



Shape the future
with confidence

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°9 | Dicembre 2024

...



Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati	9
03. Il quadro europeo	13
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	14
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	16
04. L'economia italiana	24
04.1 L'andamento dell'economia reale	24
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	26
04.3 Approfondimento: il settore automobilistico nell'industria italiana	29
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	34
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	38
07. Appendice Tecnica	40

Executive summary

- ▶ La crescita mondiale è attesa per il 2024 e 2025 al 3,2% secondo le ultime proiezioni del Fondo Monetario Internazionale. L'inflazione a livello globale è attesa ridursi dal 6,7% del 2023 al 4,3% nel 2025.
- ▶ Lo scenario internazionale rimane complesso e con significativi rischi al ribasso, dovuti principalmente ai rischi geopolitici. L'andamento del commercio mondiale rimane lontano dalla sua traiettoria di lungo periodo, in un contesto di maggiore incertezza, anche alla luce del risultato delle elezioni politiche negli Stati Uniti. I prezzi delle materie prime, inoltre, benché in calo, rimangono sopra i livelli sperimentati nel periodo pre-pandemia. Altri fattori da considerare sono gli elevati tassi di interesse, sebbene in riduzione, e l'eterogeneità dell'andamento economico delle principali economie mondiali (crescita più sostenuta negli Stati Uniti, in calo in Cina).
- ▶ Dopo una crescita dello 0,4% nel 2023, l'Eurozona è attesa sperimentare un maggiore dinamismo nei prossimi anni (0,8% nel 2024 e 1,2% nel 2025). Permangono le forti complessità relative al settore industriale, in particolare in Germania ed Italia, e le prospettive a breve termine per la manifattura non sono positive.
- ▶ Nell'ultimo incontro di dicembre, la BCE ha ridotto i tassi di interesse di politica monetaria di ulteriori 25 punti base a supporto delle economie dei paesi membri, coerentemente con un calo dell'inflazione in linea con l'obiettivo (2,0% ad ottobre) e con aspettative degli operatori ancorate all'obiettivo stesso. Il mercato del lavoro continua a mostrare dinamiche positive ma in rallentamento.
- ▶ In Italia, la crisi industriale si mostra eterogenea a seconda dei comparti considerati, con le industrie "energivore" che presentano le maggiori difficoltà. L'inflazione rimane contenuta, anche se in rialzo a novembre 2024 (1,4%), trainata principalmente dalla componente di fondo, più persistente (1,9% a novembre). Il mercato del lavoro è in salute, con un numero di occupati ai massimi storici (24 milioni) ed un tasso di disoccupazione sotto al 6%.
- ▶ Nel contesto industriale attuale, sono di particolare interesse le dinamiche del settore automobilistico, tenuto conto della crisi dell'industria tedesca (nostro importante partner commerciale per questa tipologia di prodotti e non solo), della concorrenza di produttori esteri (quali la Cina) e della regolamentazione europea in materia di emissioni, che sta comportando una trasformazione importante all'interno del settore. L'insieme di questi fattori pongono sfide significative per il comparto automobilistico, aggiungendo incertezza circa le prospettive future.
- ▶ In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,5% nel 2024 e dello 0,8% nel 2025, mentre il tasso di inflazione passerà dall'1,0% nel 2024 al 2,0% nel 2025. Le previsioni sono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando i segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili, nonché gli ultimi eventi geopolitici.
- ▶ Due simulazioni effettuate con il modello econometrico di EY su possibili scenari di un impiego parziale dei fondi del PNRR ne sottolineano l'importanza per la crescita. Nello specifico, un utilizzo del 90% delle risorse attese nel 2025 comporterebbe una riduzione della crescita al 2025 di circa 0,2 punti percentuali rispetto al completo utilizzo di queste risorse; un utilizzo del 70% delle risorse pianificate si tradurrebbe in una riduzione ancora più accentuata (0,7 punti percentuali).

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

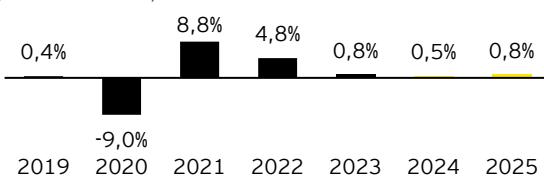
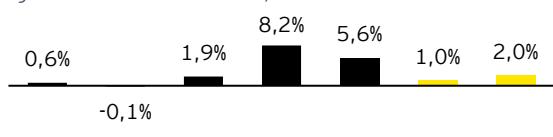


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Lo scenario globale

L'economia mondiale

Nel suo ultimo World Economic Outlook, il Fondo Monetario Internazionale conferma una crescita globale al 3,2% nel 2024, valore sostanzialmente in linea con quanto sperimentato nel 2023 (3,3%) e con quanto atteso per il 2025 (3,2%).¹ Le previsioni del Fondo Monetario Internazionale appaiono coerenti con quanto delineato dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nei suoi ultimi rapporti: nell'Economic Outlook di settembre, infatti, l'OCSE prevedeva una crescita globale del 3,2% per il 2024, a cui si attendeva fare seguito una crescita simile nel 2025 (3,2%).²

In un contesto di crescita mondiale in linea con i valori dei periodi pre-pandemia, gli ultimi dati e le previsioni risultano nascondere un certo grado di eterogeneità tra le diverse economie mondiali.

Da un lato, infatti, gli Stati Uniti hanno mostrato una crescita robusta nel 2023 (2,9%) a cui è attesa seguire una crescita altrettanto elevata nel 2024 (2,8%), ma in leggero rallentamento nel 2025 (2,2%). Meno dinamico il 2025 secondo le stime dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, che stimano un tasso di crescita del PIL negli Stati Uniti dell'1,6%.

Diverso appare, invece, il quadro complessivo per l'Eurozona: dopo la bassa crescita registrata nel 2023 (0,4%), il Fondo Monetario Internazionale prevede una lieve accelerazione nel 2024 e nel 2025, una crescita, comunque, decisamente debole (rispettivamente allo 0,8% e 1,2%). Queste previsioni sono in linea con quelle dell'OCSE, prevedendo quest'ultima una crescita nel 2024 e 2025 rispettivamente dello 0,8% e 1,3%.

Oltre che nell'entità della crescita, un ulteriore differenza tra Stati Uniti ed Eurozona riguarda la recente revisione delle previsioni attuata dal Fondo Monetario Internazionale, che indica la

tendenza delle aspettative di crescita secondo le ultime informazioni disponibili.

Figura 3: PIL reale - var. %

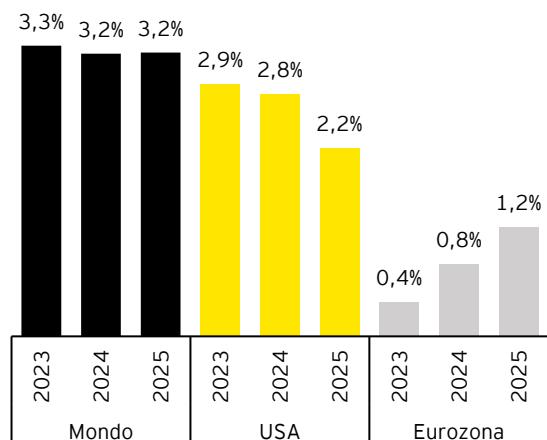
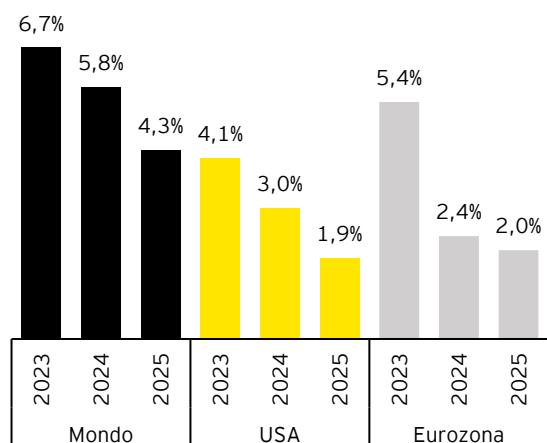


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni IMF World Economic Outlook, ottobre 2024.

Nello specifico, se per gli Stati Uniti la revisione dei tassi di crescita è stata positiva, specialmente per il 2025 (revisione di 0,2 e 0,3 punti percentuali rispettivamente per il 2024 e 2025),

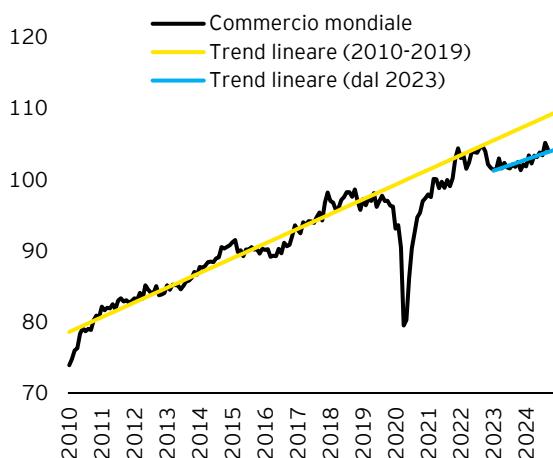
¹ IMF World Economic Outlook, October 2024.

² OECD Economic Outlook, Interim Report, September 2024.

per l'Eurozona le revisioni sono state al ribasso (rispettivamente, -0,1 e -0,3 punti percentuali).

L'andamento sottotono di alcune delle principali economie mondiali, assieme ai nuovi o riaccesi rischi geopolitici³ e specifiche situazioni legate all'ambiente, continuano ad avere un effetto negativo sul commercio internazionale.

Figura 5: Commercio di beni in volume, mondo - indice, 2010=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. Si fa riferimento al commercio di beni. Ultimo dato disponibile: settembre 2024.

Analizzando l'andamento del commercio di beni dal 2010 al 2019 è possibile delineare un andamento sostanzialmente lineare, che mette in mostra in modo chiaro la presenza di fattori di rallentamento del commercio stesso negli ultimi mesi ed anni. Oltre alla riduzione registrata nel 2020 legata alla pandemia, dal 2023 l'indice in analisi mostra un gap importante rispetto ai valori desumibili dall'andamento precedentemente descritto, lasciando potenzialmente intendere la possibilità di un periodo più duraturo di complicazioni commerciali o, nei casi più estremi, ad un periodo di "nuova normalità".

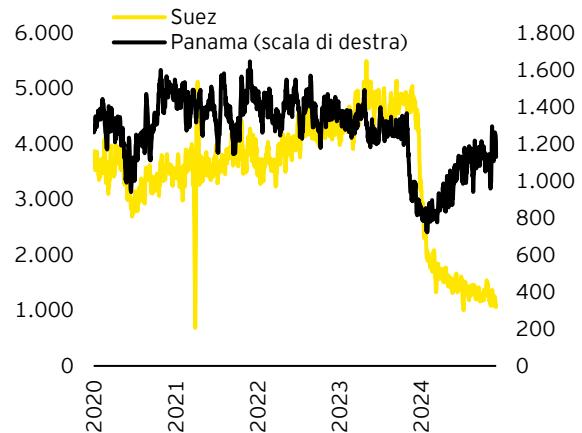
Si pensi, a questo proposito, agli attacchi alle navi commerciali nel Mar Rosso, insieme alle interruzioni del trasporto marittimo legate a fattori climatici nel Canale di Panama, che hanno infatti avuto un effetto negativo sul transito marittimo e sulle tariffe di trasporto lungo queste rotte di cruciale importanza.⁴

³ Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.

⁴ Bogetic, Z., L. Zhao, H. Krambeck, E. A. Chamorro, S. Sarva, J. Matossian, and Y. Zhao. 2024. "Dire Strait: The Far-Reaching Impact

Se da un lato il commercio nel canale di Panama, ostacolato da specifiche problematiche climatiche, sembra star rientrando verso valori in linea con i valori storici, dall'altra il commercio che transita per il Canale di Suez continua a mostrare segnali di debolezza, con volumi in transito significativamente ridotti rispetto ai valori sperimentati prima del 2024.

Figura 6: Volume del commercio che transita nel canale di Panama e nel canale di Suez - tonnellate metriche



Fonte: Elaborazioni EY su dati IMF PortWatch. I dati sono rappresentati come indice della media mobile a 7 giorni del volume del commercio espresso in migliaia di tonnellate metriche. Ultimo dato disponibile: 1 dicembre 2024.

Questi eventi, tuttavia, non si sono al momento tradotti in un aumento significativo delle pressioni sulle catene di approvvigionamento globale, come dimostrato dall'analisi di due dei possibili indicatori rappresentativi di questi fenomeni, ovvero il *Global Supply Chain Pressure Index* ed il *Baltic Dry Index*.

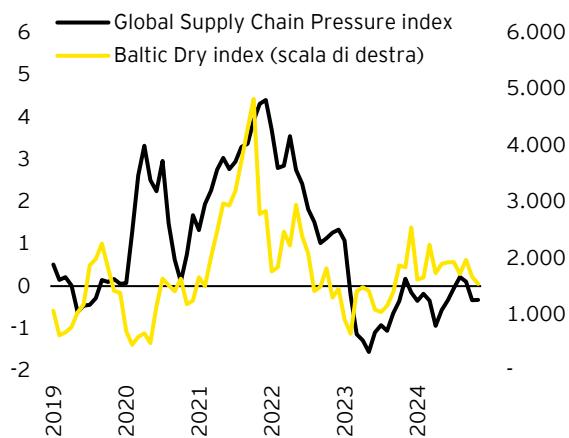
La debolezza del commercio globale è quindi attribuibile non alle problematiche lungo le catene di fornitura, come accadde nel periodo pandemico ed immediatamente successivo, quanto ad un più generale clima di incertezza dovuto ai recenti eventi geopolitici, alle incertezze precedenti le elezioni negli Stati Uniti e successive (dovuta al rischio di una politica commerciale protezionistica da parte della futura amministrazione),⁵ all'introduzione di numerose misure distorsive del

of the Red Sea Shipping Crisis." MENA FCV Economic Series Brief, World Bank.

⁵ Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., & Raffo, A. (2020). The economic effects of trade policy uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, 109, 38-59.

commercio dal 2022,⁶ nonché alla riconfigurazione delle catene di fornitura per ridurre la dipendenza da specifici fornitori, con la conseguenza di rendere gli scambi commerciali più onerosi e meno efficienti.⁷

Figura 7: Global Supply Chain Pressure index e Baltic Dry Index



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York e Baltic Dry index. Il *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) - ovvero l'indice creato dalla NY FED per monitorare le pressioni lungo le catene di fornitura - integra una serie di metriche comunemente utilizzate con l'obiettivo di fornire una sintesi delle potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento (per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#overview>). Il Baltic Dry Index è un indice dei prezzi medi pagati per il trasporto di materiali su oltre 20 rotte (per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.balticexchange.com/en/index.html>). Ultimo dato disponibile: novembre 2024.

Nonostante la recente complessiva mancata materializzazione di complicazioni lungo le catene di fornitura, è importante sottolineare come la mancata risoluzione, ed il potenziale inasprimento, di questioni geopolitiche, può tradursi in un rallentamento ulteriore del commercio in futuro. Se da un lato, infatti, le frizioni geopolitiche sono uno dei motivi alla base del rallentamento attuale del commercio, come ampiamente descritto in numerosi studi e ricerche,⁸ un ampliamento della "distanza geopolitica" con blocchi non "allineati" al proprio

può ulteriormente inficiare gli scambi commerciali. Le ripercussioni economiche, in questo caso, sarebbero maggiormente affrontate dalle economie avanzate, soprattutto in riferimento alle importazioni, in quanto maggiormente inclini a politiche distorsive del commercio rispetto alle economie in via di sviluppo ed ai paesi emergenti. Una maggiore frammentazione potrebbe, inoltre, rendere ancora più complicato affrontare sfide globali più ampie, quali ad esempio la transizione verso un'economia più sostenibile, a causa della mancanza delle risorse necessarie.⁹

È infine importante sottolineare come, nonostante le sfide importanti per il commercio internazionale, non sia possibile al momento affermare che sia in atto un vero processo di deglobalizzazione. A questo riguardo, sono da considerare alcuni aspetti fondamentali messi in chiaro da recenti studi, che descrivono il processo attuale come un processo di riassetto delle relazioni commerciali piuttosto che di deglobalizzazione. In primo luogo, infatti, quella che è in corso rappresenta una riconfigurazione del commercio lungo linee geopolitiche, guidata soprattutto dall'indebolimento di specifiche relazioni commerciali.¹⁰

Per esempio, gli Stati Uniti stanno riducendo le loro relazioni commerciali con la Cina dal 2018, mentre l'Unione Europea ha cominciato un simile processo solo nel 2023, specialmente in riferimento ad alcuni prodotti tecnologici. Nel complesso, è importante notare come non tutte le dipendenze commerciali dalla Cina stiano diminuendo: gli Stati Uniti e l'Unione Europea importano, ad esempio, sempre più beni fondamentali per la "transizione verde". Si consideri, inoltre, che le catene di approvvigionamento degli Stati Uniti dalla Cina si stanno trasformando anche in termini di "lunghezza" delle catene stesse, con fasi di produzione intermedie che spostate in paesi terzi.

Oltre che sul commercio, le tensioni geopolitiche hanno delle ripercussioni anche

⁶ Freund, C., A. Mattoo, A. Mulabdic, and M. Ruta. 2023. "Is US Trade Policy Reshaping Global Supply Chains?" Policy Research Working Paper 10593, World Bank, Washington, DC.

⁷ Grossman, G. M., E. Helpman, and S. J. Redding. 2024. "When Tariffs Disrupt Global Supply Chains." American Economic Review 114 (4): 988-1029.

⁸ Si faccia riferimento a questo proposito a Campos, R. G., Estefanía-Flores, J., Furceri, D., & Timini, J. (2023). Geopolitical fragmentation and trade. *Journal of Comparative Economics*, 51(4), 1289-1315; Jakubik, A., & Ruta, M. (2023). Trading with friends in uncertain times (No. 2023/124). International Monetary Fund; Aiyar, S., Malacrino, D., & Presbitero, A. F. (2024). Investing in friends: The role of

geopolitical alignment in fdi flows. *European Journal of Political Economy*, 83, 102508; Gopinath, G., Gourinchas, P.-O., Pescatori, A., & Topalova, P. (2024). Changing global linkages: A new cold war? International Monetary Fund; Hakobyan, S., Meleshchuk, S., & Zymek, R. (in press). Divided we fall: differential exposure to geopolitical fragmentation in trade. (IMF Working Paper).

