



CAMERA DI COMMERCIO
PORDENONE - UDINE

analisi e prospettive

a cura di Marco Martella

Fino a quando il margine assorbe

Il rincaro dell'energia comprime i profitti delle imprese italiane:
che cosa cambia per il credito bancario e per i tassi

#2

-- luglio 2026 --



INDICE

Quadro di riferimento e sintesi	3
1. Un aggregato che nasconde più di quanto mostri	4
2. Prezzo e quantità: due asimmetrie che non coincidono	5
3. All'origine c'è il margine	7
4. Perché il margine è diventato una variabile di politica monetaria	8
5. I margini si riducono, non crollano	8
6. Il Friuli Venezia Giulia: una posizione più esposta della media	9
7. Che cosa osservare nei prossimi mesi	9
Fonti	9



Quadro di riferimento e sintesi

L'economia mondiale è attraversata da due forze di segno opposto. Il conflitto in Medio Oriente agisce come shock negativo di offerta; la diffusione dell'intelligenza artificiale sostiene investimenti, scambi e utili. Il risultato non è una recessione, ma un ciclo più diseguale: il Fondo monetario internazionale prevede una crescita globale del 3,0 per cento nel 2026 e del 3,4 nel 2027, con l'inflazione mondiale in risalita dal 4,1 al 4,7 per cento. Gli effetti si distribuiscono in modo asimmetrico: gli Stati Uniti beneficiano della minore esposizione energetica e della capacità di sviluppare le nuove tecnologie, mentre l'area dell'euro subisce il rincaro dell'energia su un quadro già segnato da bassa crescita e riceve dall'intelligenza artificiale un impulso più contenuto.

Il commercio mondiale è il canale attraverso cui lo shock raggiunge più direttamente le imprese. Nel primo trimestre l'interscambio è cresciuto oltre le attese, sospinto dalla domanda di beni connessi con l'intelligenza artificiale, ma i dati di aprile e maggio mostrano segnali di rallentamento, per la riduzione dei flussi con le economie del Golfo Persico e per l'aumento dei costi di trasporto e assicurazione. Da aprile si sono acuite le tensioni nelle catene di fornitura globali, che si sommano a quelle già emerse nel comparto dell'elettronica per la domanda di componenti destinati all'intelligenza artificiale, e alle quali si aggiunge l'incertezza sulla politica tariffaria statunitense. Per l'Italia il Medio Oriente assorbiva nel 2025 circa il 4 per cento delle esportazioni di beni, ma il segnale più significativo è un altro: nel secondo trimestre l'indice dei responsabili degli acquisti sui tempi di consegna è sceso ai livelli più bassi dalla fine del 2022.

Nell'area dell'euro il rincaro dell'energia si è innestato su una crescita già modesta. Le proiezioni dell'Eurosistema diffuse in giugno indicano un prodotto in aumento dello 0,8 per cento nel 2026 e un'inflazione al 3,0 per cento, in rientro al 2,3 nel 2027. A giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha alzato i tassi ufficiali di 25 punti base, in risposta alla prevalenza di rischi al rialzo per l'inflazione: la componente di fondo era salita al 2,5 per cento e quella dei servizi al 3,5. Le condizioni di offerta del credito nell'area si sono nel frattempo irrigidite, per la prima volta dopo diversi trimestri.

Sui mercati la fase di recupero avviata a metà aprile si è interrotta. Dopo il venir meno dell'intesa che avrebbe dovuto prorogare la tregua e riaprire lo Stretto di Hormuz — attraverso cui prima del conflitto transitava circa un quinto del petrolio e del gas naturale liquefatto scambiati nel mondo — le quotazioni del greggio sono risalite oltre i 90 dollari al barile il 20 luglio, per la prima volta dall'11 giugno e con un rialzo superiore al 23 per cento nel solo mese di luglio; nella stessa giornata i listini azionari europei erano in calo e i rendimenti dei titoli di Stato in aumento. Il movimento va letto sullo sfondo di valutazioni azionarie molto elevate: i premi per il rischio sono compressi sui minimi degli ultimi vent'anni, le attese di crescita degli utili delle società statunitensi superano il 20 per cento per l'anno in corso e il rapporto fra prezzi e utili corretto per il ciclo si colloca su un livello toccato una sola volta in passato, nel 2001. La volatilità implicita resta elevata sui titoli tecnologici mentre gli indici generali si muovono lateralmente da due mesi; i rendimenti sovrani restano superiori ai



livelli precedenti il conflitto e il dollaro ha ripreso la funzione di valuta rifugio. La rapidità con cui i mercati avevano assorbito lo shock, osserva la Banca d'Italia, può denotare fiducia nella capacità di assorbimento dell'economia, ma anche una sottovalutazione dei rischi.

