)



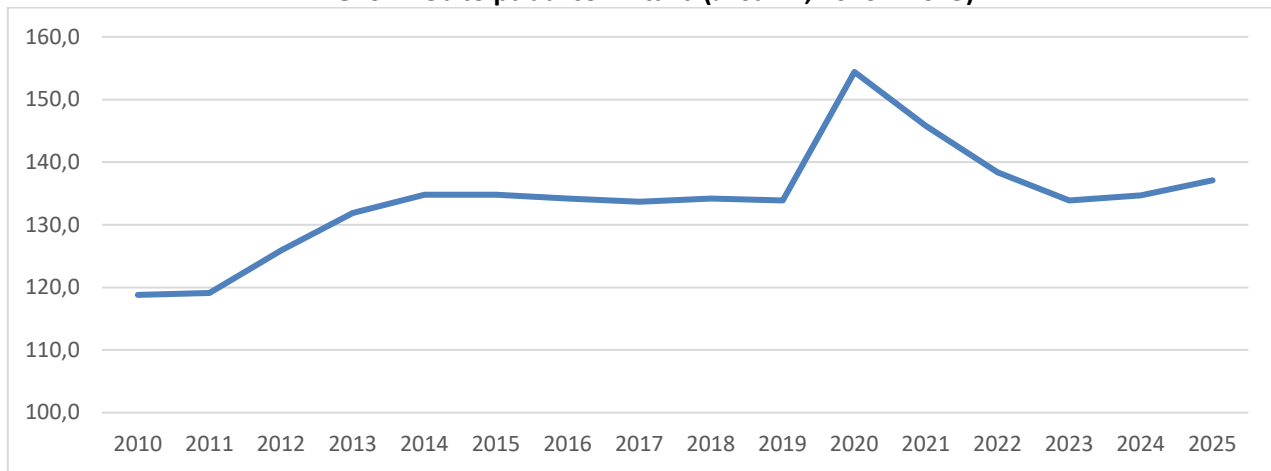
Fonte: ISTAT



Questa conclusione suggerisce che la crisi energetica avrebbe avuto effetti positivi sul bilancio pubblico. Nonostante questi aspetti positivi non manchino, bisogna però considerare che lo Stato non dispone solo delle entrate fiscali per finanziare la spesa ma anche del debito pubblico. È del tutto plausibile, infatti, che parte

delle nuove spese sia stato finanziato non con le imposte raccolte nel periodo ma con nuovo debito pubblico. Pur essendo in diminuzione il saldo negativo di bilancio (cioè, il deficit) ha contribuito ad aumentare ulteriormente il rapporto tra debito pubblico e Pil dopo il suo calo nel periodo 2021-2023 (FIG. 6).

FIG. 6 - Debito pubblico in Italia (% su Pil; 2010 – 2025)



Fonte: Banca d'Italia

Le regole del nuovo Psc, introdotte nell'aprile 2024, hanno richiesto al nostro paese ulteriori sforzi dal punto di vista del contenimento della spesa pubblica e della riduzione di deficit e debito pubblico. In particolare, gran parte della diminuzione del deficit di bilancio, che, seppur evidente a partire dal 2021, nel 2025 era ancora superiore al limite massimo consentito del 3%, è stata dovuta alla necessità di uscire al più presto possibile dalla "procedura per deficit eccessivo" cui l'Italia, insieme ad altri paesi, è stata sottoposta proprio a partire dal 2024. Parallelamente agli sforzi di riduzione del deficit, l'Italia, proprio a causa della crisi energetica, ha chiesto all'Unione europea la possibilità di attivare a cosiddetta "clausola di salvaguardia nazionale" per poter finanziare, in via straordinaria attraverso il debito pubblico, alcune spese di assistenza alle

proprie imprese e famiglie (si veda la prossima sezione per maggiori dettagli).

3. Shock energetici: effetto sulle spese e sulle entrate pubbliche

Per valutare meglio l'impatto della crisi energetica sulle variabili di finanza pubblica, è utile scomporre ulteriormente le voci già analizzate e introdurre ulteriori considerazioni di tipo qualitativo.