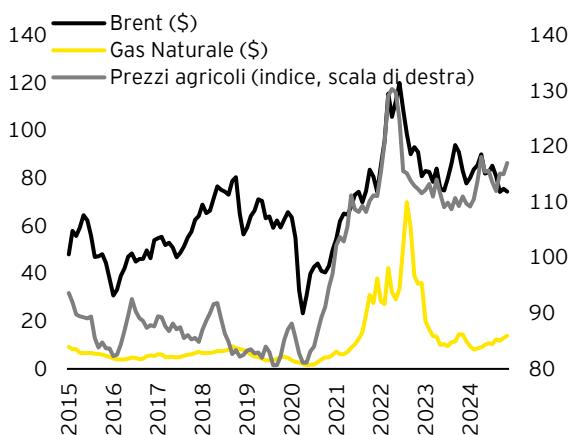
⁹ Bosone, C., & Stamato, G. (2024). Beyond borders: How geopolitics is reshaping trade. ECB Working Paper Series.

¹⁰ Conteduca, F. P., Giglioli, S., Giordano, C., Mancini, M., & Panon, L. (2024). *Trade fragmentation unveiled: five facts on the reconfiguration of global, US and EU trade* (No. 881). Bank of Italy, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers).

sull'andamento dei prezzi delle materie prime, *in primis* dei beni energetici quali gas naturale e petrolio.

In riferimento al prezzo del petrolio, e nello specifico del Brent, a novembre 2024 si è registrato un prezzo pari a 74,4 \$/bbl,¹¹ in linea con quanto registrato nei due mesi precedenti (74,3 \$/bbl e 75,7 \$/bbl rispettivamente a settembre ed ottobre, ma in calo rispetto alla media dei primi sette mesi del 2024, 84,2 \$/bbl).

Figura 8: Prezzi delle materie energetiche (\$) e indice dei prezzi agricoli (2010=100)



Fonte: Elaborazioni EY su dati World Bank. I prezzi del Brent e del gas naturale sono espressi rispettivamente in \$/bbl e \$/mmbtu. Il prezzo del gas naturale fa riferimento al gas naturale quotato nel Title Transfer Facility (TTF). L'indice dei prezzi agricoli considera il prezzo di diversi beni e derivati legati all'agricoltura a livello globale (ad esempio, il prezzo del grano). Ultimo dato disponibile: novembre 2024.

I fattori che pesano sull'andamento del prezzo del petrolio sono diversi. Per prima cosa, è importante notare come i prezzi nel 2024 abbiano seguito una traiettoria discendente rispetto al 2023, a riflesso della presenza di fattori sottostanti di lungo termine che ne muovono le quotazioni verso valori minori. A questo proposito si consideri il rallentamento del consumo globale di petrolio, che segue un trend secolare di riduzione mondiale dell'intensità di petrolio nello svolgimento delle attività economiche, e che gioca un ruolo importante nel lungo periodo nella riduzione delle quotazioni. Si consideri inoltre la diversificazione dell'offerta globale di petrolio, con un graduale aumento della quota di mercato dei produttori non appartenenti al gruppo

OPEC+.¹² A questo si aggiunge che, dopo i successivi cicli di riduzione della produzione, l'OPEC+ detiene una capacità petrolifera inutilizzata pari a poco più del 7% dell'attuale produzione globale alla fine di ottobre 2024, il che rappresenta un cuscinetto ampio di potenziale aumento della capacità produttiva di petrolio.¹³

Nel contesto attuale di incertezza nel panorama internazionale, il prezzo del petrolio può in ogni caso subire delle variazioni importanti e presentare una volatilità significativa a seconda dell'evoluzione del contesto geopolitico. A questo proposito, nel Commodity Market Outlook di ottobre 2024, la Banca Mondiale delinea due possibili scenari di futuri sviluppi economici e geopolitici che potrebbero influenzare significativamente il prezzo del petrolio.

Nel primo scenario, che prevede una *escalation* del conflitto in Medio Oriente, si ipotizza una eventuale riduzione dell'offerta globale di petrolio di 2 milioni di barili al giorno (equivalente a circa il 2% della produzione globale di petrolio), il che comporterebbe un aumento del prezzo del Brent fino a circa 92\$/bbl entro la fine del 2024, per poi gravitare, nel 2025, intorno agli 84\$/bbl, il 15% in più rispetto ad uno scenario di mancata *escalation* (scenario *baseline*). Si consideri che una riduzione di questa portata sarebbe paragonabile a cali storici dell'offerta di petrolio come quelli causati dalla guerra in Iraq nel 2003 e dalla guerra civile libica nel 2011.

In un secondo scenario si ipotizza un aumento dell'offerta di petrolio, assumendo un annullamento dei tagli volontari di 2,2 milioni di barili al giorno di petrolio da parte dell'OPEC+ (in linea con la politica annunciata ma contrariamente alle ipotesi di base della Banca Mondiale). In questo caso la produzione globale di petrolio potrebbe superare nettamente la domanda nel 2025. In uno scenario in cui l'OPEC+ segue in larga misura l'attuale politica dichiarata e gli altri esportatori di petrolio non riducono la produzione per compensare l'aumento dell'offerta associato, la produzione globale di petrolio nel 2025 sarebbe, in media, superiore di circa 1,5 milioni di barili al giorno rispetto allo scenario baseline. Il prezzo del Brent sarebbe quindi atteso scendere a una media di 66\$/bbl nel 2025, circa il 10% in meno rispetto alla previsione

¹¹ Dollari per barile di petrolio. Un barile equivale a circa 159 litri.

¹² Si fa riferimento al gruppo dei paesi esportatori di petrolio. Il gruppo OPEC è composto da Algeria, Angola, Arabia Saudita, Congo, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kuwait, Libia,

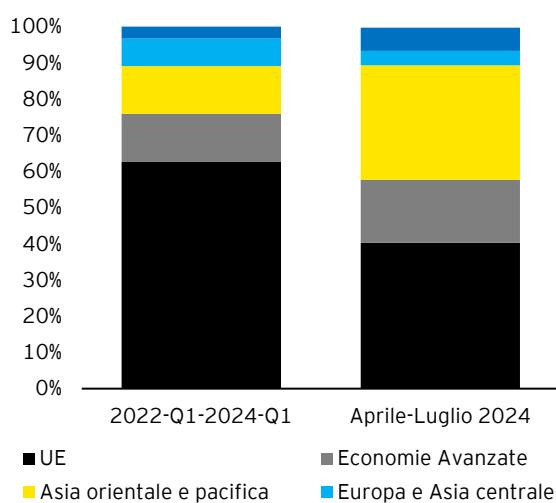
Nigeria, Venezuela. Il gruppo OPEC+ è composto dai paesi dell'OPEC a cui si aggiungono Azerbaijan, Bahrein, Brunei, Kazakistan, Malesia, Messico, Oman, Russia, Sudan, Sudan del Sud.

¹³ World Bank, Commodity Markets Outlook, October 2024.

di base e il 18% in meno rispetto al prezzo medio previsto per il 2024.

Spostandoci su altri beni energetici, e nello specifico riferendoci al gas naturale quotato in Europa, a differenza del petrolio i prezzi sono aumentati notevolmente dalla metà del 2024 (nei primi tre mesi si era registrato un prezzo medio di 8,75 \$/mmtbu¹⁴, mentre tra aprile e novembre si è registrato un prezzo medio di 11,43 \$/mmtbu; la quotazione a novembre 2024 è stata pari a 13,9 \$/mmtbu) a causa delle incertezze circa la disponibilità di importazioni di gas dalla Russia e della crescente concorrenza globale per le forniture di gas naturale liquefatto.

Figura 9: Destinazione delle esportazioni di Gas Naturale Liquido dagli Stati Uniti



Fonte: World Bank. Il dato è aggiornato a luglio 2024.

Per quanto riguarda, infine, il prezzo dei beni agricoli, i prezzi di molti beni di colture di base - tra cui mais, soia e grano - hanno registrato una tendenza generale al ribasso nell'anno in corso, specialmente grazie ai raccolti abbondanti. Tuttavia, il clima avverso, specifiche malattie delle piante e le restrizioni commerciali hanno fatto sì che i prezzi di beni quali il cacao, il caffè ed il riso raggiungessero i massimi storici durante l'anno, a dimostrazione della presenza di fattori di

¹⁴ Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

¹⁵ Ha, J., M. A. Kose, and F. Ohnsorge, eds. 2019. Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers and Policies. Washington, DC: World Bank.

¹⁶ D'Acunto, F., U. Malmendier, J. Ospina, and M. Weber. 2019. "Exposure to Daily Price Changes and Inflation Expectations." NBER Working Paper 26237, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

¹⁷ Si faccia riferimento, a questo proposito, a Caldara, D., Iacoviello, M., 2022. Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review* 112, 1194-1225. URL: <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v112y2022i4p1194-1225.html>; doi:10.1257/aer.20191823;

volatilità dell'offerta che potrebbero presentarsi con maggiore frequenza a causa del cambiamento climatico e frammentazione del commercio.

Nel complesso, il minore livello dei prezzi delle materie prime rispetto all'anno precedente sta supportando le banche centrali nel raggiungimento del loro mandato di contenimento dell'inflazione, soprattutto nei paesi emergenti e in via di sviluppo dove i prodotti alimentari ed energetici costituiscono componenti relativamente importanti dei panieri di consumo.¹⁵

Inoltre, considerata l'importanza che i prezzi dell'energia e dei generi alimentari hanno all'interno del panier di consumo, la riduzione del prezzo delle materie prime potrebbe anche tradursi in una riduzione delle aspettative di inflazione, il che potrebbe a sua volta ripercuotersi in una riduzione delle pressioni inflattive.¹⁶

Se quindi la volatilità dei prezzi delle materie prime ha evidenziato, tra le diverse cose, il ruolo degli shock geopolitici e relativi effetti nell'economia reale,¹⁷ dall'altro è importante considerare che eventi geopolitici avversi possono avere delle ripercussioni sull'economia anche attraverso altri canali.

Nello specifico, è possibile individuare due ulteriori canali di impatto: il primo canale produce impatti diretti e tangibili compromettendo le infrastrutture o la capacità industriale,¹⁸ ma potenzialmente fungendo anche da stimolo all'economia attraverso una maggiore spesa militare;¹⁹ il secondo canale fa riferimento alla maggiore volatilità ed incertezza generata, che potenzialmente si traduce in un incentivo al risparmio precauzionale, con conseguente rinvio dei consumi e investimenti.

Sempre in riferimento agli eventi geopolitici avversi, è importante considerare la presenza di relazioni non lineari tra l'andamento economico e i prezzi. Anche in questo caso, l'incertezza gioca un ruolo fondamentale, amplificando l'impatto

¹⁸ Caldara, D., Conlisk, S., Iacoviello, M., Penn, M., 2022. The Effect of the War in Ukraine on Global Activity and Inflation URL: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgfn/2022-05-27-2.html>; doi:10.17016/2380-7172.3141.

¹⁹ Barro, R.J., Ursùa, J.F., 2012. Rare Macroeconomic Disasters. *Annual Review of Economics* 4, 83-109. URL: <https://ideas.repec.org/a/anr/reveco/v4y2012p83-109.html>.

¹⁹ Ramey, V.A., 2011. Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing. *The Quarterly Journal of Economics* 126, 1-50. URL: <https://ideas.repec.org/a/oup/qjecon/v126y2011i1p1-50.html>.

complessivo dell'evento negativo provocando, ad esempio, una riduzione dei prezzi azionari e dei consumi privati. Questo effetto si manifesta generalmente solo nel caso di shock di ampia portata, mentre è meno evidente nel caso di shock più contenuti.²⁰

La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati

Il quadro internazionale è caratterizzato da un andamento eterogeneo delle principali economie mondiali anche nell'analisi di più breve periodo.

Stati Uniti

Gli Stati Uniti hanno registrato nel terzo trimestre del 2024 una crescita dello 0,7% rispetto al trimestre precedente, dopo una crescita di simile portata nel secondo trimestre (0,7%). Nello specifico, il terzo trimestre è stato caratterizzato da una crescita sostenuta dei consumi privati (che passano da una crescita congiunturale dello 0,7% nel secondo trimestre 2024 ad una crescita dello 0,9% nel terzo trimestre), dovuta in particolare ad una crescita dei consumi di beni (1,4% rispetto al trimestre precedente) e ad una crescita più moderata dell'acquisto di servizi (0,6%). In riferimento al consumo di beni, si registra una crescita del consumo di beni non durevoli dell'1,1% ed una crescita più consistente del consumo di beni durevoli (1,8%).

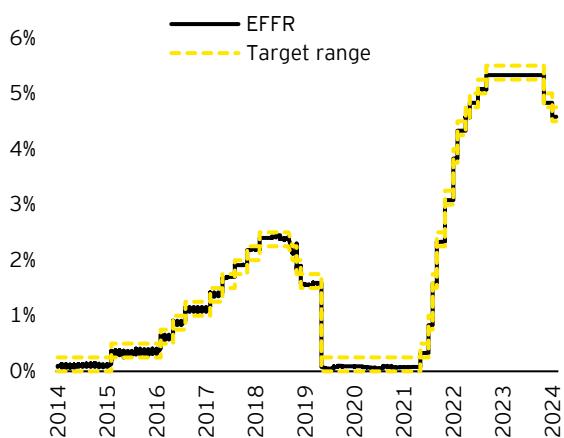
In riferimento agli investimenti privati, nel terzo trimestre si è registrata una crescita contenuta (0,3%) dopo una crescita significativa nel trimestre precedente (2,0%). In riferimento al commercio internazionale, le esportazioni hanno registrato una crescita congiunturale dell'1,8% a cui si associa una crescita molto più pronunciata delle importazioni (2,5%), con un contributo complessivo della domanda estera alla crescita negativo (-0,2 p.p.).²¹

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti sembra

avvicinarsi verso valori più contenuti, nonostante la presenza di accelerazioni della variazione dell'indice dei prezzi al consumo. Si pensi, a questo proposito, che ad ottobre 2024 l'inflazione è stata del 2,6%, in aumento rispetto al 2,4% di settembre 2024 e allo stesso livello dell'inflazione registrata ad agosto. Una dinamica simile si registra anche per gli altri indici dei prezzi (indice dei prezzi armonizzato e Personal Consumer Expenditure Index).

Nonostante una dinamica di riduzione dell'inflazione non lineare, la banca centrale americana (Federal Reserve) sta progressivamente allentando la stretta monetaria in campo da marzo 2022. Il valore superiore e inferiore del corridoio dei tassi della Federal Reserve è stato portato, nel meeting di novembre, dal 5,00%-4,75% al 4,75%-4,50%.²²

Figura 10: Tassi di riferimento di politica monetaria della Federal Reserve, Stati Uniti



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank di New York. EFFR: Effective Federal Fund Rate; l'EFFR è calcolato come mediana ponderata per il volume delle transazioni overnight riportate. Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/effr>.

Nonostante il calo dei tassi di interesse, è importante ricordare come i loro elevati livelli possano avere anche delle potenziali ripercussioni negative sulle economie emergenti, come ampiamente studiato in letteratura.²³ Si pensi ad esempio ai paesi che contraggono debiti in valuta

²⁰ Brignone, D., Gambetti, L., & Ricci, M. (2024). *Geopolitical risk shocks: when the size matters* (No. 2972). ECB Working Paper Series.

²¹ Gross Domestic Product, Third Quarter 2024 (Second Estimate) and Corporate Profits (Preliminary), <https://www.bea.gov/news/2024/gross-domestic-product-third-quarter-2024-second-estimate-and-corporate-profits>.

²² Federal Reserve issues FOMC statement, 07 November 2024, <https://www.federalreserve.gov/news/events/pressreleases/monetary/20241107a.htm>.

²³ Si possono citare, a questo proposito, Georgiadis, G. (2016). Determinants of global spillovers from US monetary policy. *Journal of International Money and Finance* 67 (C), 41-61; Iacoviello, M. and G. Navarro (2019). Foreign effects of higher us interest rates. *Journal of International Money and Finance* 95, 232-250; Miranda-Agricci, S. and H. Rey (2020). U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle. *Review of Economic Studies* 87 (6), 2754-2776; Ca' Zorzi, M.,

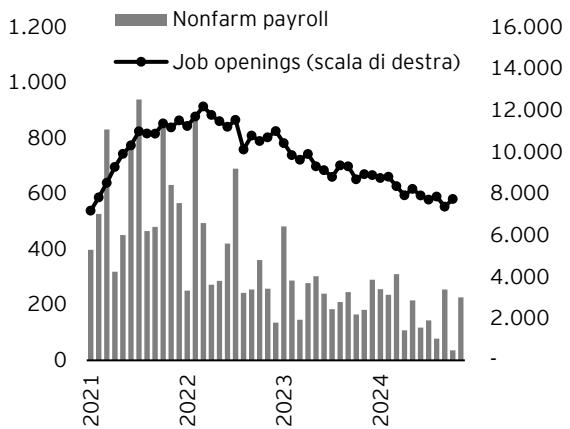
statunitense, per cui l'aumento dei tassi di interesse potrebbe rappresentare un maggiore onere finanziario; si pensi ancora alla possibile fuga di capitali dai mercati emergenti (generalmente mercati più remunerativi) verso il mercato americano (mercato più stabile). Un fattore degno di nota, in questo ciclo di aumento di tassi di interesse, è stato però un mancato effetto negativo sui mercati emergenti. Sebbene infatti le economie emergenti non siano rimaste completamente immuni dal ciclo monetario restrittivo statunitense, la graduale riduzione delle vulnerabilità macro-finanziarie osservata nel corso degli ultimi decenni, assieme ad una condotta più prudente della politica monetaria, sembrerebbe essersi tradotto in un impatto dei più alti livelli dei tassi di interesse complessivamente minore.²⁴

In riferimento ai dettagli dell'andamento dell'economia statunitense negli ultimi mesi, i dati più recenti mostrano come ad ottobre 2024 la spesa per consumi abbia segnato una crescita, ancorché modesta, rispetto al mese precedente (0,1% ad ottobre, dopo una crescita dello 0,5% a settembre e 0,1% ad agosto).²⁵ La debole crescita è dovuta principalmente ad una crescita sostanzialmente nulla della spesa per beni (0,0% ad ottobre, dopo una crescita dell'1,1% e contrazione dello 0,4% rispettivamente a settembre ed agosto) mentre appare leggermente più dinamica la crescita per la spesa per servizi (0,2% ad ottobre, dopo una crescita dello 0,2% a settembre ed una crescita dello 0,3% ad agosto). In riferimento ai beni, il consumo di beni durevoli ha segnato una crescita mensile dello 0,3% contro una contrazione del consumo di beni non durevoli dello 0,1%.