In Italia il prodotto è cresciuto dello 0,3 per cento nel primo trimestre, con una crescita acquisita per l'anno pari allo 0,6, ma la dinamica si è attenuata nei mesi primaverili; il mercato del lavoro resta il principale elemento di tenuta, con la disoccupazione al 5,0 per cento. I prezzi raccontano una storia asimmetrica: in giugno l'indice nazionale dei prezzi al consumo si è collocato al 3,0 per cento e la componente di fondo all'1,6, mentre i beni energetici crescevano del 13,0. Lo stesso squilibrio si legge nei conti con l'estero, dove il disavanzo energetico è salito in un solo mese a 5,7 miliardi di euro, da 3,5 dell'anno precedente, e secondo le stime della Banca d'Italia si amplierà di circa mezzo punto di prodotto nel corso del 2026.

È qui che si colloca il tema di questo numero. Uno shock che colpisce i costi ma non ancora i prezzi finali deve essere assorbito da qualcuno, e in Italia lo stanno assorbendo le imprese, nei margini e nella composizione del proprio indebitamento. I dati aggregati sul credito indicano una ripresa: in maggio i prestiti alle società non finanziarie sono cresciuti del 3,5 per cento. Il dettaglio dice altro: i finanziamenti alle imprese di minore dimensione si contraggono del 5,5 per cento mentre quelli alle aziende maggiori crescono del 4,1, e il credito oltre i cinque anni resta negativo. Cresce il credito che serve a pagare la bolletta, non quello che finanzia gli investimenti. La questione riguarda anche la politica monetaria, perché la Banca centrale europea osserva che i profitti hanno finora fatto da ammortizzatore al rincaro dell'energia e che l'incentivo a trasferire i costi a valle cresce man mano che i margini si assottigliano.

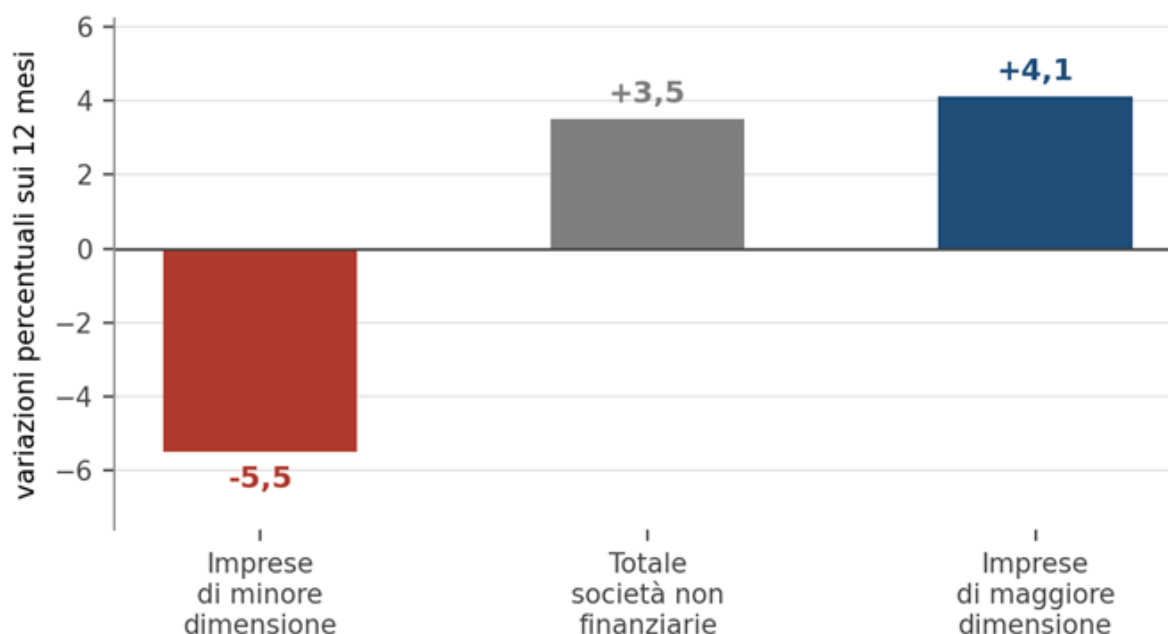
1. Un aggregato che nasconde più di quanto mostri