3.1 Entrate pubbliche

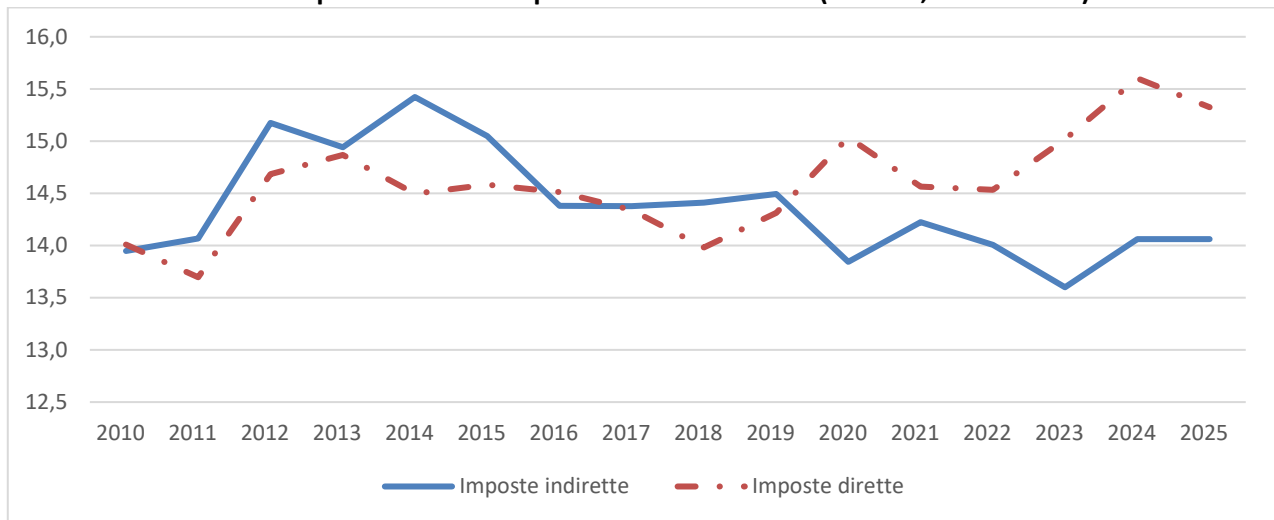
Gran parte dell'effetto positivo della crisi energetica sulle entrate deriva dall'impatto dell'inflazione, che, come abbiamo mostrato nella sezione 1, è collegata proprio alla crisi energetica. Le entrate più influenzate sono quelle fiscali, cioè quelle derivanti dal pagamento di imposte dirette e indirette (FIG. 7). Le imposte dirette colpiscono



il reddito dei soggetti passivi, siano essi fisici, come persone e famiglie, o giuridici, come le imprese. Le

imposte indirette invece colpiscono gli scambi di beni e servizi.

FIG. 7 - Imposte dirette e imposte indirette in Italia (% su Pil; 2010 – 2025)



Fonte: ISTAT

Per capire ancora meglio la dinamica in atto, è bene concentrarsi sulle forme di entrata fiscale più importanti. La principale imposta diretta è l'Irpef, l'Imposta sul reddito delle persone fisiche, che ogni anno raccoglie all'incirca 240 miliardi di euro (media del periodo 2020 – 2025), mentre la più importante imposta indiretta, con un gettito medio annuo tra il 2020 e il 2025 di 130 miliardi di euro (ma nel 2025 superiore ai 150 miliardi annui), è l'Iva, l'Imposta sul valore aggiunto. Come illustrato dalla FIG. 8, l'Iva comincia a crescere in modo deciso immediatamente negli anni di massima crescita dell'inflazione (2021 – 2023), mentre l'Irpef lo fa solo con un certo ritardo (2022 – 2024).

Il ritardo dell'Irpef è dovuto al meccanismo con cui questa viene pagata, vale a dire ogni anno in riferimento al reddito di quello precedente. Il suo aumento osservato è dovuto non solo alla ripresa economica ma anche a un fenomeno noto come "drenaggio fiscale" (o fiscal drag). L'Irpef è infatti un'imposta progressiva: ciò significa che il debito

d'imposta del singolo contribuente aumenta più che proporzionalmente all'aumentare del suo reddito tassato: in altre parole, se il reddito di una persona passasse, per esempio, da 10.000 euro a 20.000 euro, il suo debito d'imposta non raddoppierebbe semplicemente, bensì crescerebbe più del doppio. Secondariamente, l'Irpef colpisce il valore nominale dei redditi, cioè quello monetario, e non quello reale (rapportato al livello dei prezzi). In presenza di inflazione, i redditi vengono solitamente indicizzati per tenere conto proprio dell'aumento dei prezzi; tale indicizzazione può essere automatica (come spesso accade per le pensioni) oppure derivare da accordi contrattuali (nel caso dei redditi da lavoro). Questa indicizzazione, che aumenta il valore nominale dei redditi, da un lato permette di mantenere costanti (totalmente o parzialmente) i redditi reali; tuttavia, dall'altro lato, comporta anche un aumento dell'imposta dovuta ai fini Irpef. Ciò accade sia perché l'imposta prevede aliquote via via più elevate per redditi maggiori sia