Questi dati si accompagnano ad un mercato del lavoro in salute, anche se in rallentamento rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti: nonostante, infatti, a novembre la crescita del numero di occupati negli Stati Uniti sia stata di 227.000 unità rispetto al mese precedente, questo dinamismo è da considerarsi temporaneo alla luce dei disastri naturali registrati.²⁶ Questo è evidente ampliando lo spettro di analisi agli ultimi mesi, che mostrano valori in calo rispetto a

quanto registrato nella prima metà dell'anno e a fine 2023. Allo stesso tempo, i nuovi posti di lavoro (*job openings*) mostrano una tendenza descendente dopo il picco raggiunto nel 2022. Il tasso di disoccupazione rimane sostanzialmente stabile poco sopra il 4% (4,2% a novembre).

Figura 11: Variazione nel numero di nonfarm payroll e apertura di nuovi posti di lavoro - USA



Fonte: Elaborazioni EY su dati Bureau of Labor Statistics (BLS). Con *nonfarm payroll* si fa riferimento al numero di lavoratori statunitensi nell'economia esclusi i proprietari delle aziende, i dipendenti delle famiglie, i volontari non retribuiti, i dipendenti delle aziende agricole e i lavoratori autonomi non costituiti in società. Questa misura rappresenta circa l'80% dei lavoratori che contribuiscono al Prodotto interno lordo (PIL). Per maggiori informazioni, <https://fred.stlouisfed.org/series/PAYEMS>.

L'attività del comparto industriale e manifatturiero è in contrazione: il primo registra, ad ottobre 2024, una riduzione dello 0,3% rispetto al mese precedente (dopo una crescita e successiva contrazione dello 0,5% e -0,5% rispettivamente ad agosto e settembre); dinamica simile per il comparto manifatturiero, che registra una riduzione dello 0,5% ad ottobre (dopo una crescita dello 0,6% e contrazione dello 0,3% rispettivamente ad agosto e settembre). In termini tendenziali la produzione industriale e manifatturiera mostrano un andamento non

L. Dedola, G. Georgiadis, M. Jarocinski, L. Stracca, and G. Strasser (2020). Monetary policy and its transmission in a globalised world. International Journal of Central Banking 19 (2); Ahmed, S., O. Akinci, and A. Queralt' o (2021). U.S. Monetary Policy Spillovers to Emerging Markets: Both Shocks and Vulnerabilities Matter. International Finance Discussion Papers 1321, Board of Governors of the Federal Reserve System.

²⁴ Andres Escayola, E., McQuade, P., Schroeder, C., & Tirpák, M. (2024). *What shapes spillovers from monetary policy shocks in the*

United States to emerging market economies? (No. 2973). ECB Working Paper Series.

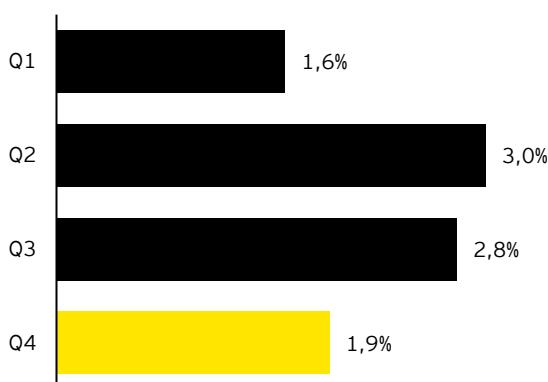
²⁵ Personal Income and Outlays, October 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2024/personal-income-and-outlays-october-2024>.

²⁶ EY, Employment report November 2024, Beneath the jobs rebound, cooling conditions and slower labor supply. For more information, https://www.ey.com/en_us/insights/strategy/macroeconomics/employment-report.

incoraggiante, con una riduzione dello 0,3% ad ottobre in entrambi i casi.²⁷

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di fine novembre 2024 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra il -0,11% ed il +3,43%, con una mediana dell'1,75%,²⁸ a dimostrazione di un'economia dinamica. In particolare, le previsioni a breve termine della Federal Reserve Bank di New York sull'andamento dell'economia statunitense indicano, per il quarto trimestre del 2024, un tasso di crescita annualizzato²⁹ dell'1,9%, dopo una crescita del 2,8% nel terzo trimestre.³⁰

Figura 12: PIL 2024 - USA, var. % QoQ annualizzata



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Le barre in giallo rappresentano le previsioni disponibili per i prossimi trimestri (New York Fed Staff Nowcast). I tassi di variazione sono annualizzati. Ultimo aggiornamento: 20 novembre 2024.

Nel commentare l'economia statunitense è importante considerare il recente esito elettorale degli inizi di novembre. Le incertezze circa le scelte politiche e, soprattutto, l'intensità con cui queste saranno implementate, rappresentano un ulteriore fattore di incertezza all'interno dell'economia statunitense e mondiale.

Alcuni dei punti più importanti e controversi riguardano l'andamento della spesa pubblica e l'imposizione di nuove misure distorsive del commercio, come dazi, che potrebbero avere un effetto negativo su specifici paesi ma anche sull'economia globale nel complesso, in caso di possibili ritorsioni da parte delle economie colpite.

Regno Unito

Nel Regno Unito si registra una crescita dello 0,1% nel terzo trimestre del 2024, successiva ad una crescita dello 0,5% nel secondo trimestre e ad una crescita dello 0,7% nel primo trimestre. La performance del terzo trimestre è dovuta principalmente ad un calo degli investimenti (con incluse le scorte), bilanciato da un aumento delle esportazioni nette, dei consumi privati e della spesa pubblica.³¹

I dati a più alta frequenza mostrano un andamento sostanzialmente stabile dell'economia: a settembre il settore dei servizi ha registrato una crescita nulla su base mensile (0,0%), dopo la leggera crescita nei due mesi precedenti (0,1% a luglio ed agosto).³²

Una debole crescita viene invece registrata nel settore delle costruzioni (0,1% a settembre, crescita che fa seguito ad un incremento dello 0,6% nel mese precedente), a cui si aggiunge una contrazione del comparto industriale dello 0,5% rispetto al mese precedente (contrazione che fa seguito ad una riduzione ulteriore dello 0,7% a luglio e ad una crescita dello 0,5% ad agosto 2024).^{33, 34}

Il tasso di inflazione è prossimo al target di inflazione del 2%. Nel mese di ottobre, l'inflazione *headline* è stata pari al 2,3%, in forte rialzo rispetto all'1,7% di settembre. Rimane inoltre persistente l'inflazione di fondo (inflazione *core*), che nel mese di ottobre si è attestata al 3,3%, in

²⁷ Industrial Production and Capacity Utilization, novembre 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/q17/current/default.htm>.

²⁸ Federal Reserve Bank of New York, Outlook-at-Risk: Real GDP Growth, Unemployment, and Inflation, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/outlook-at-risk#root:growth-at-risk>.

²⁹ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

³⁰ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

³¹ GDP first quarterly estimate, UK July to September 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletin/gdpfirstquarterlyestimateuk/julytoseptember2024>.

³² Office for National Statistics, Index of Services, UK: September 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/september2024>.

³³ Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: September 2024, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/september2024newordersandconstructionoutputpriceindicesjulytoseptember2024>.

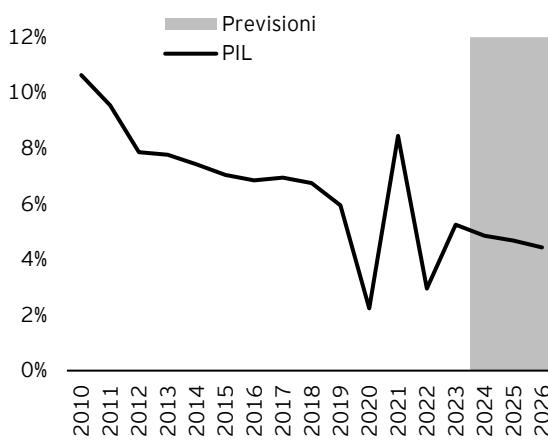
³⁴ Office for National Statistics, Index of Production, UK: September 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/september2024>.

leggero aumento rispetto al 3,2% registrato a settembre.³⁵

Cina

L'andamento dell'economia cinese mostra dei segnali di rallentamento. Questo processo non fa riferimento solo alla crescita del PIL degli ultimi anni o alle previsioni per il 2025 (l'OCSE stima, nel suo ultimo Economic Outlook, una crescita della Cina al 2024 del 4,9%, crescita seguita da una riduzione nel 2025 al 4,7%), ma rappresenta una tendenza di lungo termine in atto dal periodo successivo la crisi finanziaria (2008).

Figura 13: PIL, Cina - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni OCSE.

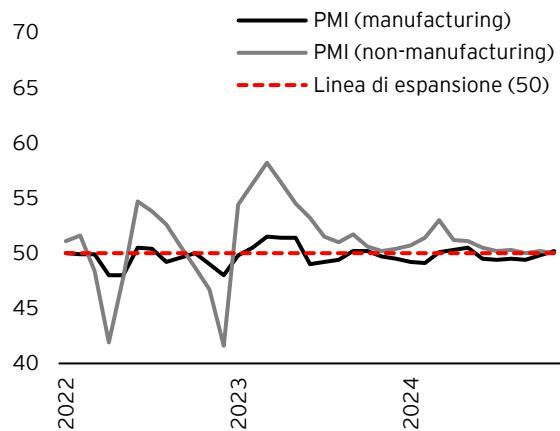
Analizzando gli ultimi dati, l'economia cinese mostra una crescita nel secondo trimestre del 2024 del 4,6% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 5,3% e 4,7% rispettivamente nel primo e secondo trimestre. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, la crescita del terzo trimestre si è attestata allo 0,9%, dopo una crescita dell'1,5% e 0,5% nel primo e secondo trimestre.³⁶

In riferimento al comparto industriale, nel mese di ottobre il valore aggiunto è cresciuto del 5,3%, dopo aver registrato nel mese di settembre

una crescita simile (5,2%) ed una crescita più contenuta ad agosto (4,5%), segnando una parziale accelerazione rispetto alla dinamica dei mesi precedenti. Questa performance è in parte dovuta alla crescita del valore aggiunto della manifattura di computer e altri macchinari elettronici (10,5%) e del comparto farmaceutico (7,8%).³⁷

In riferimento alle attese degli operatori del comparto manifatturiero e non manifatturiero, l'indice PMI (Purchasing Manager Index) diffuso dal National Bureau of Statistics of China mostra un andamento leggermente positivo o in linea con la soglia di espansione (50).³⁸

Figura 14: Purchasing Managers Index (PMI), attività manifatturiera e non manifatturiera, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati National Bureau of Statistics of China. Ultimo dato disponibile: novembre 2024.

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione da gennaio ad ottobre 2024 del 10,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questa tendenza al ribasso è confermata anche dai dati nei mesi precedenti, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.³⁹

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita nei primi dieci mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente si attesta al 3,4%, con una crescita importante nell'industria della

³⁵ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: October 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/october2024>.

³⁶ Preliminary Accounting Results of GDP for the Third Quarter of 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202410/t20241025_1957137.html.

³⁷ Industrial Production Operation in October 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202411/t20241127_1957585.html.

³⁸ Purchasing Managers' Index for November 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202412/t20241204_1957641.html.

³⁹ Investment in Real Estate Development for Jan-Oct 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202411/t20241128_1957593.html.

produzione energetica (24,1%), nella lavorazione dei metalli non ferrosi (25,9%) e nell'industria degli altri mezzi di trasporto (33,0%).⁴⁰

In riferimento alle vendite al dettaglio, dalla fine del 2023 il tasso di crescita annuale è andato riducendosi progressivamente, con alcune poche eccezioni, fino al 2,1% registrato ad agosto. I mesi di settembre ed ottobre sono stati invece caratterizzati da una accelerazione delle vendite, con una crescita, rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, rispettivamente del 3,2% e 4,8% a settembre ed ottobre 2024.⁴¹

Un contributo positivo alla crescita viene fornito dalle esportazioni nette. Le esportazioni hanno registrato, ad ottobre 2024, una crescita tendenziale dell'11,2% a fronte di un calo delle importazioni del 3,7%.⁴² Il contributo positivo delle esportazioni alla crescita si conferma anche

nell'analisi dell'andamento dei primi dieci mesi del 2024, grazie ad una crescita delle esportazioni maggiore rispetto a quella delle importazioni (rispettivamente 6,7% e 3,2%).

Se nel complesso lo scenario internazionale presenta quindi una generale ripresa, ci sono ancora numerosi fattori di incertezza e fragilità che lo caratterizzano, tenuto conto di una situazione geopolitica ancora complessa, una crescita più moderata in alcune economie rispetto al periodo precedente la pandemia, cambiamenti negli assetti politici di paesi chiave dell'economia mondiale, e prezzi delle materie prime sostanzialmente in calo ma caratterizzati da una certa volatilità.

⁴⁰ Investment in Fixed Assets from January to October 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202411/t20241127_1957586.html.

⁴¹ Total Retail Sales of Consumer Goods in October 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202411/t20241128_1957594.html.

⁴² Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La crescita annuale delle esportazioni si attesta al 12,7% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al -2,3%.

Il quadro europeo

Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali

Nel terzo trimestre del 2024 l'Eurozona ha registrato una crescita congiunturale (rispetto quindi al trimestre precedente) dello 0,4%, dopo un trimestre di crescita più contenuta (0,2% nel secondo trimestre) ed uno di crescita sostanzialmente in linea con quanto sperimentato nel trimestre attuale (0,3% nel primo trimestre). L'andamento del terzo trimestre è principalmente dovuto ad una performance positiva della Spagna, che continua a segnare una crescita sostenuta (0,8% nel terzo e secondo trimestre, 0,9% nel primo), ad una più modesta crescita per Francia e Germania (rispettivamente 0,4% e 0,1%) ed una stagnazione dell'Italia (0,0%).

Passando dall'analisi congiunturale ad un'analisi tendenziale (ovvero rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), la Spagna si mostra come il paese a maggiore crescita, con un incremento del PIL nel terzo trimestre del 3,4%, dopo una crescita del 3,2% e 2,6% rispettivamente nel secondo e primo. Anche la Francia mostra una dinamica positiva, anche se nettamente inferiore rispetto a quella spagnola: nel terzo trimestre il PIL ha segnato una crescita dell'1,2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a seguito di una crescita dello 0,9% e 1,4% rispettivamente nel secondo e primo trimestre. Crescita sottotono invece per l'Italia, con un aumento del PIL dello 0,4% (dopo una crescita dello 0,7% e 0,3%). Continua la dinamica negativa della Germania, che nel terzo trimestre segna una contrazione dello 0,3%, dopo una riduzione del -0,1% e -0,2% nel primo e secondo trimestre di questo anno. Il terzo trimestre rappresenta, per la Germania, il quinto trimestre di recessione sotto il profilo tendenziale. Nel complesso, l'Eurozona segna una crescita tendenziale nel terzo trimestre dello 0,9%.

Figura 15: PIL e contributi per paese, Eurozona - var. % YoY

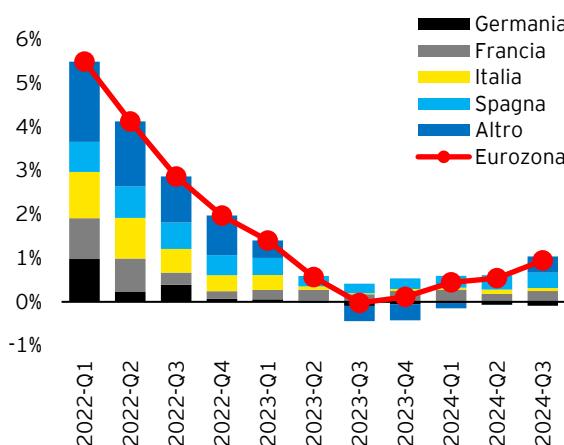
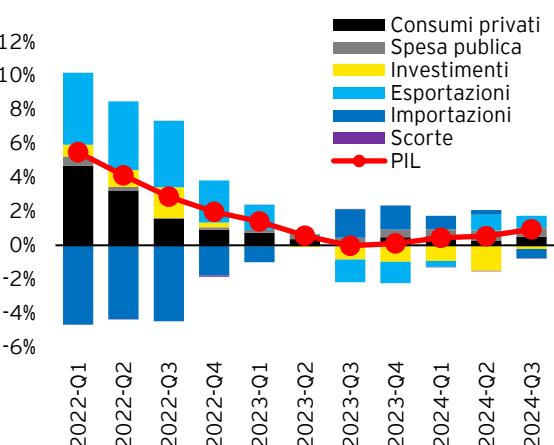


Figura 16: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

L'andamento della produzione industriale continua a riflettere segnali di debolezza dell'economia dell'Eurozona. Nel mese di settembre, infatti, la produzione industriale ha registrato una contrazione del 2,0% rispetto al mese precedente, dopo una crescita dell'1,5% nel mese precedente ed una contrazione dello 0,2% a luglio. In termini tendenziali, il quadro appare ancora più complesso. Nel mese di settembre, infatti, la produzione industriale ha segnato una contrazione del 2,4%, che fa seguito a sedici mesi di contrazione tendenziale (al netto del mese di dicembre del 2023, in cui è stata registrata una timida crescita dello 0,2%). A luglio ed agosto è stata registrata una contrazione rispettivamente del 2,0% e dello 0,3%.

Scendendo nel dettaglio congiunturale dei principali paesi dell'Eurozona, l'andamento dell'industria in Germania mostra i segnali più evidenti di debolezza, con una contrazione congiunturale del 2,4% a settembre, dopo una contrazione del 3,3% ed una successiva crescita del 3,2% nei mesi di luglio ed agosto. In contrazione anche la produzione industriale italiana e francese, con una riduzione rispettivamente dello 0,4% e 0,7% a settembre 2024, mentre si differenzia la produzione industriale spagnola per una crescita dell'1,0%.