Letti nell'aggregato, i dati sul credito alle imprese italiane descrivono una ripresa. Secondo le serie mensili della Banca d'Italia riferite a maggio, i prestiti alle società non finanziarie sono cresciuti del 3,5 per cento sui dodici mesi, dal 3,1 di aprile, e le nuove operazioni hanno sfiorato i 41 miliardi di euro, l'11,5 per cento in più rispetto allo stesso mese del 2025. All'assemblea dell'Associazione bancaria italiana il Governatore della Banca d'Italia ha ricordato che il ritmo di espansione, misurato sui tre mesi in ragione d'anno, è salito al 6,2 per cento dal 2,3 di febbraio. È il profilo di un canale bancario che non frena il ciclo.

Il dettaglio dice altro, e per un sistema produttivo dove i debiti bancari sono ancora il 46 per cento dei debiti finanziari delle imprese la differenza non è una sfumatura. Nel Bollettino economico di luglio la Banca d'Italia scompone lo stesso aggregato per dimensione del debitore: fra febbraio e maggio la contrazione dei prestiti alle imprese di minore dimensione si è attenuata, ma resta una contrazione, pari al 5,5 per cento, mentre i finanziamenti alle aziende maggiori sono cresciuti del 4,1. Fra le due estremità corrono quasi dieci punti percentuali.

La scomposizione per scadenza va nella stessa direzione: la crescita si concentra sui finanziamenti sotto l'anno, che rispondono alle esigenze di liquidità emerse dopo il rincaro dell'energia, mentre i prestiti oltre i cinque anni restano negativi. Il credito che cresce serve a pagare le fatture correnti; quello che finanzia gli impianti non è tornato.

Figura 1
Prestiti bancari alle società non finanziarie per dimensione d'impresa



Fonte: Banca d'Italia, Bollettino economico n. 3/2026, luglio 2026, paragrafo 2.7, per la scomposizione dimensionale (periodo febbraio-maggio 2026); Banche e moneta: serie nazionali, 9 luglio 2026, per il dato aggregato riferito a maggio 2026.

2. Prezzo e quantità: due asimmetrie che non coincidono

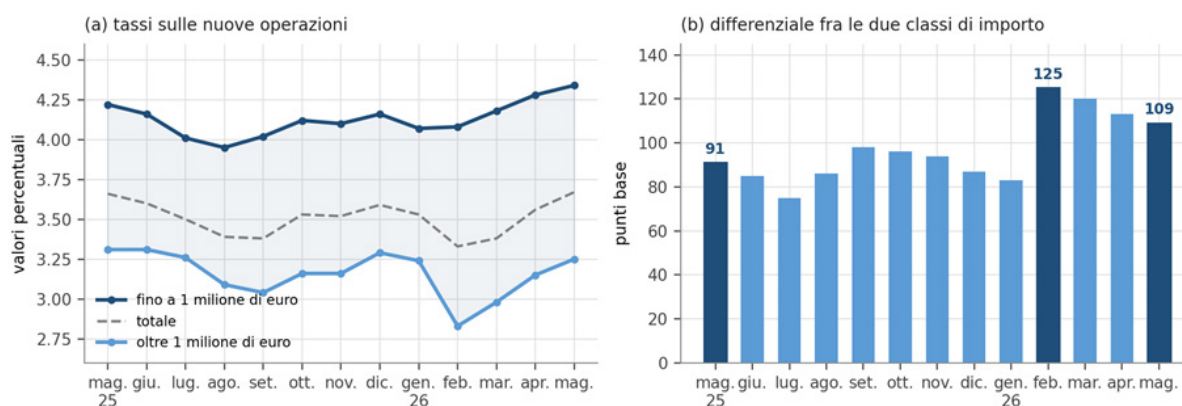
Alla differenza nelle quantità si affianca quella nei prezzi. In maggio il tasso medio sulle nuove operazioni alle società non finanziarie è stato del 3,67 per cento: 4,34 sui finanziamenti fino a un milione di euro, 3,25 su quelli di importo superiore. Il differenziale è di 109 punti base, contro i 91 di dodici mesi prima, e sale a 121 sulle erogazioni effettive, la voce che attenua l'effetto delle rinegoziazioni. Un dettaglio smentisce un'intuizione diffusa: sui finanziamenti fino a un milione interamente assistiti da garanzia il tasso è stato del 4,56 per cento, superiore alla media della stessa classe. La garanzia non compensa lo svantaggio dimensionale.