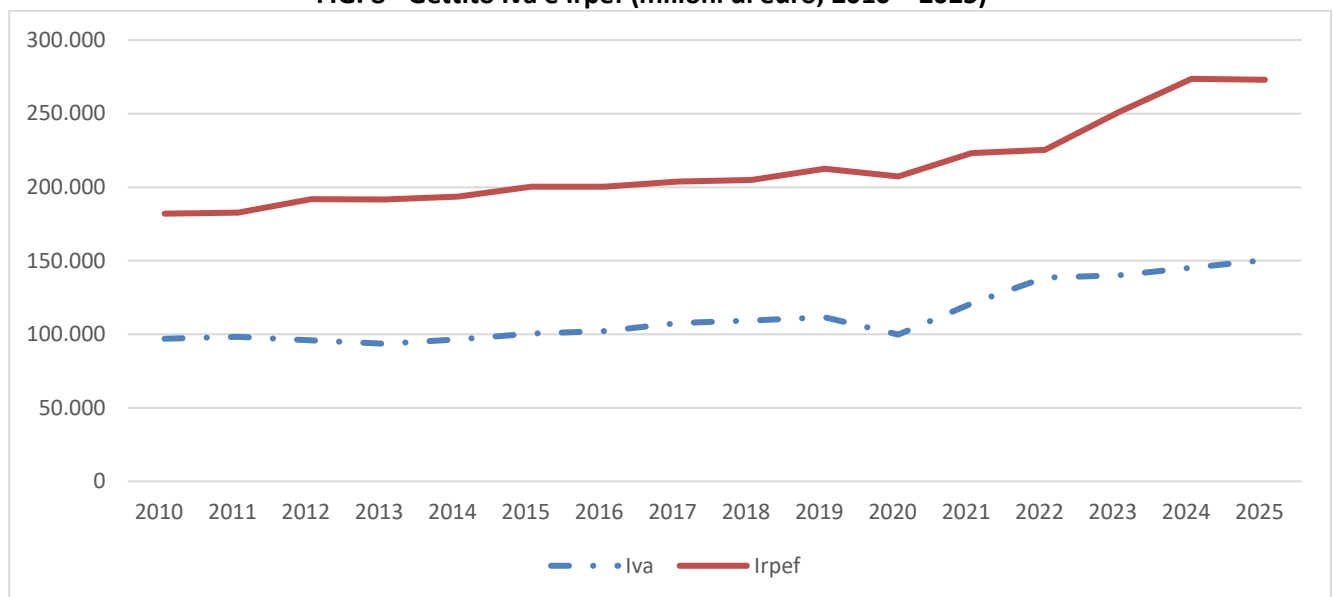


perché essa riduce le deduzioni e detrazioni (cioè gli sconti d'imposta) proprio con l'incremento dei redditi monetari. In altre parole, il contribuente non aumenta il potere d'acquisto (anzi, il più delle volte, comunque, lo perde) ma è soggetto a un'imposta più elevata. In aggregato, in presenza di inflazione il gettito di imposta come l'Irpef, cioè di imposte progressive, aumenta. Le stime di questo aumento sono molto complesse e, come spesso accade, non c'è unanime accordo sul loro valore. Si passa infatti da una valutazione di circa 12 miliardi di euro di gettito aggiuntivo nel periodo considerato (Galli e Ferraro, 2025) a una di quasi 25 miliardi (Leonardi e Rizzo, 2025). La stima governativa, calcolata sulla base di parametri di standardizzazione europei, è una via di mezzo, pari a 16,9 miliardi di euro (Upb, 2026).

Sempre sul lato Irpef, inoltre, è opportuno ricordare che dal 2021 in poi, i governi Draghi e

Meloni sono intervenuti per rivedere aliquote e scaglioni dell'imposta, anche con l'intento di alleggerire il carico fiscale delle fasce di reddito più basse in contrasto alle emergenze in atto (covid e, appunto, energetica). Prima del 2021, infatti, gli scaglioni di riferimento dell'Irpef erano cinque, con un'aliquota minima del 23%, che si applicava ai redditi fino a 15.000 euro, e una massima del 43%, che si applicava ai redditi superiori a 75.000 euro; al momento, invece, esistono solo tre scaglioni: l'aliquota minima del 23% si applica ai redditi fino a 28.000 euro mentre quella massima del 43% si applica ai redditi superiori a 50.000. Tali riduzioni hanno avuto l'effetto di diminuire il gettito dell'Irpef, combinando riduzioni di debito d'imposta per i redditi più bassi e un aumento per quelli medio-alti, a parziale compensazione degli effetti del drenaggio fiscale e della ripresa economica.