Figura 17: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

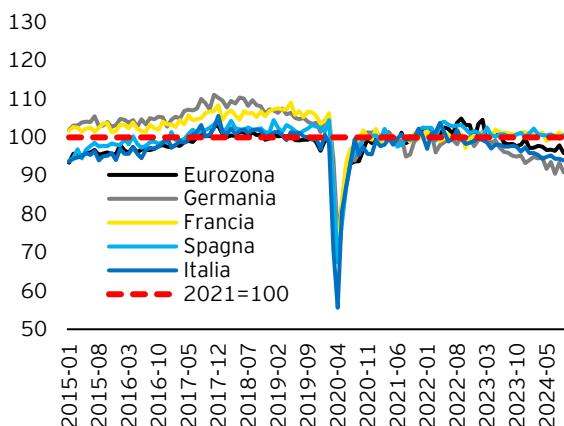
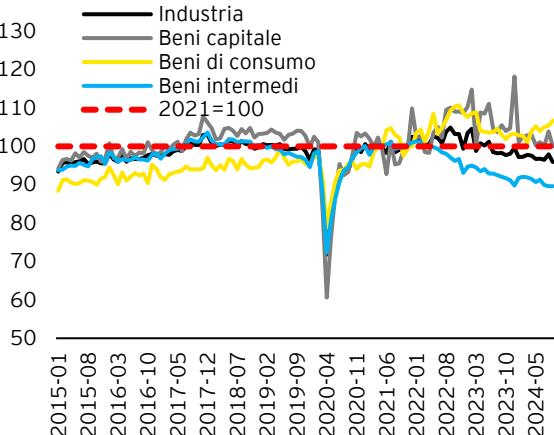


Figura 18: Produzione industriale per tipologia di bene, Eurozona - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Per la produzione industriale si fa riferimento ai codici NACE Rev. 2 B-D (*Mining and quarrying; manufacturing; electricity, gas, steam and air conditioning supply*). Ultimo dato disponibile: settembre 2024.

Analizzando le principali macrocategorie dei beni industriali, la produzione dei beni intermedi rappresenta la categoria più critica, confermando in questi mesi l'andamento negativo in campo dal 2022. Settembre 2024 rappresenta, infatti, il trentunesimo mese consecutivo di contrazione tendenziale (ovvero della variazione rispetto allo stesso mese dell'anno precedente), con una contrazione del 2,7%, che segue una riduzione del 3,1% ad agosto. Da un punto di vista congiunturale, invece, a settembre si registra una crescita nulla dopo due mesi di contrazione (-1,5% e -0,3% rispettivamente nei mesi di luglio ed agosto).

L'analisi dell'indicatore PMI⁴³ per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e tempestivi dell'andamento dei principali settori dell'economia. Le ultime rilevazioni del PMI manifatturiero mostrano un clima complessivamente poco ottimista, ma con segnali misti da parte delle principali economie. La Spagna rappresenta l'unico dei quattro maggiori paesi dell'Eurozona in cui l'indice PMI manifatturiero ha registrato valori superiori al livello di espansione (definito da un valore di 50), ma in calo negli ultimi mesi. L'Italia mostra invece dei valori sotto la linea di espansione ed in forte riduzione negli ultimi mesi. Appare invece più complessa la situazione francese e tedesca.

In parte migliore la percezione dell'andamento dell'attività nel settore dei servizi, con la Spagna che registra valori sopra la linea di espansione, l'Italia e la Germania leggermente al di sotto e la Francia che mostra valori meno incoraggianti.

⁴³ L'indice PMI (Purchasing Managers' Index) è uno degli indici congiunturali più popolari, ovvero un indice della direzione prevalente delle tendenze economiche nei settori manifatturiero, delle costruzioni e dei servizi, ottenuto grazie ad indagini tempestive condotte sulle aziende più rappresentative dei settori di riferimento. Valori superiori a 50 indicano una tendenza di crescita dell'attività economica, valori inferiori a 50 una sua diminuzione.

Figura 19: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

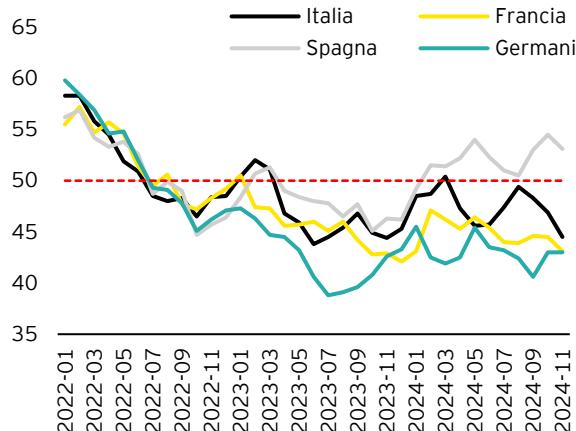
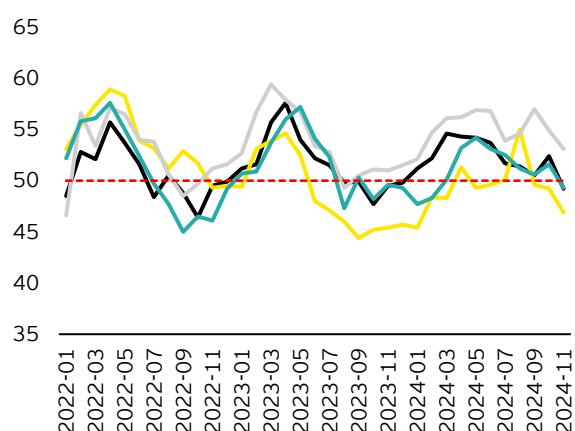


Figura 20: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Global. Ultimo dato disponibile: novembre 2024.

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Con l'incontro del 12 dicembre 2024, la Banca Centrale Europea segna il quarto taglio dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria, dopo quello di ottobre 2024,⁴⁴ taglio che trova giustificazione nell'andamento attuale dell'inflazione e nelle proiezioni per gli anni futuri (tasso di inflazione al 2,1% nel 2025, 1,9% nel 2026 e 2,1% nel 2027).⁴⁵

Figura 21: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

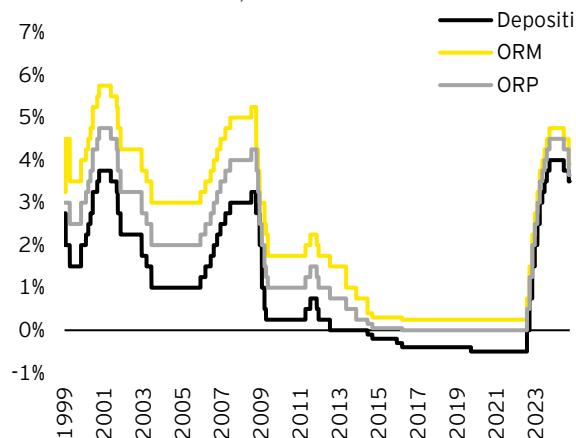
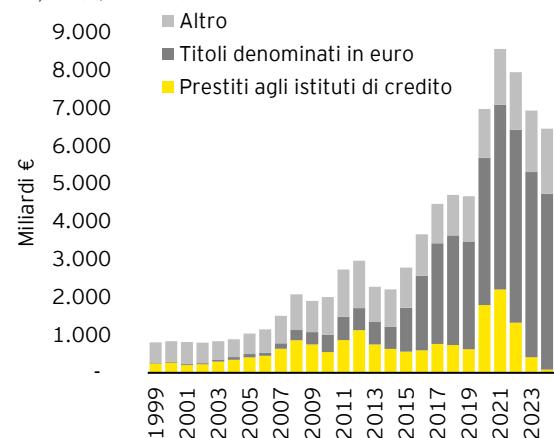


Figura 22: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (BCE). ORM = operazioni di rifinanziamento marginale; ORP = operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso sui depositi fa riferimento ai depositi presso la banca centrale. Voci di bilancio - prestiti agli istituti di credito: si considerano i prestiti agli istituti di credito dell'area dell'euro connessi a operazioni di politica monetaria denominati in euro (tra le diverse voci rientrano le operazioni di rifinanziamento principali e LTRO); titoli denominati in euro: si considerano i titoli denominati in euro di residenti nell'area dell'euro (tra le diverse voci rientrano le attività acquisite per finalità di politica monetaria); altro: tra le diverse voci rientrano l'oro e i crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro. L'ultimo dato disponibile per il 2024 fa riferimento al *weekly financial statement* del 6 dicembre 2024.

⁴⁴ ECB, Monetary policy decisions, 17 October 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp241017-aa366eaf20.en.html>.

⁴⁵ ECB, Monetary policy decisions, 12 December 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp241212-2acab6e51e.en.html>.

Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale⁴⁶ si attestano quindi rispettivamente al 3,15%, al 3,40% e al 3,00%.

Il ciclo restrittivo di politica economica in atto dalla metà del 2023, ed interrotto solo recentemente dalle ultime riduzioni dei tassi, assieme ad un rientro più o meno significativo di alcuni fattori esterni, hanno permesso una riduzione della crescita del livello dei prezzi.

Figura 23: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % YoY

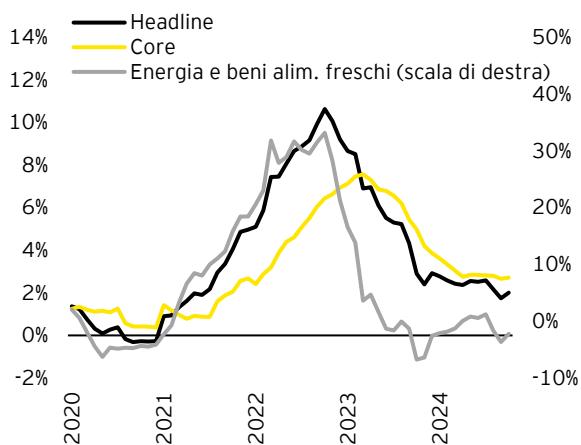
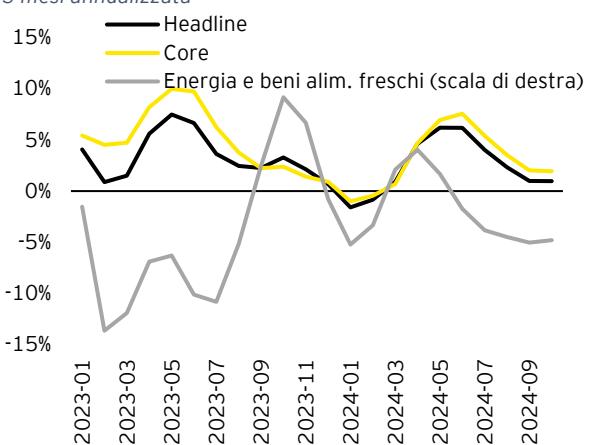


Figura 24: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % 3 mesi su 3 mesi annualizzata



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. La misura *headline* considera tutti i beni nel paniere di calcolo della variazione dei prezzi; la misura *core* considera i beni del paniere *headline* al netto di energia e beni alimentari freschi. I tassi fanno riferimento ai tassi armonizzati. Ultimo dato disponibile: ottobre 2024.

Ad ottobre l'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi), si è attestata nell'Eurozona al 2,0%, in calo rispetto a quanto sperimentato nella prima parte dell'anno (media tra gennaio e giugno pari al 2,5%), mentre l'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)⁴⁷ continua a mostrare valori più elevati (2,7% ad ottobre, con una media gennaio-giugno del 3,1%). Un fenomeno simile si è avuto anche durante la crisi pandemica, quando il prezzo dell'energia si è ridotto significativamente a causa del rallentamento dell'attività economica mondiale: un tasso di inflazione *core* maggiore del tasso di inflazione *headline* sta ad indicare, infatti, un tasso di variazione della componente di fondo superiore a quella dell'energia e dei beni alimentari freschi.

L'andamento discendente dell'inflazione è confermato anche dall'analisi trimestrale dell'indice dei prezzi al consumo. Calcolando il tasso di variazione annualizzato⁴⁸ della media trimestrale dell'indice dei prezzi al consumo rapportato alla media trimestrale precedente, si nota come negli ultimi mesi l'inflazione *headline* e *core* siano andati progressivamente riducendosi, grazie anche ai valori negativi registrati per i beni energetici ed alimentari freschi.

Nel complesso, quindi, è possibile affermare che la politica monetaria della Banca Centrale Europea ha giocato un ruolo importante nella riduzione della crescita del livello dei prezzi. È importante però sottolineare come non tutti i cicli di restrizione monetaria sono riusciti in passato a riportare l'inflazione

⁴⁶ Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che la BCE fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Questo tasso definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale. Gli altri due tassi di riferimento sono il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM). Il tasso sulle ORP definisce il costo al quale le banche possono ottenere credito dalla banca centrale con scadenza a una settimana. Se le banche necessitano di liquidità overnight, possono ricorrere alle operazioni di rifinanziamento marginale corrispondendo un tasso più elevato. Per maggiori informazioni, si rimanda a https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index_it.html.

⁴⁷ Si fa riferimento alla definizione di inflazione di fondo dell'ISTAT, che considera l'indice dei prezzi al consumo al netto delle variazioni dei beni energetici e dei beni alimentari freschi.

⁴⁸ Il tasso di variazione annualizzato è utilizzato per riflettere l'entità della variazione di una variabile nell'arco di un anno se avesse continuato a crescere al tasso specifico. Per maggiori informazioni, <https://www.dallasfed.org/research/basics/annualizing>.

verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi, che rappresenta quindi un risultato non scontato sia nel raggiungimento dell'obiettivo stesso che nel modo in cui questo viene raggiunto.

Il cosiddetto *soft landing* (in questo caso definito come rientro dall'inflazione senza causare una recessione), infatti, è spesso difficile da realizzare, in quanto richiede un attento bilanciamento tra due forze che vanno in direzioni opposte: il rallentamento dell'economia per riportare l'inflazione verso l'obiettivo e l'innesto di una recessione. I *soft landing* si verificano in genere quando il picco dell'inflazione è più basso, in particolare in riferimento all'inflazione di fondo (l'inflazione complessiva che esclude le componenti volatili come beni alimentari ed energetici). Altri fattori includono un aumento modesto della disoccupazione, perdite ridotte nel mercato azionario e aspettative di inflazione ancorate. Gli *hard landing*, invece, spesso si accompagnano ad una crisi finanziaria, ad un rallentamento prolungato dei prestiti alle imprese e alle famiglie e ad un'elevata disoccupazione, anche quando i tassi vengono ridotti in modo repentino. Questi tagli, inoltre, non producono in genere alcuna differenza significativa nei risultati dell'inflazione stessa. Nell'andamento dell'inflazione e dell'economia dell'Eurozona è possibile identificare degli elementi che indicano che nell'attuale ciclo monetario restrittivo si eviterà un *hard landing*, a meno di nuovi shock negativi nell'economia.⁴⁹

Considerato la riduzione del tasso di inflazione ed un livello ancora elevato, anorché in riduzione, dei tassi di interesse di politica monetaria, i tassi di interesse reali sono tornati a valori positivi dalla fine del 2023, e hanno raggiunto i livelli sperimentati tra il 2013 ed il 2016.

Figura 25: Tasso di interesse reale, Eurozona - Famiglie (acquisto di una abitazione)

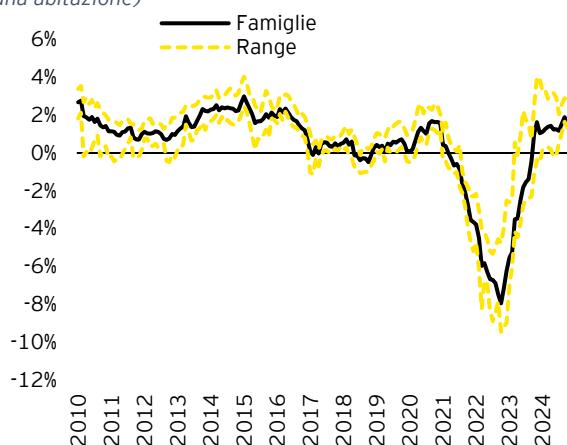
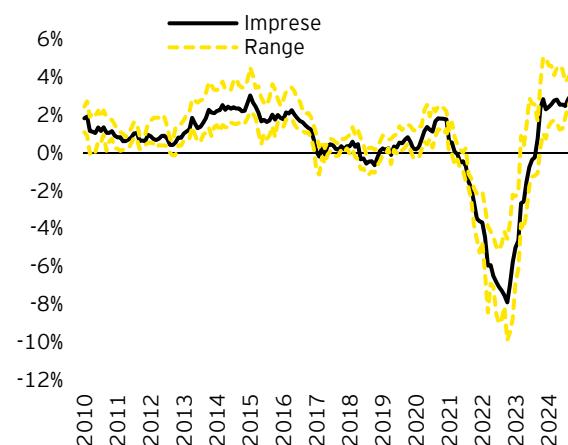


Figura 26: Tasso di interesse reale, Eurozona - Imprese



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, BCE. Ultimo dato disponibile: ottobre 2024.

Oltre al livello dei tassi di interesse reali, ad inficiare sulle scelte di investimento e consumo di imprese e famiglie pesano anche le aspettative circa i tassi reali stessi.⁵⁰ Queste aspettative sono, a loro volta, influenzate da diversi fattori. Tra questi, è importante sottolineare come gli agenti economici aggiustano le loro aspettative sui tassi di interesse seguendo il percorso della politica monetaria. A questo proposito, i dati della *Consumer Expectations Survey*⁵¹ rivelano che i consumatori con un alto livello di alfabetizzazione finanziaria adattano le loro aspettative più rapidamente di quelli con un basso livello di alfabetizzazione finanziaria. Ciò implica a sua volta che un maggior grado di alfabetizzazione finanziaria potrebbe potenzialmente migliorare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, inducendo i consumatori ad azioni in linea con gli obiettivi della banca centrale.⁵²

⁴⁹ The ECB Blog (2024) - Delivering a soft landing: a historical perspective of monetary policy cycles.

⁵⁰ The ECB Blog (2024) - Monetary policy transmission: why consumers' housing situations matter.