Per correttezza di lettura va aggiunto che la dinamica più recente non è di allargamento: il divario ha toccato il massimo del periodo in febbraio, a 125 punti base, e da allora si è ridotto, perché la risalita del costo del credito ha colpito più intensamente proprio la classe che di quel minimo aveva beneficiato di più. Il livello resta comunque superiore a quello di un anno fa, ma l'asimmetria dominante del periodo non è nel prezzo: è nella quantità.



Figura 2

Tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e differenziale fra classi di importo



Fonte: Banca d'Italia, Banche e moneta: serie nazionali, 9 luglio 2026, Tavola 2.2; dati da maggio 2025 a maggio 2026, ultimo mese provvisorio.

Tabella 1

Il credito alle imprese: prezzo e quantità

Indicatore	Mag. 2025	Apr. 2026	Mag. 2026	Var. a/a
Prestiti alle società non finanziarie (a/a)	---	3,1%	3,5%	in accelerazione
di cui: imprese di minore dimensione	---	---	-5,5%	in contrazione
di cui: imprese di maggiore dimensione	---	---	+4,1%	in espansione
Nuove operazioni, volumi totali	36,6 mld	42,7 mld	40,7 mld	+11,5%
Tasso sulle nuove operazioni, totale	3,66%	3,56%	3,67%	+1 pb
Tasso, prestiti fino a 1 milione	4,22%	4,28%	4,34%	+12 pb
Tasso, prestiti oltre 1 milione	3,31%	3,15%	3,25%	-6 pb
Differenziale fra le due classi	91 pb	113 pb	109 pb	+18 pb
Tasso sulle consistenze, società non fin.	4,16%	3,96%	3,97%	-19 pb

Fonte: Banca d'Italia, Banche e moneta: serie nazionali, pubblicazione del 9 luglio 2026, Tavole 2.2, 2.3 e 2.6, dati riferiti a maggio 2026 (provvisori); Bollettino economico n. 3/2026, luglio 2026, per la scomposizione dimensionale, riferita al periodo febbraio-maggio 2026. Nota metodologica: la soglia di un milione di euro descrive la taglia dell'operazione, non la dimensione anagrafica dell'impresa; finanziamenti inferiori possono essere concessi a grandi aziende e viceversa. La scomposizione per dimensione d'impresa del Bollettino segue invece una classificazione anagrafica ed è quindi un indicatore distinto, non sovrapponibile.



3. All'origine c'è il margine

La ragione per cui la domanda di credito si è spostata sul breve termine è leggibile nei conti delle imprese. Fra il primo trimestre del 2019 e i primi tre mesi del 2026 i prezzi di vendita dell'economia sono saliti del 18,4 per cento e quelli degli input intermedi del 17,7, mentre il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 12,9 per cento dalla metà del 2022. Nel primo trimestre dell'anno in corso il margine di profitto si è ridotto in tutti i principali comparti, perché i costi variabili unitari sono cresciuti più dei prezzi di vendita: nella manifattura i primi sono saliti dell'1,9 per cento sul trimestre precedente contro l'1,2 dei secondi. La quota di profitto delle società non finanziarie è scesa al 42,8 per cento.

Il canale attraverso cui la pressione arriva è quello dei costi importati, non quello dei salari. In maggio i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono cresciuti del 9,1 per cento sui dodici mesi, ma soltanto del 2,4 al netto della componente energetica. Nello stesso mese le esportazioni sono aumentate del 4,1 per cento in valore e diminuite del 2,4 in volume, e il disavanzo energetico è salito a 5,7 miliardi di euro da 3,5 dell'anno precedente, a fronte di un avanzo non energetico di 10,5 miliardi. La competitività dell'industria continua a generare surplus; una quota crescente di quel surplus finanzia la bolletta.