FIG. 8 - Gettito Iva e Irpef (milioni di euro; 2010 – 2025)



Fonte: ISTAT

Il meccanismo dell'Iva è invece più semplice. Poiché questa imposta colpisce con un'aliquota il prezzo dei beni scambiati (4, 5, 10 o 22%), quando il prezzo dei beni aumenta, aumenterà anche

l'ammontare dell'imposta dovuta e così il suo gettito. È giusto ricordare, comunque, che, con l'eccezione del 2020, quando diminuì a causa del rallentamento generale dell'attività economica, il



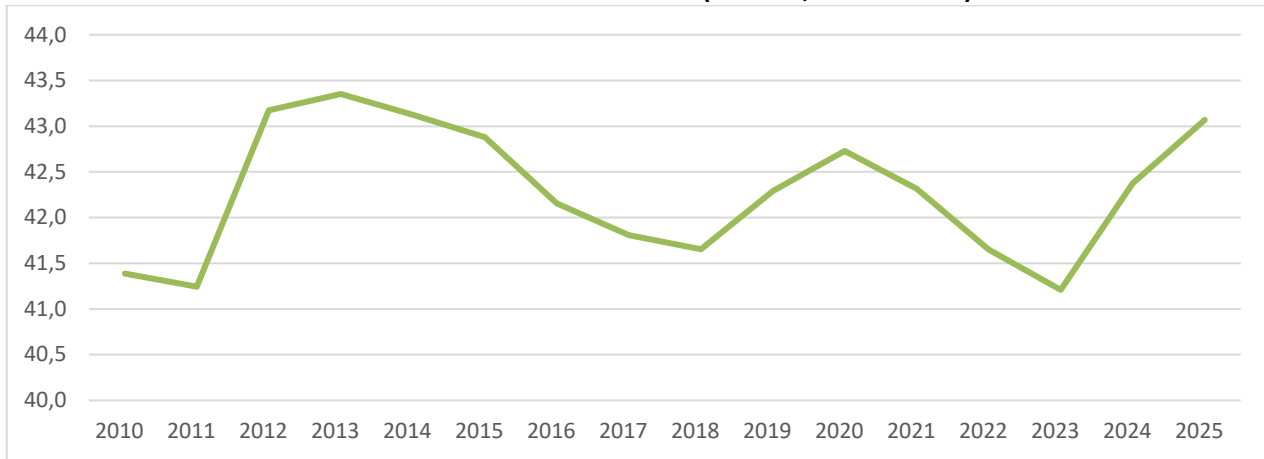
gettito di tale imposta è in aumento da diversi anni, principalmente grazie alla maggiore efficacia di strumenti contro l'evasione fiscale. Questo ragionamento è particolarmente valido nel caso dei carburanti come benzina e diesel, il cui prezzo è solo in parte determinato dal mercato e dove invece il peso fiscale è estremamente rilevante (intorno al 50% del prezzo finale, sia per benzina sia per diesel; Lanza, Manera e Maranzano, 2023). Poiché le accise si aggiungono al prezzo di mercato del carburante e poiché l'Iva (al 22%) viene calcolata sul prezzo al lordo delle accise, quando il legislatore decide di tagliare le accise per calmierare i prezzi alla pompa ottiene due effetti: la riduzione del gettito delle accise, naturalmente, ma anche quello dell'Iva. Nello specifico, a partire dal 2022 il governo italiano è più volte intervenuto con misure straordinarie e temporanee per diminuire il peso delle accise. La prima volta, nel marzo 2022 (governo Draghi; decreto-legge nr. 21 del 21/03/2022), furono introdotti uno sconto di 25 centesimi sulle accise di benzina e diesel e di 9 centesimi su Gpl; fu prevista la rateizzazione per le bollette energetiche; e furono stabiliti prezzi calmierati per alcuni beni energetici. Tale norma fu prorogata dal governo Meloni con il decreto-legge 179 del 23/11/2022, con una diminuzione dello sconto sui carburanti a 15 centesimi. Interventi analoghi nella tipologia, anche se non nel valore specifico degli sconti, si sono succeduti in questi anni: l'ultima, ancora questa estate, è tuttora in vigore (fino al 10 settembre). Alcune volte, il taglio delle accise ha richiesto l'esplicito ricorso a coperture alternative per il mancato gettito da parte dello stato; altre volte, invece, il meccanismo utilizzato è stato quello delle cosiddette "accise mobili" (Galeotti e Lanza, 2026): quando l'Iva sui carburanti aumenta a causa di aumenti del prezzo, il gettito incrementale ottenuto viene usato per coprire un taglio delle accise di uguale importo.