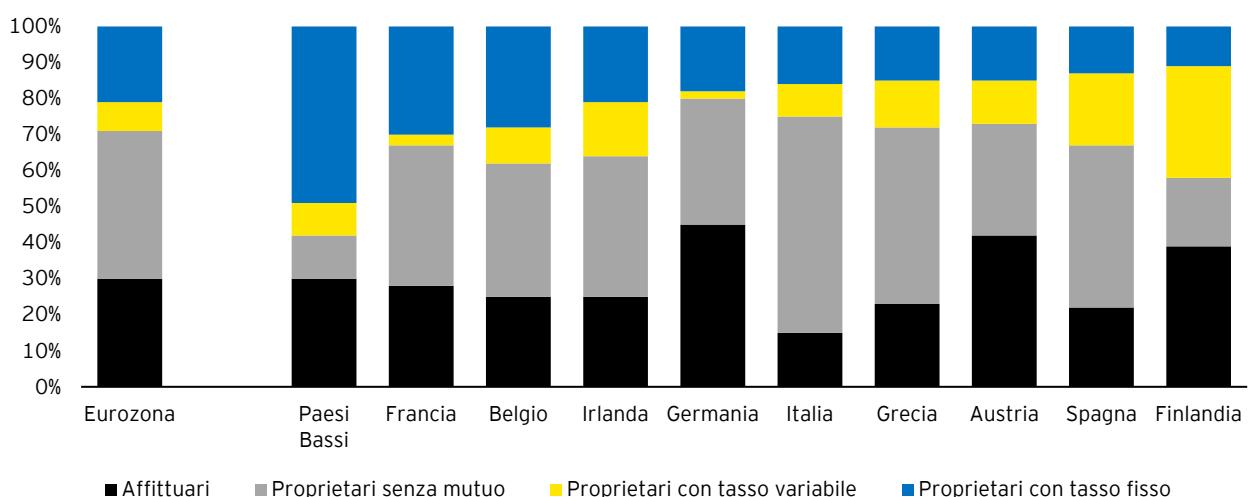
⁵¹ L'indagine sulle aspettative dei consumatori (*Consumer Expectations Survey*, CES) raccoglie informazioni ad alta frequenza sulle percezioni e sulle aspettative dei consumatori dell'Eurozona riguardo all'economia, nonché sul loro comportamento economico e finanziario. L'indagine aiuta la Banca Centrale Europea a perseguire il mandato di stabilità dei prezzi migliorando la base analitica dell'analisi economica e monetaria della BCE. Questo, a sua volta, migliora la comprensione delle vulnerabilità finanziarie del settore delle famiglie e delle sfide alla stabilità finanziaria. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/consumer_exp_survey/html/index.en.html.

⁵² The ECB Blog (2024) - Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions.

Tra le diverse tipologie di investimento influenzate dall'andamento dei tassi di interesse, è interessante soffermarsi sugli investimenti immobiliari delle famiglie. Tassi di interesse più bassi possono infatti incoraggiare le famiglie a prendere in considerazione l'acquisto e il finanziamento di una abitazione tramite un mutuo. Tassi di interesse più elevati, invece, potrebbero essere un motivo per rimandare tale decisione. Ciò evidenzia il ruolo importante che le aspettative dei consumatori sui tassi di interesse svolgono nella trasmissione della politica monetaria, rappresentando un fattore importante da considerare per la Banca Centrale.^{53,54}

Soffermandosi sul mercato immobiliare e sulle aspettative delle famiglie, è importante sottolineare come la trasmissione della politica monetaria sia fortemente legata alla situazione abitativa e ipotecaria delle famiglie. A questo proposito è possibile individuare quattro potenziali categorie di famiglie o consumatori, ovvero gli affittuari, i proprietari di immobile senza mutuo, i proprietari con mutuo a tasso fisso ed i proprietari con mutuo a tasso variabile.

Figura 27: Condizione abitativa ed ipotecaria delle famiglie - % su totale



Fonte: Elaborazioni EY su dati CES (Consumer Expectations Survey), febbraio 2024.

A causa delle differenze nell'Eurozona della composizione delle famiglie in termini di condizione abitativa ed ipotecaria, la trasmissione della politica monetaria della Banca Centrale Europea è stata probabilmente più rapida nei paesi con una quota maggiore di proprietari di immobili con mutuo a tasso variabile e più lenta in quelli con un mutuo a tasso fisso.⁵⁵

Oltre al canale immobiliare, tra gli altri canali attraverso i quali la politica monetaria si riverbera nell'economia reale è interessante porre l'attenzione sul canale del credito bancario. Un recente studio ha infatti dimostrato che gli aumenti dei tassi di interesse di riferimento della BCE tra luglio 2022 e settembre 2023 hanno avuto un impatto al ribasso importante sulla crescita del PIL e sull'inflazione in parte dovuto alla risposta dell'offerta di credito bancario.⁵⁶

A questo proposito, le informazioni fornite dall'ultima edizione della Bank Lending Survey⁵⁷ dell'Eurozona offrono degli spunti interessanti.⁵⁸

⁵³ Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

⁵⁴ Mishkin, F. S., (2007). Housing and the monetary transmission mechanism, NBER Working Paper 13518.

⁵⁵ The ECB Blog (2024) - Monetary policy transmission: why consumers' housing situations matter.

⁵⁶ Conti, A. M., Neri, S., & Notariopietro, A. (2024). *Credit strikes back: the macroeconomic impact of the 2022-23 ECB monetary tightening and the role of lending rates* (No. 884). Bank of Italy, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers).

⁵⁷ La Bank Lending Survey (BLS) è condotta dal gennaio del 2003 dalle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato la moneta unica in collaborazione con la Banca Centrale Europea. Si rivolge ai responsabili delle politiche del credito delle principali banche dell'area (circa 150). L'indagine consente di evidenziare in maniera distinta, da un lato, i fattori che influenzano l'offerta di credito nonché i termini e le condizioni praticate alla clientela e, dall'altro, l'andamento della domanda di credito con le relative determinanti.

⁵⁸ The euro area bank lending survey - Second quarter of 2024.

Figura 28: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le imprese, Eurozona - percentuale netta di rispondenti

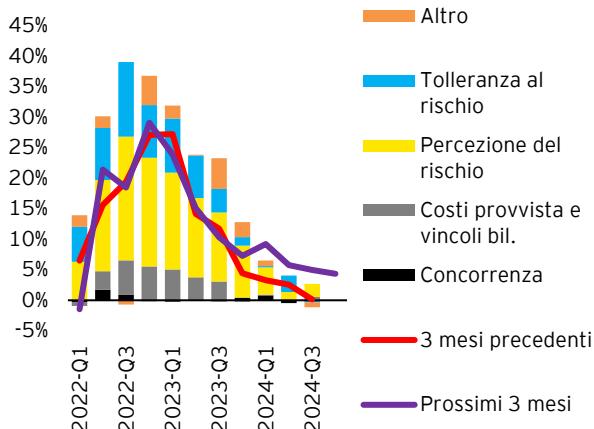
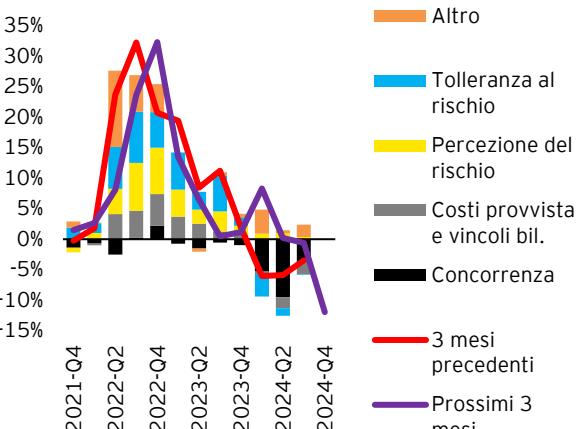


Figura 29: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (Bank Lending Survey). Per le famiglie si fa riferimento alle condizioni di offerta relative ai prestiti per l'acquisto di una abitazione. Le percentuali nette sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevolmente inasprito" e "leggermente inasprito" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "leggermente allentato" e "notevolmente allentato" in riferimento al cambiamento delle condizioni del credito. Le percentuali nette per le risposte alle domande relative ai fattori contribuenti sono definite come la differenza tra la percentuale di banche che dichiarano che un determinato fattore ha contribuito a un inasprimento e la percentuale di banche che dichiarano che ha contribuito ad un allentamento.

In riferimento all'offerta di credito bancario alle imprese, le banche dell'Eurozona hanno segnalato di aver mantenuto invariate le condizioni di offerta dei prestiti nel terzo trimestre del 2024 (percentuale netta di banche pari allo 0%), dopo più di due anni di inasprimenti delle condizioni.

Le percezioni di rischio delle banche relative alle prospettive economiche e alle situazioni specifiche delle imprese hanno continuato ad avere un lieve impatto restrittivo. Il costo dei fondi e i vincoli di bilancio delle banche, la loro tolleranza al rischio e la concorrenza hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro, come nei trimestri precedenti. Interessante notare inoltre come in alcune delle principali economie la percezione del rischio abbia portato a risultati differenti (percezione del rischio come fattore di inasprimento delle condizioni in Germania, e come fattore di allentamento in Spagna). Nel quarto trimestre del 2024 le banche dell'Eurozona prevedono un moderato inasprimento netto dei prestiti alle imprese (percentuale netta del 4%), che fa riferimento sia ai prestiti alle piccole e medie imprese, sia alle grandi imprese, indipendentemente dalla durata (breve o lungo termine) dei prestiti stessi.

In relazione ai prestiti alle famiglie e, nello specifico, a quelli per l'acquisto di una abitazione, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un ulteriore allentamento netto delle condizioni di offerta dei prestiti alle famiglie (percentuale netta di banche pari a -3%). Questo rappresenta il terzo allentamento netto consecutivo dopo che le condizioni di credito si sono inasprite nel periodo compreso tra il 2022 ed il 2023. L'allentamento netto è stato leggermente più pronunciato di quanto le banche avessero previsto nel trimestre precedente (-1%). A determinare questo risultato sono state quasi esclusivamente le banche francesi, che hanno segnalato un forte allentamento; le banche tedesche hanno segnalato un moderato inasprimento netto e le banche di tutti gli altri paesi dell'Eurozona hanno segnalato delle condizioni complessive sostanzialmente invariate.

Sempre in riferimento ai prestiti, è inoltre da sottolineare come il rischio di credito sia aumentato gradualmente negli ultimi trimestri, nonostante non abbia raggiunto i livelli di deterioramento suggeriti dalle misure principali del rischio di credito bancario basate sulle regolarità storiche a fronte di prospettive economiche deboli per l'Eurozona, tassi di interesse più elevati e un numero crescente di fallimenti. Parte di questo contenimento del rischio di credito nei bilanci bancari può essere attribuita al fatto che, dall'inizio

del ciclo di restrizione monetaria, le banche hanno attivamente riallocato i loro portafogli verso attività più sicure, riducendo così i potenziali rischi per i bilanci.⁵⁹

In riferimento all'andamento del mercato del lavoro, questo continua a mostrare segni di robustezza anche se in leggero raffreddamento. Uno strumento che permette di analizzare la sua dinamica è la curva di Beveridge, che indaga la relazione tra tasso di disoccupazione e posti vacanti nell'economia (*job vacancy rate*⁶⁰), restituendo così informazioni sullo stato di salute dell'economia stessa e sulle caratteristiche del mercato del lavoro. La relazione tra le due variabili in analisi è generalmente una relazione inversa: ad un maggiore tasso di disoccupazione, infatti, si accompagna generalmente un *vacancy rate* minore, e viceversa. Analizzando la dinamica della curva di Beveridge nei tre periodi principali che hanno caratterizzato gli ultimi 15 anni, ovvero il periodo compreso tra il 2010 ed il 2014 (successivo alla crisi finanziaria e comprensivo della crisi dei debiti sovrani), il periodo compreso tra il 2015 ed il 2020 (comprensivo della pandemia) ed il periodo compreso tra il 2021 ed il 2024 (periodo successivo alla pandemia e caratterizzato da un aumento dell'incertezza a causa di eventi geopolitici avversi), è possibile ottenere delle informazioni interessanti.

Il segmento della curva di Beveridge relativo al periodo 2021-2024 è stato infatti caratterizzato, inizialmente, da una pendenza maggiore rispetto a quello dei due periodi precedenti, a dimostrazione di un mercato del lavoro in cui le aziende fanno maggiore fatica nel trovare la manodopera necessaria allo svolgimento delle loro attività. Questo si traduce, a sua volta, in maggiore potere contrattuale dei lavoratori, che può portare ad un maggiore aumento dei salari nelle contrattazioni salariali. Negli ultimi trimestri si è inoltre assistito ad un calo del *vacancy rate*, segnale di un parziale raffreddamento del mercato del lavoro, accompagnato da un tasso di disoccupazione ai minimi storici (intorno al 6% a fine 2024). L'andamento descritto del mercato del lavoro nell'Eurozona ha un effetto duplice sul tasso di inflazione: da un lato, infatti, la riduzione del *vacancy rate* si traduce in minori pressioni al rialzo dei salari, che riduce a sua volta il supporto che questi ultimi possono dare ai consumi e quindi all'aumento dei prezzi; dall'altro la diminuzione del tasso di inflazione si traduce in un aumento del reddito reale delle famiglie, con potenziali impatti positivi sui consumi e, di conseguenza, sul rialzo dei prezzi.

Figura 30: Curva di Beveridge, Eurozona

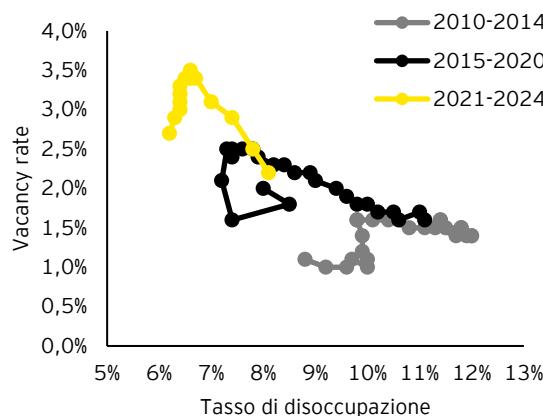
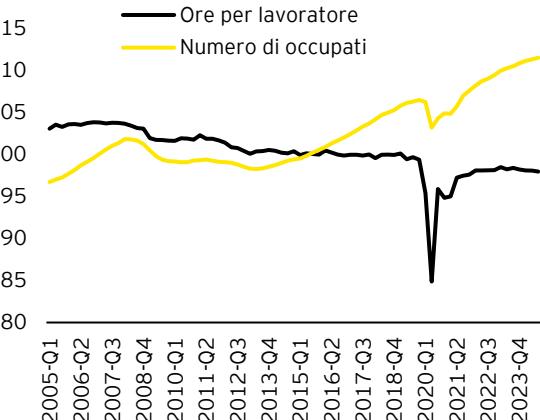


Figura 31: Ore per lavoratore e numero di occupati, Eurozona - indice, 2015=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Ultimo dato disponibile: figura 30 - secondo trimestre 2024; figura 31 - terzo trimestre 2024.

⁵⁹ Barbiero, F., & Dimou, M. (2024). Credit risk and bank lending conditions. Economic Bulletin Boxes, 4.

⁶⁰ Il *job vacancy rate* è definito come rapporto tra numero di posti vacanti e la somma tra numero di posti occupati e numero di posti vacanti. Una posizione vacante è definita come un posto retribuito che è di nuova creazione, non occupato o che sta per diventare vacante (i) per il quale il datore di lavoro sta prendendo provvedimenti attivi ed è pronto a prendere ulteriori misure per trovare un candidato idoneo al di fuori dell'impresa interessata; e (ii) che il datore di lavoro intende riempire immediatamente o entro un periodo di tempo specifico. Per maggiori informazioni, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job_vacancy_rate_\(JVR\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job_vacancy_rate_(JVR)).

Sempre in riferimento al mercato del lavoro, anche il numero di occupati continua ad aumentare, raggiungendo i massimi storici dal 1995 (circa 171 milioni di persone occupate nel terzo trimestre 2024⁶¹). È interessante però notare che, nonostante l'aumento del numero di occupati, il numero di ore lavorate per occupato è in calo, ad indicare una trasformazione del mercato del lavoro.

Questo fenomeno non riguarda solo gli ultimi trimestri, ma rappresenta una tendenza strutturale di lungo periodo,⁶² come mostrato dalla figura 31, e non riguarda solo le economie dell'Eurozona: le ore di lavoro medie nelle economie sviluppate hanno registrato un calo sin dal XIX secolo, ad esempio dimezzandosi tra il 1870 e il 2000 in Germania.⁶³ Più in generale, il numero medio di ore lavorate nei paesi OCSE sono diminuite di circa lo 0,5% all'anno tra il 1870 e i primi anni 2000, con l'eccezione importante degli Stati Uniti nel dopoguerra.⁶⁴ La riduzione strutturale del numero di ore lavorate è stata approfondita anche in diversi rapporti dell'OCSE;^{65,66} numerosi studi hanno inoltre rinvenuto tra i principali fattori a supporto della diminuzione delle ore di lavoro medie negli ultimi duecento anni non solo l'aumento dei diritti dei lavoratori, ma anche il progresso tecnologico.⁶⁷

Sempre in riferimento al mercato del lavoro, analizzando gli ultimi dati disponibili nell'Eurozona si nota come rispetto al periodo pre-pandemia (valori medi al 2019) i salari reali per ora lavorata nel terzo trimestre del 2024 abbiano registrato un aumento medio del 2,5%, sostenuti principalmente da una dinamica positiva del settore dei servizi (3,5%), diversamente da quanto registrato nell'industria (crescita sostanzialmente nulla).

Figura 32: Retribuzione reale per principali branche di attività, Eurozona - var. % 2019-2024-Q3

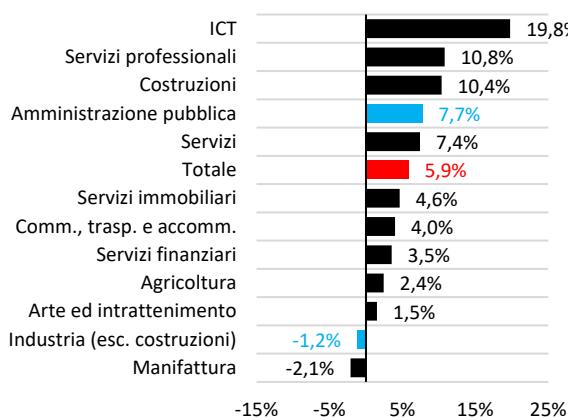
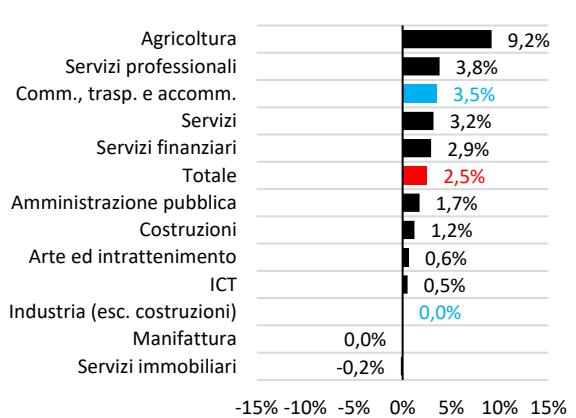


Figura 33: Retribuzione oraria reale per principali branche di attività, Eurozona - var. % 2019-2024-Q3



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

La dinamica salariale è inoltre attesa continuare a mostrare una dinamica positiva nel 2024 e nel 2025, anche se in rallentamento rispetto a quanto sperimentato precedentemente. Se da un lato la crescita dei salari è attesa quindi essere uno dei principali fattori dietro le dinamiche inflattive nel 2024, il minore contributo dei profitti all'aumento del livello dei prezzi potrebbe risultare in una dinamica inflattiva più contenuta. In particolare, riducendo la domanda e contenendo le aspettative di inflazione, la politica

⁶¹ Si considerano sia occupati dipendenti che autonomi. Per maggiori informazioni, https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/namq_10_esms.htm.