Tabella 1

Il credito alle imprese: prezzo e quantità

Indicatore	Valore	Periodo di riferimento
Markup, agricoltura	-1,5%	1° trim. 2026, var. congiunt.
Markup, industria manifatturiera	-0,6%	1° trim. 2026, var. congiunt.
Markup, servizi	-0,4%	1° trim. 2026, var. congiunt.
Markup, costruzioni	-0,3%	1° trim. 2026, var. congiunt.
Quota di profitto, società non finanziarie	42,8% (-0,5 p.p.)	1° trim. 2026
Prezzi alla produzione, mercato interno	+9,1%	maggio 2026, var. tendenz.
Prezzi alla produzione, al netto dell'energia	+2,4%	maggio 2026, var. tendenz.
Prezzi all'importazione	+6,5%	maggio 2026, var. tendenz.
Prezzi dei servizi di trasporto e magazzinaggio	+2,7%	1° trim. 2026, var. congiunt.
Costo del lavoro per unità di prodotto	+3,4%	1° trim. 2026, var. tendenz.

Fonte: ISTAT, Nota mensile sull'andamento dell'economia italiana, 10 luglio 2026, e Conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società, per markup e quota di profitto; ISTAT, Prezzi alla produzione dei servizi, 1° trimestre 2026, pubblicazione del 1° luglio 2026; ISTAT, Commercio con l'estero e prezzi all'import, 16 luglio 2026; Banca d'Italia, Bollettino economico n. 3/2026, luglio 2026, per prezzi alla produzione e costo del lavoro.



4. Perché il margine è diventato una variabile di politica monetaria

Fin qui la compressione dei margini è un problema di bilancio delle imprese. Il resoconto della riunione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea del 10 e 11 giugno la trasforma in qualcosa di diverso: osserva che i margini di profitto hanno continuato a ridursi e che questo indica che i profitti hanno continuato a fare da ammortizzatore alla trasmissione dei maggiori costi, e aggiunge che l'incentivo delle imprese a trasferire gli aumenti ai prezzi al consumo diventerà probabilmente più forte man mano che i margini si erodono.

È un passaggio che rovescia la prospettiva abituale. Il margine compresso non è soltanto il costo che l'impresa sopporta: è la ragione per cui l'inflazione non è finora esplosa. Ogni punto di rincaro energetico assorbito nel conto economico è un punto che non arriva ai prezzi finali e che quindi non entra nella funzione di reazione della banca centrale. Ma l'ammortizzatore è una risorsa che si consuma: quando si esaurisce, il passaggio a valle riprende, e con esso la ragione per mantenere condizioni monetarie restrittive. La capienza dei conti delle imprese è diventata, di fatto, una delle variabili che determinano il percorso futuro dei tassi.

La chiave di lettura

Il margine d'impresa funziona oggi come un ammortizzatore fra lo shock energetico e i prezzi al consumo. Finché regge, l'inflazione resta contenuta e il costo del credito non ha ragione di salire ancora; quando si assottiglia, i costi tornano a trasferirsi a valle. La variabile da presidiare non è la quotazione del greggio, che nel periodo si è mossa in entrambe le direzioni senza interrompere la trasmissione ai costi di produzione, ma la propria capienza reddituale e la scadenza del proprio indebitamento.

5. I margini si riducono, non crollano

Il quadro va misurato, non drammatizzato. Il livello dei margini resta storicamente accettabile: nella manifattura, nel primo trimestre del 2026, il markup risulta ancora superiore dell'1,3 per cento a quello del primo trimestre del 2019, e nei servizi inferiore soltanto dello 0,3; la compressione è recente e direzionale, non è un crollo. Anche l'inflazione di fondo non conferma finora le pressioni: in giugno è scesa all'1,6 per cento, mentre i beni energetici crescevano del 13,0 e l'indice generale si collocava al 3,0. Lo stesso Consiglio direttivo osserva che la debolezza della domanda potrebbe limitare la capacità delle imprese di trasferire i maggiori costi.

Un terzo elemento riguarda le banche, ed è quello che più distingue questa fase dalle precedenti: la restrizione non nasce dalla loro fragilità. I crediti deteriorati sono scesi dall'8 per cento di dieci anni fa a circa l'1, la patrimonializzazione è adeguata, la redditività elevata; nel primo trimestre i criteri di offerta alle imprese sono rimasti invariati in Italia, mentre nell'area dell'euro si sono irrigiditi. Il rischio plausibile non è una contrazione generalizzata dell'offerta, ma una selettività crescente verso le imprese con margini compressi o forte dipendenza energetica: una selezione che opera sulla stessa linea di frattura descritta finora.