È utile sottolineare come il taglio di accise, così come quello di altre imposte indirette, è una misura piuttosto controversa, spesso poco efficace e inefficiente. I problemi legati a queste misure riguardano sia l'equità fiscale, sia la loro incidenza sia, infine, la loro compatibilità con altre finalità extrafiscali. Dal primo punto di vista, si può argomentare che gli sconti sui carburanti, essendo identici per tutti i consumatori, premiano in ugual misura sia i percettori di redditi più elevati sia i percettori di redditi meno elevati, con importanti conseguenze dal punto di vista della giustizia fiscale (Rizzo, 2026). Per quanto riguarda la loro incidenza, l'ammontare degli sconti introdotti non equivale mai al 100% alla diminuzione del prezzo dei carburanti. Questo perché parte dello sconto è assorbito dagli stessi rivenditori o produttori, che riescono comunque a mantenere un prezzo più elevato da quello desiderato. Si tratta del noto fenomeno della traslazione d'imposta (in questo caso, del sussidio), per cui il soggetto cui giuridicamente spetterebbe lo sconto non lo riceve in maniera completa, in quanto tale sconto si trasferisce, per l'appunto, sull'altro lato del mercato (Loiacono, Rizzo e Secomandi, 2026). Infine, è opportuno ricordare che le imposte sui carburanti non hanno solo la finalità di raccogliere gettito per le casse dello stato ma anche quello di disincentivare l'utilizzo e il consumo di beni fortemente inquinanti (Turati, 2026); un taglio delle accise ha, in una certa misura, un impatto negativo su questa finalità.

In generale, come mostrato dalla FIG. 9, l'effetto principale della crisi energetica, attraverso l'inflazione, è stato quello di contribuire a un miglioramento delle entrate e, di conseguenza, a un aumento della pressione fiscale del paese, che nel 2025 ha raggiunto il valore più elevato dal 2013.



FIG. 9 - Pressione fiscale in Italia (% su Pil; 2010 – 2025)



Fonte: ISTAT

3.2 Spese pubbliche e regole europee

Sul lato della spesa, il legislatore in questi anni è intervenuto più volte con provvedimenti e fondi a favore delle famiglie più bisognose e delle imprese nei settori più esposti. Alcune di queste misure sono illustrate nel capitolo 2. Vale comunque la pena di ricordare almeno l'ultima di tali misure, approvata nel corso di quest'anno e che prevede "misure urgenti per la riduzione del costo dell'energia elettrica e del gas a favore delle famiglie e delle imprese", tra cui un contributo straordinario del valore di 115 euro per le forniture di energia elettrica ai titolari di bonus sociale (300 milioni nel 2026) e prezzi calmierati sulla componente delle bollette elettriche per oneri di sistema, finanziati anche attraverso l'aumento di due punti percentuali delle aliquote Irap per le aziende del comparto energetico (circa un miliardo di gettito aggiuntivo tra il 2026 e il 2028).

Il principale motivo di interesse per approfondire l'effetto del caro energia sulla spesa pubblica sussiste a livello metodologico, in quanto tale effetto risulta imperniato e condizionato dal rapporto tra il nostro paese e l'Unione europea. Come già anticipato, la capacità di un paese membro dell'Unione europea di variare la propria

spesa è regolata dalle norme fiscali del Psc. A partire dal 2024, il Patto prevede parametri che vincolano la possibilità per i paesi membri di aumentare un aggregato particolare della spesa pubblica, che prende il nome di "spesa primaria netta" o, più semplicemente, "spesa netta". Con questo termine, si intende la spesa pubblica esclusi gli interessi ("spesa primaria") al netto di componenti cicliche legate all'andamento della disoccupazione, della spesa per programmi dell'Unione interamente finanziati da fondi europei, della spesa nazionale per il co-finanziamento di programmi europei, delle misure di bilancio temporanee o una tantum, e, infine, delle variazioni discrezionali dal lato delle entrate. Secondo il "Piano strutturale di bilancio di medio termine" approvato dal nostro paese (Mef, 2024) e poi di seguito aggiornato (Mef, 2026), tale aggregato dovrebbe crescere in media fino al 2031 dell'1,5% annuo. È importante osservare la definizione di questo aggregato, che contiene, come ultimo termine, la voce "variazioni discrezionali sul lato delle entrate". Ebbene, secondo la normativa europea di riferimento, la mancata indicizzazione dell'imposta sul reddito, che comporta quindi il fiscal drag di cui si è scritto poco sopra, è da ritenersi proprio "misura



discrezionale” (Zanardi, 2026; Rizzo e Zanardi, 2026), che aumenta le entrate e anche gli spazi fiscali a favore della spesa. D’altro canto, anche altri interventi che si sono succeduti in questi anni e che hanno portato alla riduzione degli scaglioni Irpef e alla revisione delle aliquote (e, di conseguenza, del gettito dell’imposta) sono ritenuti “misura discrezionale”, che però, in questo caso, riduce gli spazi di aumento della spesa netta. Il risultato finale è comunque quello di un aumento delle capacità di spesa del nostro paese. Paradossalmente, quindi, se il paese può spendere di più, è proprio grazie all’inflazione.