⁶² Astinova, D., Duval, R., Hansen, N. J., Park, B., Shibata, I., Toscani, F. (2024). Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe. International Monetary Fund, Working Paper, WP/24/2, January 2024.

⁶³ Messenger, J. C., Sangheon, L., McCann, D. (2007). Working Time Around the World: Trends in Working Hours, Laws, and Policies in a Global Comparative Perspective, International Labour Organization, Routledge, May 2007.

⁶⁴ Boppart, T., Krusell, P. (2020). Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective. The University of Chicago Press, January 2020, 128 (1), 118-157.

⁶⁵ OECD, "Working Hours: Latest Trends and Policy Initiatives," in "OECD Employment Outlook 1998: June" OECD Employment Outlook, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1998, pp. 153-188.

⁶⁶ OECD, "Working Time and Its Regulation in OECD Countries: How Much Do We Work and How?," in "OECD Employment Outlook 2021: Navigating the COVID-19 Crisis and Recovery" OECD Employment Outlook, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, July 2021.

⁶⁷ Greenwood, J., Vandenbroucke, G. (2005). Hours Worked: Long-Run Trends. NBER, Working Paper 11629.

monetaria restrittiva della Banca Centrale Europea è in grado di limitare il trasferimento dei costi delle imprese sui prezzi al consumo.⁶⁸

Nel complesso il quadro dell'Eurozona rimane molto complesso. Da un lato l'attività economica risulta sostanzialmente stagnante, con un comparto industriale che continua a mostrare segnali di difficoltà. La politica monetaria restrittiva ha avuto un ruolo importante nella riduzione dell'incremento del livello dei prezzi, ma il processo di rientro di inflazione sembra procedere ad un ritmo ridotto negli ultimi mesi anche a causa della dinamica positiva del mercato del lavoro e delle retribuzioni.

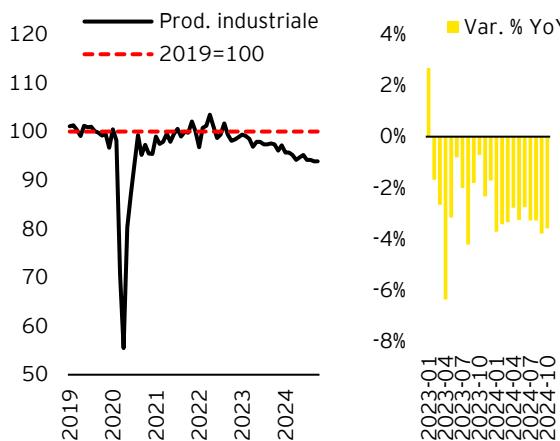
⁶⁸ ECB (2024). "Monetary policy and the disinflation process", Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the Banking & Payments Federation Ireland (BPFI) National Banking Conference.

L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale

Negli ultimi mesi la produzione industriale italiana ha continuato a seguire la traiettoria discendente delineata dalla seconda metà del 2022. Ad ottobre 2024 l'indice della produzione industriale è stato pari a 93,9, più di 6 punti percentuali in meno rispetto al 2019, segnando una variazione congiunturale nulla rispetto a settembre 2024, dopo una contrazione dello 0,3% a settembre.

Figura 34: Indice di produzione industriale (media 2019=100) e var. % YoY, Italia

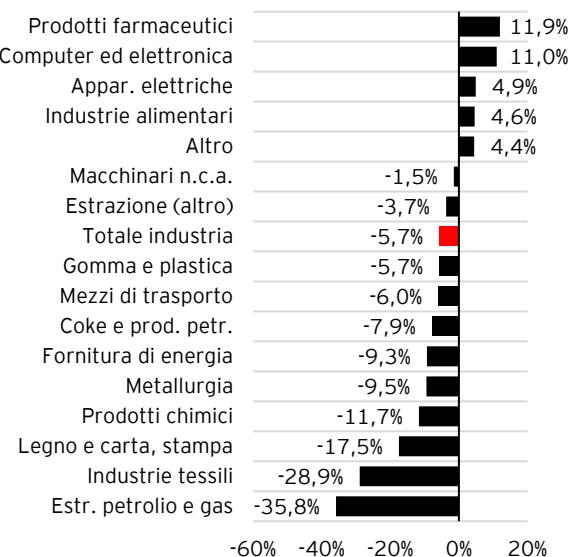


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: ottobre 2024.

L'andamento negativo dell'industria italiana è evidenziato dall'analisi della crescita tendenziale, ovvero rapportando il valore dell'indice rispetto al suo valore nello stesso mese dell'anno precedente. Nel mese di ottobre, infatti, la produzione industriale ha segnato una contrazione del 3,6% rispetto ad ottobre 2023, dopo una riduzione del 3,8% a settembre e del 3,3% ad agosto. Il mese di ottobre rappresenta il ventunesimo mese consecutivo di crescita tendenziale negativa (da febbraio 2023).

Scendendo nel dettaglio della produzione industriale, è possibile ottenere delle informazioni più precise su quali compatti registrano ancora dei livelli di produzione inferiori rispetto a quelli registrati nel periodo precedente la pandemia.

Figura 35: Indice della produzione industriale per compatti industriali, Italia - var. % media primi dieci mesi 2024 rispetto alla media primi dieci mesi 2019



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Macchinari n.c.a.: Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature non classificate altrove.

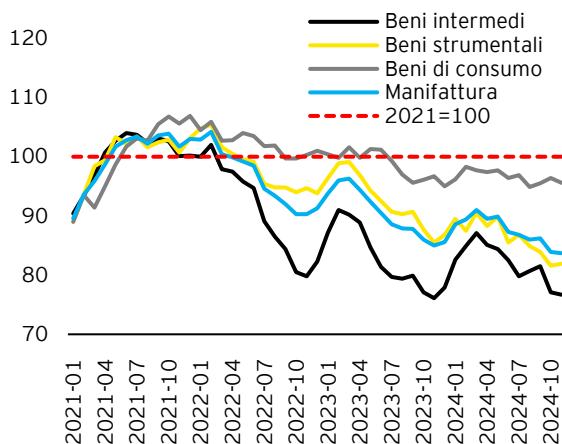
A questo proposito, l'industria dei prodotti farmaceutici, la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica, e la produzione di apparecchiature elettriche rappresentano i primi tre compatti industriali per *performance* positiva nei primi dieci mesi del 2024 rispetto alla produzione dei primi dieci mesi del 2019, con una crescita rispettivamente dell'11,9%, 11,0% e 4,9%.

All'opposto invece si evidenzia come il comparto dell'estrazione del petrolio greggio e gas naturale, l'industria tessile, l'industria dei prodotti in legno e carta, e la produzione di prodotti chimici siano ancora lontani dai livelli pre-

crisi (con una produzione inferiore rispettivamente del 35,8%, 28,9%, 17,5% e 11,7%).

La complessa situazione del comparto industriale italiano si riflette anche sul clima di fiducia delle imprese, in calo dalla fine del 2021, come mostrato dagli ultimi risultati dell'indagine ISTAT sulla fiducia delle imprese manifatturiere.⁶⁹

Figura 36: Clima di fiducia delle imprese manifatturiere, Italia - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Beni intermedi: beni utilizzati come input da un processo di produzione; Beni strumentali: beni impiegati per la produzione di altri beni (macchine, mezzi di trasporto, ecc.), destinati a essere utilizzati per un periodo superiore a un anno; beni di consumo: beni utilizzati senza ulteriore trasformazione per la soddisfazione diretta dei bisogni individuali o collettivi (in base alla loro durata si distinguono in beni di consumo durevoli e beni di consumo non durevoli). Per maggiori informazioni, <https://www.istat.it/storage/IstatData/Coeweb/Glossario.pdf>

Analizzando l'indice nel dettaglio, e considerando alcune delle sue componenti principali, è possibile notare come il clima di fiducia relativo alle imprese manifatturiere che producono beni intermedi stia sperimentando un calo più pronunciato rispetto a quanto registrato per le altre componenti.

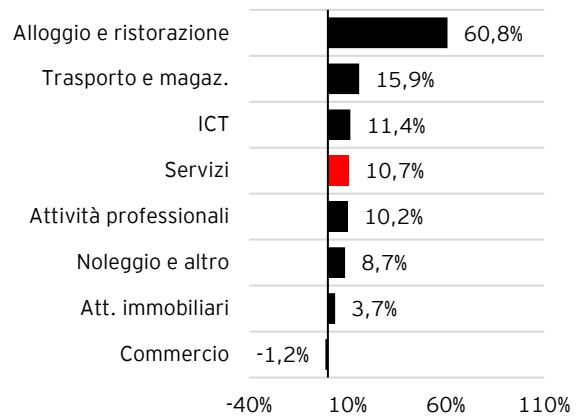
Questa dinamica è potenzialmente legata alla debolezza complessiva dell'industria dell'Eurozona e, in particolare, della Germania, che rappresenta uno dei principali mercati di sbocco per i prodotti intermedi italiani. Una

⁶⁹ L'indagine è finalizzata alla rilevazione di variabili qualitative quali giudizi e aspettative a breve termine (3 mesi) delle principali variabili aziendali (quali giudizi e aspettative su ordinativi, produzione e liquidità; giudizi sulle giacenze di prodotti finiti; aspettative sull'occupazione e sui prezzi di vendita) e valutazioni sulla situazione generale dell'economia italiana. Trimestralmente sono richieste

performance negativa dell'industria tedesca si traduce, quindi, in una minore richiesta di beni intermedi, che a sua volta comporta un rallentamento del comparto italiano.

Spostando l'attenzione sul settore dei servizi, che rappresenta più del 70% del valore aggiunto in Italia, è possibile notare come nel complesso ci sia stata una sostanziale ripresa del volume del fatturato, con una crescita nei primi nove mesi del 2024 rispetto ai primi nove mesi del 2021 di circa l'11%. Questo dato presenta una certa eterogeneità tra le diverse componenti del settore, nonostante complessivamente si registri una direzione positiva per i principali sotto-settori.

Figura 37: Indice del volume del fatturato dei servizi, Italia - var. % media primi nove mesi del 2024 rispetto alla media primi nove mesi del 2021



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Alloggio e ristorazione: Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione; Trasporto e magaz.: Trasporto e magazzinaggio; Attività professionali: Attività professionali, scientifiche e tecniche richieste dal regolamento STS; ICT.: Servizi di informazione e comunicazione; Noleggio e altro: Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese; Att. Immobiliari: Attività immobiliari; Commercio: Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli.

Nello specifico è interessante notare come i servizi di alloggio e ristorazione stiano crescendo ad un ritmo molto elevato, con una crescita nei primi nove mesi del 2024 rispetto allo stesso periodo del 2021 di circa il 61%. Più contenuti invece i tassi di crescita dei servizi di trasporto e magazzinaggio e dell'ICT (rispettivamente circa

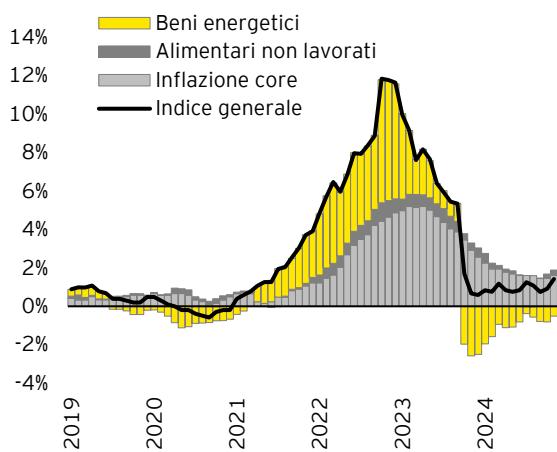
ulteriori informazioni su diversi aspetti aziendali dell'impresa (quali capacità produttiva, numero di ore lavorate, nuovi ordinativi, scorte di materie prime, volume delle esportazioni, ostacoli alla produzione, durata della produzione assicurata e grado di utilizzo degli impianti) e sulla posizione concorrenziale dell'impresa. L'unità di rilevazione e di analisi è l'impresa.

16% e 11%). L'unico settore che non ha ancora recuperato i valori registrati nel 2021 è quello del commercio (al dettaglio e all'ingrosso), che mostra un volume del fatturato inferiore di circa l'1,2%.

L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia

La crescita dell'indice dei prezzi al consumo rimane contenuta negli ultimi mesi, facendo seguito ad un andamento in atto dalla fine del 2023. A novembre 2024 l'inflazione complessiva è stata pari all'1,4%, in aumento rispetto ai valori registrati nei mesi precedenti (0,7% e 0,9% rispettivamente a settembre ed ottobre 2024). Nonostante l'aumento dell'inflazione a novembre rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti, i valori si attestano ancora al di sotto del target della Banca Centrale Europea (2%).

Figura 38: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



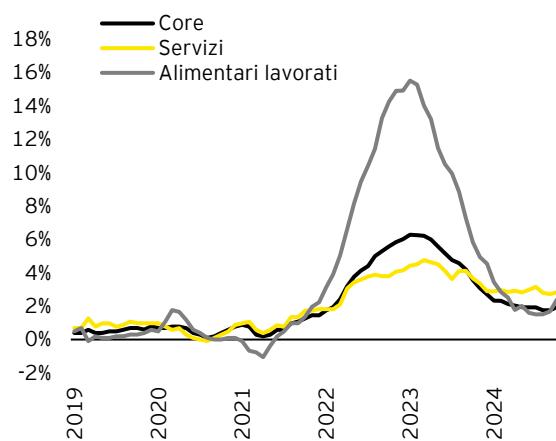
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: novembre 2024.

A contribuire alla debole crescita dell'indice dei prezzi al consumo sono principalmente i beni energetici, che negli ultimi mesi continuano a contenere la crescita dei prezzi. In particolare, tra i beni energetici, il contributo negativo deriva dall'andamento dei prezzi dei beni non regolamentati, che nel mese di novembre hanno segnato una contrazione del 6,6%, dopo una

contrazione del 10,2% ed 11% rispettivamente ad ottobre e settembre 2024.

In riferimento all'inflazione di fondo (inflazione *core*, ovvero l'inflazione calcolata sul paniere di beni totale al netto dei beni alimentari non lavorati e dei beni energetici), a novembre si è attestata all'1,9%, in leggero aumento rispetto a quanto registrato nei due mesi precedenti (1,8% a settembre ed ottobre). L'andamento dell'inflazione di fondo si mostra quindi persistente nella seconda metà dell'anno. L'indice dei prezzi dei servizi rappresenta uno dei fattori principali della sua persistenza, attestandosi al 2,8% a novembre dopo aver registrato, nei due mesi precedenti, dei valori di poco inferiori al 3% (2,7% ad ottobre e 2,8% a settembre). In risalita invece l'inflazione riferita all'indice dei beni alimentari lavorati (2,4% a novembre dopo l'1,7% di ottobre).

Figura 39: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: novembre 2024.

Tornando all'inflazione nel suo complesso (inflazione *headline*), il ruolo significativo della componente alimentare ed energetica è confermato anche da recenti studi.⁷⁰ Questo fenomeno non è, inoltre, specifico per l'Italia: dato il carattere internazionale dello shock pandemico e geopolitico associato all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia,⁷¹ i potenziali fattori scatenanti dell'inflazione sono sostanzialmente comuni a tutti i principali paesi dell'Eurozona e non solo. Tra questi fattori è possibile citare i significativi aumenti dei prezzi dell'energia e dei

⁷⁰ Pisani, M., Tagliabracci, A. (2023). What Caused the Post-Pandemic Inflation in Italy? An Application of Bernanke and Blanchard (2023). An Application of Bernanke and Blanchard.

⁷¹ Ropele, T., Tagliabracci, A. (2024). "Perceived economic effects of the war in Ukraine: survey-based evidence from Italian firms", Applied Economics Letters, vol. 31(4), pages 275-280, February.

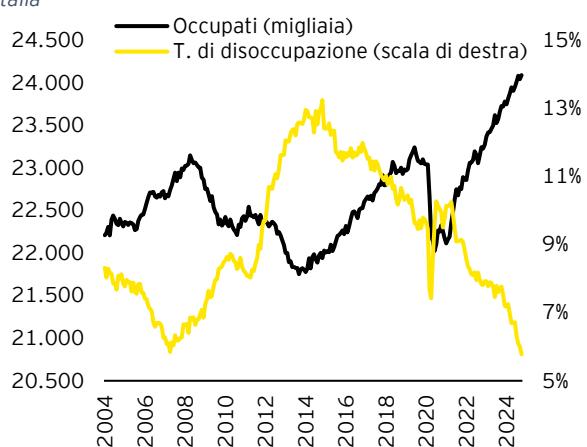
prodotti alimentari, le interruzioni delle catene di approvvigionamento, i tentativi delle imprese di aumentare i margini di profitto, l'aumento delle aspettative di inflazione a breve e lungo termine, la tensione sul mercato del lavoro e la rigidità dei salari reali.

È inoltre importante sottolineare come in Italia, contrariamente a quanto accaduto negli anni '70, il meccanismo che avrebbe potuto innescare una spirale salari-prezzi (uno shock iniziale dell'offerta che comporta un aumento dei prezzi, che a sua volta si propaga attraverso i salari e si radica nelle aspettative di inflazione) non si è manifestato. Gli aumenti dell'inflazione dovuti agli shock dei prezzi delle materie prime sono stati infatti consistenti, ma anche di durata relativamente breve.⁷²

La rigidità del mercato del lavoro non si è quindi al momento tradotta in forti pressioni salariali. Ciò suggerisce che il raffreddamento del mercato del lavoro in Italia e nell'Eurozona non sembra il fattore primario alla base delle pressioni inflazionistiche.⁷³

Sempre in relazione al mercato del lavoro, gli ultimi dati mostrano un numero di occupati elevato rispetto ai dati storici (circa 24,1 milioni ad ottobre, in aumento rispetto al dato del mese precedente), nonché un tasso di disoccupazione al 5,8%.