6. Il Friuli Venezia Giulia: una posizione più esposta della media

Il rapporto annuale della Banca d'Italia sull'economia regionale, pubblicato in giugno e riferito al 2025, descrive un anno positivo: il prodotto regionale sarebbe cresciuto dello 0,7 per cento in termini reali, lievemente più della media nazionale. L'elemento più utile è però nella parte prospettica, dove il documento individua due caratteristiche strutturali del sistema produttivo regionale — l'ampia apertura agli scambi con l'estero e la specializzazione in comparti a elevato consumo energetico — e le indica come i canali attraverso cui il conflitto in Medio Oriente espone la regione al rincaro delle materie prime e al rallentamento del commercio internazionale. La regione non è esposta come la media: lo è per costruzione su entrambi i fronti che compongono lo shock.

Lo stesso rapporto segnala che nella seconda metà del 2025 i prestiti bancari al settore privato non finanziario erano tornati a crescere, sostenuti dalla domanda di credito per investimenti e dal calo dei tassi. Conviene notare quali fossero i due sostegni di quella ripresa, perché entrambi si sono nel frattempo ritirati: il costo del credito ha ripreso a salire dai minimi di febbraio e la componente a più lungo termine, quella destinata agli investimenti, è tornata negativa a livello nazionale. Il dato regionale precede questa inversione e va letto come punto di partenza, non come fotografia attuale.

7. Che cosa osservare nei prossimi mesi

Tre indicatori dicono più di molti altri. Il primo è la scomposizione per scadenza delle nuove erogazioni: un ritorno in positivo dei finanziamenti oltre i cinque anni segnalerebbe che la domanda di credito è tornata domanda di investimento e non soltanto di liquidità. Il secondo è la distanza fra prezzi degli input e prezzi di vendita rilevata dalle indagini congiunturali, che misura lo spazio residuo dell'ammortizzatore. Il terzo è l'inflazione al netto dell'energia: è lì, non nell'indice generale, che si vedrebbe l'inizio di un passaggio a valle dei costi.

Per un sistema di imprese come quello regionale la distinzione decisiva del secondo semestre non sarà fra credito disponibile e credito negato, ma fra credito che sostiene il capitale circolante e credito che finanzia la capacità produttiva. Sono due cose che nell'aggregato appaiono identiche e che nei bilanci non lo sono affatto.

Fonti

Fonti primarie utilizzate. Banca d'Italia, Banche e moneta: serie nazionali, 9 luglio 2026 (dati riferiti a maggio 2026); Banca d'Italia, Bollettino economico n. 3/2026, luglio 2026, aggiornato con i dati disponibili al 16 luglio 2026; Banca d'Italia, Economie regionali n. 6, L'economia del Friuli Venezia Giulia, giugno 2026 (dati riferiti al 2025); Fabio Panetta, Il sistema economico e finanziario tra incertezza e innovazione, intervento all'Assemblea dell'ABI, 15 luglio 2026; Banca centrale europea, Resoconto della riunione di politica monetaria del 10-11 giugno 2026; ISTAT, Nota mensile sull'andamento dell'economia italiana, 10 luglio 2026; ISTAT, Prezzi al consumo, dati definitivi di giugno 2026, 16 luglio 2026; ISTAT, Commercio con l'estero e prezzi all'import, 16 luglio 2026; ISTAT, Prezzi alla produzione dei servizi, 1° trimestre 2026, 1° luglio 2026; ISTAT, Conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche, reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società, 1° trimestre 2026; Fondo monetario internazionale, World Economic Outlook Update, luglio 2026. Per le quotazioni di mercato del 20 luglio 2026, non ancora disponibili in fonti istituzionali alla data di redazione: Financial Times, 20 luglio 2026.



CAMERA DI COMMERCIO
PORDENONE - UDINE

Contatti

urp@pnud.camcom.it

Orario di apertura al pubblico (su appuntamento)

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

Via Morpurgo, 4
33100 Udine
Tel. 0432 273111

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

lunedì e giovedì
dalle 9:00 alle 12:00

Via Carducci, 20
33028 Tolmezzo
Tel. 0433 41062

Sito web