Lo stesso Psc, inoltre, prevede anche delle cosiddette “clausole di salvaguardia”, rispettivamente “generale” (art. 25) e “nazionali” (art. 26). Le formule previste dal Patto per consentire l’accesso degli stati membri a queste possibilità sono quelle di “grave congiuntura negativa” e di “circostanze eccezionali”. La Commissione europea ha ritenuto accettabili le richieste del nostro e di altri paesi membri per aderire alla Clausola di salvaguardia nazionale per spesa sul caro energia, a patto, tuttavia, che tali spese possano essere classificate come di “sicurezza energetica” e quindi riconducibili alle spese per la difesa, per cui la Clausola di salvaguardia era già stata in precedenza concessa. A tal proposito, la Commissione europea ha stilato un lungo elenco di misure energetiche ammissibili, secondo il criterio per cui “l’ambito d’applicazione ampliato della clausola di salvaguardia nazionale per le difesa sarà limitato alle misure che rafforzano la sicurezza strutturale e la resilienza del sistema energetico europeo e accelerano la transizione dai combustibili fossili” (Commissione europea, 2026; p. 1).

Come valutare tutti questi interventi di sostegno? Innanzitutto, è opportuno notare come l’ondata inflattiva sperimentata in questi anni non abbia

colpito tutti con la stessa gravità ma in modo particolare le famiglie più povere e bisognose (Bardazzi *et al.*, 2024). Le misure introdotte nel 2022 sembrano essere state più efficaci per contrastare le maggiori spese delle famiglie bisognose mentre quelle successive, a causa della revisione al ribasso dei sostegni previsti, lo sono state molto meno. È invece ancora troppo presto per valutare le politiche introdotte ne corso del 2026.

4. La finanza pubblica italiana: prospettive future

Le previsioni sull’andamento delle principali grandezze di finanza pubblica nei prossimi anni riflettono ipotesi, più o meno ottimistiche, sull’andamento della guerra in Iran e, soprattutto, sull’evoluzione del blocco della catena di approvvigionamento di beni energetici determinata dalla situazione nello stretto di Hormuz. Al momento della pubblicazione di questo contributo (settembre 2026), inoltre, sono ancora in elaborazione i dati che permetteranno al governo di approvare i documenti relativi al bilancio del prossimo triennio (Documento programmatico di bilancio 2027 e Disegno di legge di bilancio 2027-2029). I numeri e le previsioni qui presentate, quindi, non possono ancora tenere conto delle ultime evoluzioni in materia e risalgono allo scorso aprile (TAB. 2).

**TAB. 2 - Conto economico delle Amministrazioni pubbliche (% di Pil; legislazione vigente)**

Aggregato	2025	2026	2027	2028	2029
Spese totali	51,2	51,2	50,9	50,3	49,9
- Spese correnti	45,2	45,8	45,7	45,5	45,3
- Pensioni	15,2	15,2	15,4	15,5	15,5
- Spesa per interessi	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5
- Investimenti fissi lordi	3,8	3,8	3,9	3,6	3,5
Spesa netta	1,9	1,6	2,2	1,7	1,5
Entrata totali	48,1	48,3	48,2	47,8	47,8
- Imposte dirette	15,3	15,1	15,2	15,2	15,3
- Imposte indirette	14,1	14,1	14,2	14,0	14,0
Pressione fiscale	43,1	42,9	43,2	43,0	43,1
Accreditamento/Indebitamento netto	-3,1	-2,9	-2,8	-2,5	-2,1
Saldo primario	0,8	1,2	1,5	1,8	2,4
Debito	137,1	138,6	138,5	137,9	136,3
Pil	0,5	0,6	0,6	0,8	0,8

Fonte: Mef (2026)

Le spese totali nel prossimo triennio sono previste in diminuzione, dal 51,2% del Pil del 2025 a meno del 50% nel 2029, a fronte, tuttavia, di spese correnti prima in crescita e poi in diminuzione, verso un valore nel 2029 sostanzialmente identico a quello del 2025. Questo significa che le spese che caleranno maggiormente sono quelle in conto capitale: a conferma di ciò, si riportano i dati relativi agli investimenti fissi lordi, in diminuzione dal 3,8% al 3,5% nel periodo considerato. Tra le spese più importanti, vale la pena di soffermarsi su due in particolare. La prima è quella per pensioni, che, nonostante le innumerevoli riforme approvate dagli anni '90 del secolo scorso in poi, mostra ancora un aumento costante nel tempo, causato principalmente, da un lato, dall'ormai inevitabile e sempre maggiore invecchiamento della popolazione e, dall'altro, dalla rivalutazione di tutte le prestazioni sociali (pensioni comprese) a causa dell'inflazione sperimentata in questi anni. La seconda spesa che richiede un commento specifico è quella per interessi passivi, cioè sul debito pubblico. Dopo diversi anni in cui questa