Figura 40: Numero di occupati e tasso di disoccupazione, Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: ottobre 2024.

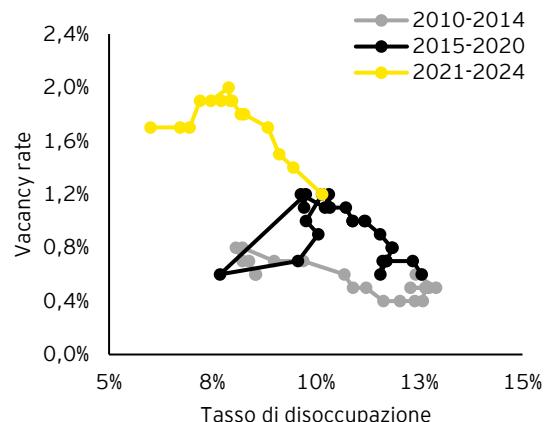
⁷² Corsello, F., Gomellini, M., Pellegrino, D. (2023). "Inflation and energy price shocks: lessons from the 1970s", *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers) 790, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.

È inoltre importante sottolineare come, da inizio 2022, i nuovi occupati siano stati inseriti prevalentemente con una tipologia di contratto permanente (più di 1,2 milioni), il che rappresenta un elemento positivo anche in termini di sostegno ai consumi e alla crescita.

Così come visto per l'analisi del mercato del lavoro nell'Eurozona, la curva di Beveridge offre degli spunti interessanti sull'attuale stato del mercato del lavoro anche in Italia. Scomponendo la dinamica della curva di Beveridge nei tre periodi di riferimento, ovvero 2010-2014, 2015-2020, 2021-2024, si nota come nel terzo periodo il *vacancy rate* abbia raggiunto valori mai sperimentati prima, mentre il tasso di disoccupazione si è avvicinato, per poi scendere sotto, al livello del 2010 (a fine 2024 il tasso di disoccupazione era intorno al 6%).

Quello che distingue, quindi, il segmento della curva di Beveridge del periodo 2021-2024 rispetto a quello degli altri due periodi è, oltre ad un tasso di disoccupazione in calo, l'elevato valore del *vacancy rate*, a dimostrazione di un mercato del lavoro in cui i datori di lavoro fanno fatica a reperire le risorse necessarie allo svolgimento dell'attività economica.

Figura 41: Curva di Beveridge, Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: terzo trimestre 2024.

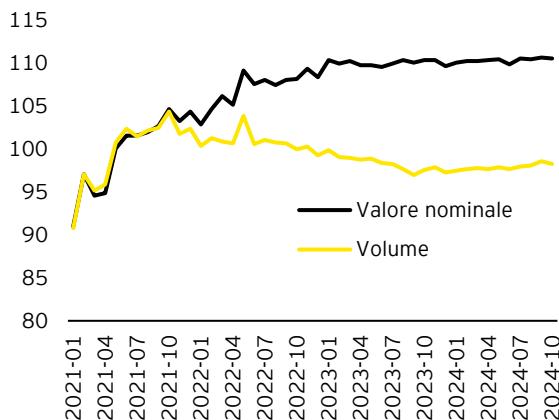
È interessante, inoltre, notare come negli ultimi trimestri del 2024 la pendenza della curva di Beveridge si sia sostanzialmente invertita,

⁷³ Lo Bello, S., & Viviano, E. (2024). Some considerations on the Phillips Curve after the pandemic. *Bank of Italy Occasional Paper*, (842).

mostrando una riduzione congiunta del *vacancy rate* e del tasso di disoccupazione.

L'andamento positivo dell'occupazione si riflette nell'andamento delle vendite al dettaglio e della spesa per consumi delle famiglie.

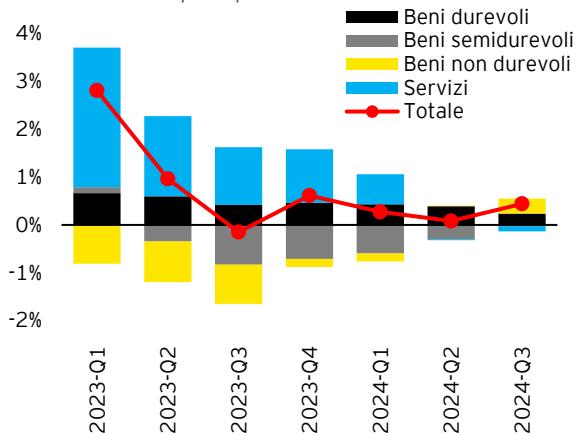
Figura 42: Fatturato del commercio al dettaglio, Italia - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Ultimo dato disponibile: ottobre 2024.

Nonostante, infatti, persista un gap significativo tra il fatturato nominale e in volume del commercio al dettaglio (a causa dell'effetto dell'inflazione), dall'inizio del 2024 la discesa del volume del fatturato sembra essersi arrestata e, in parte, invertita.

Figura 43: Consumi finali delle famiglie per categoria di beni, Italia - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

L'andamento positivo del mercato del lavoro si riflette anche nell'andamento della spesa per consumi finali delle famiglie, che nel terzo trimestre ha registrato una crescita tendenziale

dello 0,4% (a cui corrisponde una crescita congiunturale dell'1,3%) principalmente sostenuta da una crescita del consumo di beni durevoli e non durevoli (questi ultimi in riduzione o crescita nulla da diversi trimestri).

Nel complesso l'economia italiana rimane caratterizzata quindi da un lato da una sostanziale debolezza, dovuta ad un contesto di alti tassi di interesse, un settore industriale in difficoltà, mentre il settore dei servizi mostra una maggiore dinamicità. D'altra parte, i segnali provenienti dal mercato del lavoro appaiono incoraggianti, con il numero di occupati ai massimi storici ed una leggera ripartenza dei consumi; l'inflazione rimane inoltre contenuta.

Approfondimento: il settore automobilistico nell'industria italiana

Messaggi principali:

1. *Il settore automobilistico⁷⁴ rappresenta circa l'1% del valore aggiunto dell'economia italiana, ovvero circa il 4,5% del valore aggiunto dell'industria. Se si considera anche l'ampia e complessa filiera produttiva, il settore automobilistico rappresenta circa il 3,4% del PIL nazionale.*
2. *L'attuale crisi del comparto automobilistico può essere analizzata da un punto di vista di domanda estera e di domanda interna. In riferimento alla domanda estera, tra il 2008 ed il 2022 circa il 40% del fatturato è stato generato dalle esportazioni, con una percentuale crescente negli ultimi anni in analisi. Questo ha reso il settore più esposto a variazioni delle condizioni esterne del mercato.*
3. *In riferimento alla domanda interna, il calo delle intenzioni di acquisto di una autovettura da parte delle famiglie, assieme all'aumento dell'acquisto di vetture usate, nonché gli elevati tassi di interesse e le maggiori pressioni da parte di concorrenti esteri, hanno inciso sull'andamento della produzione del settore automobilistico.*
4. *Il settore automobilistico si trova ad affrontare delle sfide future importanti, quali la transizione verso una mobilità a minori emissioni, una concorrenza estera più agguerrita, il rallentamento economico di alcuni dei principali mercati di sbocco (nonché della relativa industria) e l'introduzione di nuove possibili misure distorsive del libero commercio.*

I recenti dati circa l'andamento dell'industria in Italia mostrano un settore in forte crisi. Nonostante sia presente una certa eterogeneità nell'andamento dei diversi compatti industriali, con la presenza anche di settori in espansione rispetto alla situazione precedente la pandemia (2019), nel complesso si registra una dinamica negativa. In questo contesto è interessante soffermarsi sul comparto automobilistico, non solo per le sue recenti dinamiche, ma anche per la profonda trasformazione che il comparto stesso sta vivendo ed è atteso sperimentare in futuro, nonché per le complesse interconnessioni che lo legano con altri paesi dell'Eurozona e che ne influenzano l'andamento.

Approfondire l'analisi del comparto automobilistico nell'industria italiana risulta di particolare interesse anche alla luce del suo ruolo all'interno dell'industria e dell'economia italiana nel loro complesso. Il valore aggiunto generato dal settore automobilistico, articolato nei suoi tre sottosettori di riferimento (fabbricazione di autoveicoli, fabbricazione di carrozzerie per autoveicoli, rimorchi e semirimorchi, e fabbricazione di parti ed accessori per autoveicoli e loro motori) rappresenta circa l'1% del totale del valore aggiunto del Paese nel 2022, ovvero circa il 4,5% del valore aggiunto totale dell'industria in senso stretto (escluse quindi le costruzioni). Se però si considerasse il totale della filiera produttiva del settore automobilistico (qui identificato nel solo settore ATECO [29], fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi), questo dato diventa ancora più significativo, attestandosi a circa il 3,4% del PIL.⁷⁵ La filiera del settore automobilistico è importante non solo per la sua dimensione, ma anche per la sua estensione, inglobando settori quali la fabbricazione di prodotti in metallo, la fabbricazione di macchinari e apparecchiature, le attività metallurgiche, la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, il commercio all'ingrosso, e molti altri.

Per queste ragioni, approfondire le recenti dinamiche che stanno caratterizzando il settore automobilistico ha, in questo preciso momento storico, una valenza significativa. Adottando una prospettiva di lungo periodo è possibile, inoltre, identificare dei fattori strutturali dietro le recenti dinamiche, permettendo così un'analisi di più ampio respiro.

⁷⁴ Si fa riferimento, in questo approfondimento, solamente al settore ATECO [29], Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi. Non si è tenuto conto del settore ATECO [45], Commercio all'ingrosso e al dettaglio e riparazione di autoveicoli e motocicli.

⁷⁵ Il dato è stato calcolato utilizzando le tabelle Input-Output fornite dall'ISTAT.

Figura 44: Indice della produzione industriale e della produzione automobilistica, Italia - indice, 2001=100

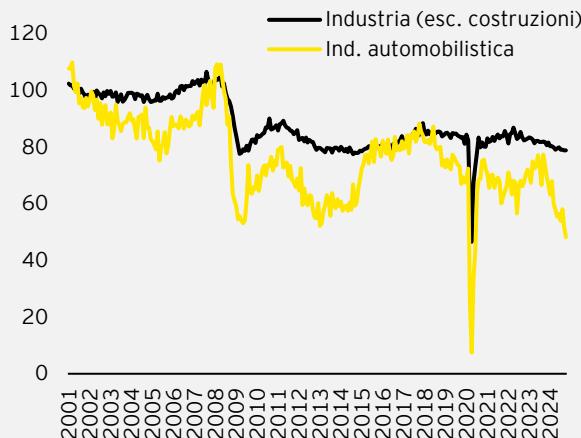
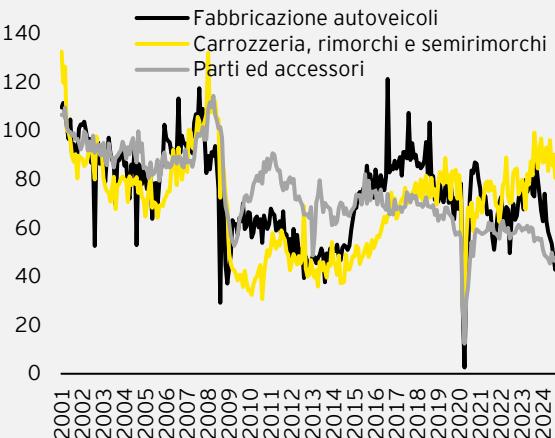


Figura 45: Dettaglio dell'indice della produzione automobilistica, Italia - indice, 2001=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: ottobre 2024.

Si cominci, a questo proposito, dall'andamento della produzione dell'industria automobilistica: dopo il picco raggiunto intorno al 2008, il crollo della produzione è stato seguito da una sostanziale stabilizzazione dei livelli di produzione fino al 2015, a cui ha fatto seguito una ripresa (prima rapida, successivamente più lenta) che si è infine fermata per lasciare spazio ad un declino della produzione che negli ultimi anni ha accelerato in modo significativo. Scendendo nel dettaglio della produzione industriale automobilistica, è possibile notare delle differenze negli andamenti delle componenti dell'indice: da un lato si nota come la componente di parti ed accessori sia in sostanziale riduzione dal periodo successivo alla crisi finanziaria; leggermente diverso invece l'andamento della componente di fabbricazione di autoveicoli, che dal 2014 al 2019 aveva recuperato parte di quanto perso a seguito della crisi finanziaria e successiva "crisi dei debiti sovrani"; diverso ancora, invece, l'andamento della produzione di carrozzeria, rimorchi e semirimorchi che, dopo il crollo successivo al 2009, ha sperimentato un andamento sostanzialmente sempre crescente, al netto della parentesi della crisi pandemica. Si consideri, a questo proposito, che in termini di valore della produzione la fabbricazione di autoveicoli e la fabbricazione di parti ed accessori per autoveicoli e loro motori rappresentano circa il 94% del totale (rispettivamente 56% e 38% al 2022), imprimendo così la direzione alla produzione industriale del settore automobilistico.

Nel capire le principali motivazioni dietro queste dinamiche, una strada possibile è quella di considerare il ruolo della domanda interna e della domanda estera di prodotti automobilistici, e nello specifico della fabbricazione di autoveicoli e relativi parti ed accessori.

In primo luogo, è importante sottolineare che il fatturato generato dalle esportazioni di autoveicoli ha rappresentato in media, tra il 2008 ed il 2022, circa il 40% del totale del fatturato, con un aumento negli ultimi anni (52% la media tra il 2019 ed il 2022). Diverso invece il quadro per il fatturato derivante dalla fabbricazione di parti ed accessori, di cui poco meno del 30% è generato dalle esportazioni nello stesso periodo in analisi.

Focalizzandosi quindi sulla fabbricazione di autoveicoli ed analizzando l'andamento della produzione e delle esportazioni, è possibile soffermarsi su alcune dinamiche interessanti. Nel periodo compreso tra il 2009 ed il 2014, ad esempio, si nota come ad un mantenimento sostanzialmente stabile della produzione di autoveicoli sia corrisposto un aumento delle esportazioni di autoveicoli. Questo si riflette in un aumento della percentuale del fatturato prodotto dalla vendita di prodotti della fabbricazione di autoveicoli all'estero (circa il 44% al 2015 contro il 37% al 2008). L'aumento della domanda estera per questa categoria di prodotti ha quindi permesso un mantenimento del livello di produzione sostanzialmente stabile in quegli anni.

Figura 46: Volume delle esportazioni e produzione, fabbricazione di autoveicoli, Italia - indice, 2001=100

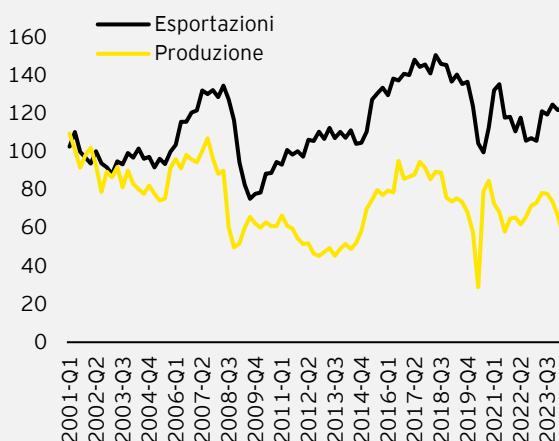
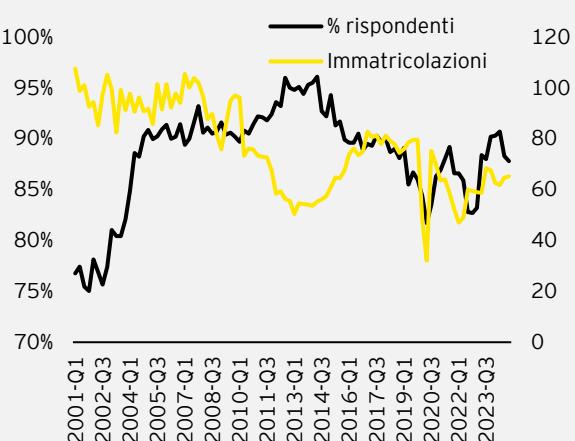


Figura 47: % rispondenti che dichiarano di non avere intenzione di acquistare un'automobile nei prossimi 12 mesi e numero di immatricolazioni (indice, 2001=100), Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT, Oxford Economics. La percentuale di rispondenti fa riferimento alle famiglie che hanno risposto "certamente no" o "probabilmente no" alla domanda sulle intenzioni di acquisto di una autovettura entro i successivi 12 mesi.

All'aumentare della "dipendenza" dalla domanda estera, l'andamento della produzione di autoveicoli ha seguito in modo sostanzialmente lineare l'andamento delle esportazioni. Appare diversa, però, la dinamica degli ultimi trimestri, dove nonostante un incremento o mantenimento stabile delle esportazioni, la produzione industriale ha subito un calo significativo. Questo calo può essere in parte spiegato da una riduzione del numero di famiglie intenzionate ad acquistare un'automobile nell'ultimo periodo in analisi.

Nel commentare gli ultimi dati di produzione di autovetture, è importante inoltre considerare il crescente mercato dell'usato, che tra gennaio e settembre 2024 registra una crescita del 7,5% rispetto ai primi nove mesi dell'anno precedente.⁷⁶

Figura 48: Variazione % del volume delle esportazioni di autoveicoli per area geografica tra il 2018 ed il 2023, Italia - punti percentuali

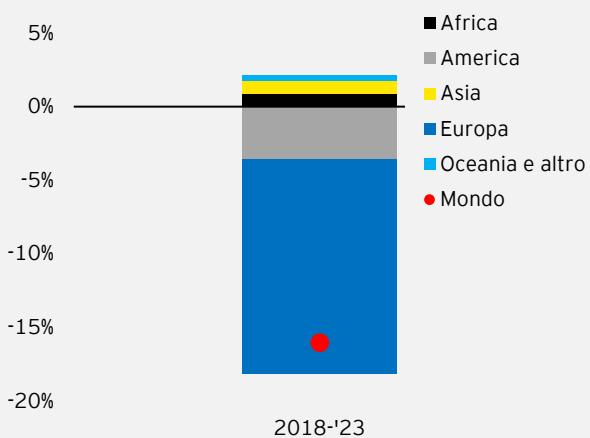
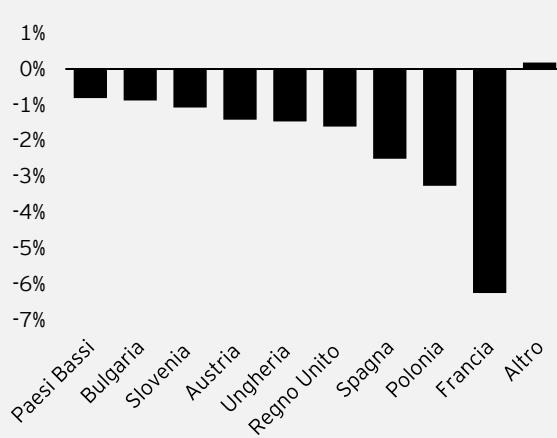


Figura 49: Contributo alla variazione % del volume delle esportazioni di autoveicoli verso l'Europa tra il 2018 ed il 2023, Italia - punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Un ulteriore fattore da considerare è il credito al consumo, che nel secondo trimestre del 2024 ha registrato dei flussi in riduzione rispetto ai trimestri precedenti (flussi per un totale di circa 3 miliardi di euro

⁷⁶ UNRAE, 25 novembre 2024. Per maggiori informazioni, <https://unrae.it/sala-stampa/autovetture/6937/dopo-il-calo-di-agosto-lauto-usata-torna-in-positivo-settembre-a-06>.

nel secondo trimestre 2024, contro una media di circa 8 miliardi di euro nel periodo ricompreso tra il primo trimestre del 2022 ed il primo trimestre del 2024), influenzando potenzialmente l'acquisto di nuove vetture.