spesa è stata mantenuta sotto controllo e a valori inferiori al 4% del Pil, nei prossimi anni essa è destinata a crescere, fino a raggiungere quota 4,5%. Si tratta, traducendo in valori monetari, di circa 90 miliardi di euro, su poco più di 1000 miliardi di spesa pubblica totale. Una cifra ragguardevole, che certo serve a onorare impegni presi nel passato ma che di fatto viene sottratta, ogni anno, a investimenti per il futuro del paese. Come più volte ricordato in precedenza, l'unico aggregato di spesa pubblica rilevante ai fini degli impegni europei è quello denominato "spesa netta". Nei prossimi tre anni tale indicatore è previsto crescere, nello scenario a legislazione vigente qui riportato, a un tasso medio pari a circa l'1,8 per cento. Il valore di crescita più elevato, nel 2027 (+2,2%), risulta superiore al limite massimo dell'1,9 per cento fissato nel Piano pluriennale di bilancio di medio termine. Tale scostamento, secondo l'ultimo Documento di finanza pubblica (Mef, 2026), deriverebbe dalla revisione al rialzo della spesa primaria corrente, a sua volta trainata,



come sopra anticipato, dall'aumento della spesa per prestazioni sociali.

Come per le spese, l'andamento delle entrate mostra una riduzione nel periodo considerato ma molto più contenuto. In aumento, invece, le imposte dirette, collegate, secondo le previsioni del governo, a una possibile ripresa economica nei prossimi anni (dallo 0,5% del 2025 allo 0,8% nel 2029). L'andamento delle imposte dirette e di quelle indirette determinerà, di qui al 2029, un leggero aumento della pressione fiscale. Molto positivo l'andamento dei saldi: quello totale, una volta rientrato sopra la soglia del -3% richiesta dal Psc, continuerà ad aumentare fino a quasi raggiungere quota -2,1% nel 2029, mentre quello primario, calcolato senza considerare la spesa per interessi passivi, manterrà e anzi incrementerà ulteriormente il suo valore già superiore allo 0. Per la riduzione del rapporto tra debito pubblico e Pil invece bisognerà attendere l'anno prossimo. È bene comunque ricordare che le previsioni sul debito, da tradizione, rimandano sempre al futuro le diminuzioni più rilevanti, assegnando le politiche di risanamento dei conti ai governi che verranno un domani.

5. Conclusioni

Gli ultimi anni hanno presentato sfide storiche per l'umanità; in particolare, un tema ricorrente è stato quello delle crisi energetiche, che si sono manifestate per motivi diversi (covid, guerre, blocchi navali). Le conseguenze di tali crisi sono state evidenti sia sul livello dei prezzi sia su quello di molte variabili di finanza pubblica, come entrate, spese, deficit e debito. Attraverso il meccanismo dell'inflazione, la crisi energetica ha contribuito ad aumentare le entrate, in particolare quelle derivanti dall'Irpef e da Iva. La spesa pubblica ha invece mostrato una dinamica più contenuta ma ha comunque risentito della necessità di aumentare stanziamenti a favore

delle famiglie e delle imprese più colpite dal rincaro dei prezzi dei beni energetici. Una valutazione delle misure intraprese è molto difficile, soprattutto per quanto riguarda gli effetti redistributivi di tali misure. Nel futuro, ci si attende che la diminuzione della dinamica dei prezzi e la risoluzione dei conflitti in atto possa portare a maggior certezza e a una crescita economica più sostenuta, la quale si ripercuoterà sui conti pubblici in termini di spese inferiori, di entrate fiscali superiori e, di conseguenza, di saldi di bilancio migliori. È giusto comunque mantenere alta l'attenzione sulla dinamica di spese che poco o nulla hanno a che fare con le crisi energetiche, come quella per la previdenza e quella per gli interessi passivi. Senza dimenticare la necessità di agire con decisione sul rapporto tra debito pubblico e Pil. Questa riflessione è collegata anche al dibattito che è scaturito negli scorsi mesi, e che ancora è in atto, sugli effetti della crisi energetica sulle economie mondiali. Per molti economisti, infatti, tali effetti, nello specifico quelli legati al perdurare della guerra in Iran e al blocco dello Stretto di Hormuz, sarebbero molto lievi e, addirittura, non giustificerebbero nemmeno il ricorso al termine di "crisi". Tale argomento non appare certo campato per aria ed è, anzi, ben fondato: rispetto agli anni '70 del secolo scorso, cioè a quel periodo in cui si sperimentarono due grandi crisi delle materie prime energetiche (nel 1973 e nel 1979), i paesi europei sono oggi molto meno dipendenti dall'energia e, di conseguenza, anche da fonti quali gas e petrolio. Non solo: le forniture sono anche molto più diversificate rispetto a quegli anni. In altre parole, il golfo Persico non ha più il potere di mercato che aveva cinquant'anni fa. Secondo questa visione ottimistica, dunque, l'effetto depressivo, pur se non escludibile, non dovrebbe essere così drammatico. Questo ragionamento ha però un difetto: si concentra solo sulle condizioni del



mercato, come se domanda e offerta siano oggi (e fossero allora) gli unici attori coinvolti dalla vicenda. Non è così. Sempre a partire dagli anni '70, l'Italia testimoniò un altro fenomeno epocale. Forse anche più delle crisi energetiche, visto che le sue conseguenze si subiscono ancora oggi. Alla fine degli anni '60, il rapporto tra debito pubblico e Pil in Italia era intorno al 40%. Alla fine degli anni '70, tale rapporto era già cresciuto del 50%, cioè di venti punti percentuali, e alla fine degli anni '80 era addirittura raddoppiato rispetto a soli dieci anni prima. Ci ritrovammo quindi all'inizio degli anni '90 con un rapporto tra debito pubblico e Pil pari al 120%. Oggi, come illustrato in questo contributo, è di oltre il 130%. Le cause di questo fenomeno sono variegate e certo non esclusivamente riconducibili al tentativo dei vari governi che si sono succeduti di contrastare gli effetti recessivi delle crisi energetiche. Tuttavia, appare evidente che gli spazi di azione fiscale che allora ci si poteva permettere, vuoi per favorire la transizione energetica, vuoi per interventi anticiclici di stampo keynesiano, vuoi, infine, per sostenere famiglie e imprese, ora non esistono più. Un'altra differenza con gli anni '70 è che in quegli anni il Psc non esisteva. Non si vuole sostenere che la sua presenza oggi sia un male, anzi: ma, ancora una volta, è evidente come tutti gli strumenti a disposizione degli stati non possano che risultare spuntati. In particolare per chi, come il nostro Paese, utilizza troppo frequentemente lo strumento del debito pubblico come borsellino elettorale e non come serbatoio per investimenti di lungo periodo.



Riferimenti bibliografici

Bardazzi, R., Gastaldi, F., Iafrate, F., Pansini, R. V., Pazienza, M. G., Pollastri, C. (2024), Inflation and distributional impacts: Have mitigation policies been successful for vulnerable and energy poor households?, *Energy Policy*, Volume 188, 114082.

Commissione europea (2026), Orientamenti per gli Stati membri sull'ampliamento della clausola di salvaguardia nazionale per la sicurezza energetica, Comunicazione della Commissione europea C/2026/4514

European Central Bank (2026), ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2026

Galeotti, M. e Lanza, A. (2026), Le accise mobili, un punto di partenza, *Lavoce.info*, <https://lavoce.info/archives/110713/le-accise-mobili-un-punto-di-partenza/>

Galli, G. e Ferraro, V. (2025), Fiscal Drag, facciamo chiarezza sui numeri: 12 miliardi o 25?, Osservatorio CPI, <https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-fiscal-drag-facciamo-chiarezza-sui-numeri-12-miliardi-o-25>

Lanza, A., Manera, M. e Maranzano, P. (2023), Carburanti; il prezzo di una scelta politica, *Lavoce.info*, <https://lavoce.info/archives/99575/carburanti-il-prezzo-di-una-scelta-politica/>

Leonardi, M. e Rizzo, L. (2024), Fiscal drag: cos'è e quanto vale, *Lavoce.info*, <https://lavoce.info/archives/106660/fiscal-drag-cose-e-quanto-vale/>

Loiacono, L., Rizzo, L. e Secomandi, R. (2026), A chi giova il taglio delle accise, *Lavoce.info*, <https://lavoce.info/archives/110821/a-chi-giova-il-taglio-delle-accise/>

Mef - Ministero dell'Economia e delle Finanze (2024), Piano strutturale di bilancio di medio termine

Mef - Ministero dell'Economia e delle Finanze (2026), Documento di finanza pubblica

Rizzo, L. (2026), Proroga del taglio delle accise? Ecco perché non è una buona idea, *Lavoce.info*, <https://lavoce.info/archives/110955/proroga-del-taglio-delle-accise-ecco-perche-non-e-una-buona-idea/>

Turati, G. (2026), L'accisa del nostro scontento, *Lavoce.info*, <https://lavoce.info/archives/112084/laccisa-del-nostro-scontento/>

Upb - Ufficio Parlamentare di Bilancio (2026), Una panoramica dei quadri macroeconomici e di finanza pubblica nelle Relazioni sui progressi compiuti dei paesi della UE, Focus tematico n. 4

Zanardi, A. (2026), Fiscal drag e regole europee: un autogol per il governo, *Lavoce.info*, <https://lavoce.info/archives/111452/fiscal-drag-e-regole-europee-un-autogol-per-il-governo/>

Dati

Banca d'Italia

<https://infostat.bancaditalia.it/inquiry/home>

Eurostat:

<https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Istat:

<https://esploradati.istat.it/databrowser/#/it/dw>