In riferimento al calo del volume delle esportazioni di autoveicoli nel periodo compreso tra il 2018 ed il 2023 è importante notare come il mercato di sbocco che ha registrato la maggiore contrazione nel periodo analizzato sia stato quello europeo (-19%). All'interno dell'Europa, la contrazione più significativa è stata registrata in Francia, Polonia e Spagna.

Oltre alle esportazioni, un ulteriore fattore da considerare riguarda le importazioni di prodotti del settore automobilistico. Se da un lato il volume delle importazioni di prodotti automobilistici si è ridotto tra il 2018 ed il 2023 nel complesso, è importante notare come questa riduzione sia la risultante di dinamiche che hanno caratterizzato in modo differente diverse aree geografiche: la riduzione delle importazioni è infatti principalmente attribuibile alla riduzione delle importazioni dall'Europa, mentre le importazioni dall'Asia sono aumentate nel periodo in analisi. Scendendo nel dettaglio, l'aumento delle importazioni è principalmente legato ad un aumento delle importazioni dalla Cina la quale, diversamente dal periodo precedente il 2018, esporta sempre più autovetture.

Figura 50: Variazione % del volume delle importazioni di prodotti del settore automobilistico per area geografica negli anni selezionati, Italia - punti percentuali

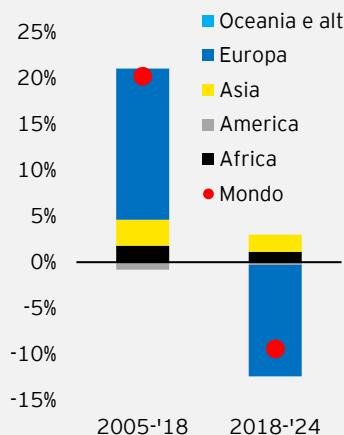


Figura 51: Variazione % del volume delle importazioni di prodotti del settore automobilistico dall'Asia negli anni selezionati, Italia - punti percentuali

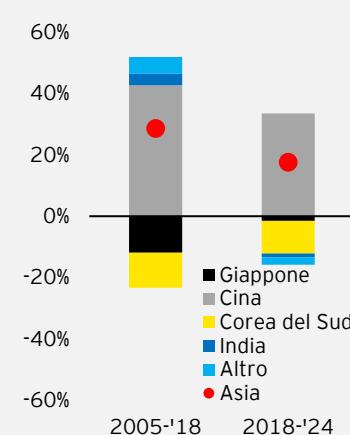
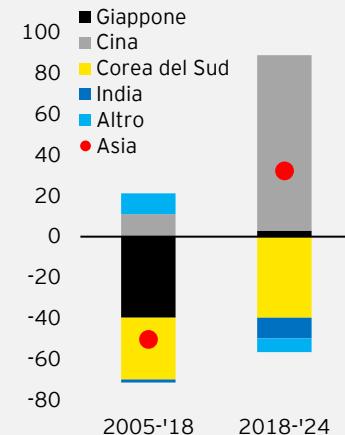


Figura 52: Variazione % del volume delle importazioni di autovetture dall'Asia negli anni selezionati, Italia - punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

La concorrenza asiatica e, nello specifico, quella cinese, rappresenta uno dei fattori chiave da considerare nell'esaminare le possibili evoluzioni del settore automobilistico in Italia, soprattutto in un contesto di transizione verso una mobilità ad emissioni ridotte.

Per raggiungere l'obiettivo della neutralità climatica entro il 2050, infatti, l'Unione Europea sta adottando misure per ridurre le emissioni delle automobili, considerato che il trasporto su strada rappresenta un quinto delle emissioni di CO₂ dell'Unione Europea. L'obiettivo è quindi quello di ridurre le emissioni auto del 55% e quelle dei furgoni del 50% entro il 2030, rispetto a quelle del 2021, al fine di raggiungere entro il 2035 l'obiettivo di zero emissioni per auto e furgoni nuovi.⁷⁷

In questo contesto, la Cina rappresenta un concorrente importante nella produzione delle autovetture per la mobilità futura, avendo a disposizione delle materie prime necessarie per la produzione di alcuni componenti fondamentali delle auto elettriche, nonché di know-how avanzato.

A questo si aggiungono, inoltre, ulteriori complessità legate alla debolezza dell'industria tedesca, principale mercato di sbocco per i beni intermedi prodotti nell'industria automobilistica italiana. Al 2023 la Germania ha rappresentato, infatti, circa il 19% delle esportazioni di prodotti del settore automobilistico e

⁷⁷ Per maggiori informazioni, <https://www.europarl.europa.eu/topics/it/article/20180920STO14027/auto-furgoni-e-inquinamento-i-nuovi-obiettivi-per-le-emissioni>.

nei primi nove mesi del 2024 (gennaio-settembre) le esportazioni in volume verso il mercato tedesco si sono ridotte di circa il 13% rispetto allo stesso periodo del 2018.

Ulteriori fattori di rischio per l'industria automobilistica italiana fanno riferimento alle nuove potenziali misure protezionistiche statunitensi (si pensi a questo proposito che gli Stati Uniti rappresentano circa il 13% delle esportazioni di prodotti dell'industria automobilistica italiana), nonché le incertezze circa il mantenimento di elevati tassi di interesse, che rendono più costoso i debiti eventualmente contratti per l'acquisto di un bene quale l'automobile (credito al consumo).

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Il terzo trimestre del 2024 ha registrato una crescita congiunturale del PIL nulla (0,0%), che si riflette in una crescita tendenziale (rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) dello 0,4%. Il PIL è stato sostenuto principalmente da fattori di domanda interna e, nello specifico, dai consumi delle famiglie, che hanno registrato una crescita congiunturale dell'1,4%. Gli investimenti, invece, hanno fornito un contributo negativo, registrando una contrazione dell'1,2%. Un contributo negativo alla crescita si registra anche dalla domanda estera, a seguito di un calo delle esportazioni (-0,9%) ed un aumento delle importazioni (1,2%).

L'andamento dei consumi privati può essere in parte spiegato dall'andamento positivo del mercato del lavoro, dal recupero dei redditi reali e della costante crescita della fiducia dei consumatori (anche se a ritmi poco dinamici). La crescita dei consumi si è riflessa inoltre nell'andamento delle importazioni (crescita dell'1,2% nel terzo trimestre 2024).

Figura 53: Componenti del PIL, Italia - contributi alla crescita, punti percentuali

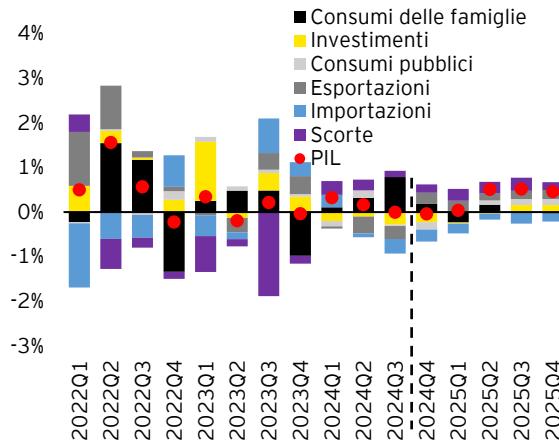
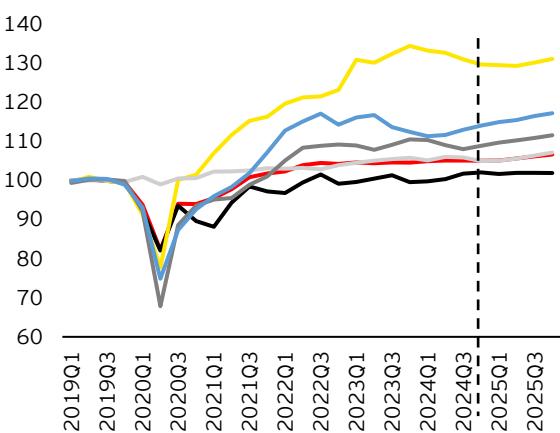


Figura 54: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat e previsioni EY. Le previsioni EY cominciano dal terzo trimestre 2024. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

Sulla base delle informazioni riportate nelle sezioni precedenti e degli ultimi dati disponibili, è possibile delineare le prospettive di EY per l'economia italiana. Dopo la crescita sostanzialmente nulla registrata nel terzo trimestre 2024, ci si attende un ulteriore trimestre di crescita pressoché piatta, principalmente dovuta ad una contrazione degli investimenti, ad una bassa crescita dei consumi delle famiglie e ad un contributo sostanzialmente nullo della domanda estera. Il 2024 è atteso così chiudersi con una crescita del PIL dello 0,5%, guidato principalmente da una crescita dei consumi privati (0,7%) ed un contributo della domanda estera che, a fronte di una crescita sostanzialmente nulla delle esportazioni, si avvantaggia di una contrazione delle importazioni (-2,0%).

Nel 2025 ci si attende una crescita del PIL leggermente in accelerazione (0,8%), trainata dalle componenti di domanda interna. Se da un lato, infatti, gli investimenti sono, nel complesso, attesi contrarsi dell'1,2%, questo è principalmente la risultante di una contrazione degli investimenti in abitazioni (-10,9%) dovuta al termine dei benefici derivanti dalla politica fiscale attuata negli anni precedenti (e.g., "Superbonus 110%). Tra le altre categorie di investimenti, quelli in macchinari e beni intangibili sono attesi invece crescere, nel 2025, rispettivamente del 5,4% e 1,6%, anche come risultante di una riduzione dei tassi di interesse. La crescita degli investimenti privati in macchinari e quella dei consumi delle famiglie (0,9%) si tradurranno in

un aumento delle importazioni (3,1%). Nonostante la ripresa delle esportazioni (1,4%), la forte crescita delle importazioni comporterà un contributo negativo della domanda estera alla crescita del PIL nel 2025 (-0,4 p.p.).

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PIL, var. %	-9,0%	8,8%	4,8%	0,8%	0,5%	0,8%
Consumi delle famiglie, var. %	-10,6%	5,8%	5,0%	1,0%	0,7%	0,9%
Investimenti, var. %	-7,3%	21,5%	7,9%	8,7%	-0,2%	-1,2%
Esportazioni, var. %	-14,4%	14,2%	10,5%	1,1%	0,0%	1,4%
Importazioni, var. %	-13,0%	16,0%	13,8%	0,0%	-2,0%	3,1%
Tasso di disoccupazione	9,3%	9,5%	8,1%	7,7%	6,7%	7,5%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	-0,1%	1,9%	8,2%	5,6%	1,0%	2,0%
Deficit, % del PIL	-9,4%	-8,9%	-8,1%	-7,1%	-4,4%	-3,7%
Debito pubblico, % del PIL	154,4%	146,0%	138,4%	134,7%	137,3%	137,1%

Fonte: previsioni dal Modello Macroeconometrico di EY Italia, "HEY-MoM". L'area in grigio rappresenta l'orizzonte di previsione. Le variazioni del PIL e delle sue componenti sono calcolati sui valori in termini reali. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti. I tassi di crescita storici potrebbero non coincidere con le comunicazioni dell'ISTAT; questo è da attribuire ad effetti statistici di aggregazione dei dati trimestrali (usati nel modello HEY-MoM) che portano a possibili discrepanze con i valori annuali.

Il mercato del lavoro si presenta in salute, e mostra un tasso di disoccupazione nel 2024 al 6,7%, anche se in aumento nel 2025 (7,5%). In miglioramento le stime riguardanti l'inflazione, che si prevede passare dall'1,0% al 2024 al 2,0% nel 2025, in linea con i valori obiettivo della Banca Centrale Europea.

Il deficit pubblico è atteso al 4,4% nel 2024 e 3,7% nel 2025, mentre il rapporto del debito pubblico sul PIL si ridurrà leggermente, attestandosi intorno al 137,1% nel 2025. Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi, sia al ribasso che al rialzo, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento.

In un contesto di riduzione degli investimenti nel 2024 e 2025, contrazione dovuta alla componente di investimenti privati (-3,6% nel 2024 e -2,3% nel 2025) ancorché principalmente trainata da un calo degli investimenti in abitazioni, il ruolo degli investimenti pubblici è ancora più significativo nel supportare la crescita dell'economia italiana. A questo proposito è quindi importante sottolineare il ruolo del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) per la crescita non solo nel medio-lungo periodo, grazie ad un innalzamento della crescita potenziale in parte dovuto al complesso programma di riforme parte del Piano, ma anche nel breve periodo, rappresentando un elemento propulsivo importante in un contesto di investimenti privati in riduzione.

Nel commentare le previsioni è importante ricordare che queste ultime assumono l'effettiva implementazione delle riforme e dei progetti del PNRR secondo le informazioni disponibili nella relazione della Corte dei Conti sullo stato di attuazione del PNRR di dicembre 2024.⁷⁸ Quest'ultima mostra una spesa complessiva tra il 2020 ed il terzo trimestre del 2024 (settembre 2024) di circa 57,7 miliardi di euro⁷⁹ su circa 90 pianificati nel cronoprogramma mostrato nel documento. Sulla base di questa informazione, è possibile assumere che la differenza tra quanto speso effettivamente e quanto pianificato entro la fine del 2024 venga utilizzato nei semestri successivi (dal primo semestre del 2025 al secondo semestre 2026).

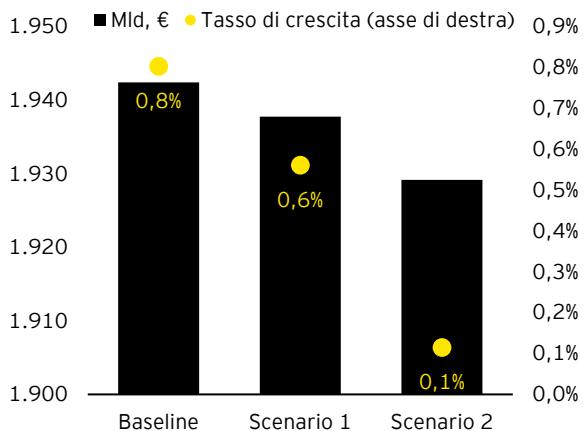
⁷⁸ Corte dei Conti, Relazione Semestrale sul PNRR (primo e secondo semestre 2024), dicembre 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.corteconti.it/HOME/StampaMedia/ComunicatiStampa/DetttaglioComunicati?Id=4599c2da-38b4-443b-aca5-73ccfecea712>.

⁷⁹ Quinta relazione sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Per maggiori informazioni, <https://www.italiadomani.gov.it/content/sogei-ng/it/it/strumenti/documenti/archivio-documenti/quinta-relazione-al-parlamento-sullo-stato-di-attuazione-del-pia.html>.

Tenuto conto del contesto appena descritto, sono state effettuate delle stime econometriche su due scenari alternativi, per identificare le potenziali ripercussioni sulla crescita di una parziale implementazione del piano nel 2025. Nello specifico, l'esercizio di analisi dell'impatto del PNRR sulla crescita nei possibili scenari di implementazione è stato svolto nel seguente modo:

1. Partendo dalla spesa effettiva sostenuta quantificata nella relazione semestrale sull'attuazione del PNRR di dicembre 2024 (57,7 miliardi di euro) è stato calcolato il differenziale da spendere (circa 30,2 miliardi di euro) per essere in linea, a fine 2024, con il piano di spesa mostrato nella relazione stessa (circa 90 miliardi di euro).
2. Il differenziale così calcolato è stato suddiviso equamente nei quattro semestri rimanenti (dal primo semestre del 2025 al secondo semestre del 2026). A questo si aggiungono, per il 2025 ed il 2026, gli investimenti secondo la programmazione temporale di spesa mostrata nella relazione della Corte dei Conti.
3. I valori così stimati sono stati poi suddivisi per categorie di spesa, tenuto conto delle spese già sostenute. Si è fatto, a questo proposito, riferimento alla Quarta Relazione sullo stato di attuazione del PNRR.⁸⁰ Nello specifico si assume la seguente distribuzione delle risorse: per acquisto di beni e servizi il 25% della spesa totale; per investimenti pubblici il 39%; per prestazioni sociali l'11%; per concessioni di incentivi ad unità produttive il 24%; e per altre finalità di spesa l'1%.
4. Si è assunto un ritardo nella spesa effettiva degli investimenti pubblici ("time to spend"), considerati i necessari adempimenti burocratici, di circa un trimestre, un lasso di tempo inferiore rispetto ai quattro trimestri assunti in un lavoro della Commissione Europea (Pfeiffer et al., 2021),⁸¹ ipotizzando lo sviluppo e la presenza di procedure consolidate per l'utilizzo delle risorse stesse.
5. Al fine di una stima prudentiale, in questo esercizio sono stati considerati solo gli effetti generati sugli investimenti pubblici, lasciando invariati gli investimenti privati correlati.
6. Allo scenario incorporato nelle previsioni sopra riportate (scenario *baseline* di piena implementazione del piano), si affiancano due ulteriori scenari in cui si assume un'implementazione parziale del PNRR. Nello specifico:
 - a. Scenario 1: implementazione del piano al 90% delle risorse stimate per il 2025;
 - b. Scenario 2: implementazione del piano al 70% delle risorse stimate per il 2025.

Figura 55: PIL reale (milioni di €) e tasso di crescita al 2025 nei due scenari di implementazione del PNRR, Italia



Fonte: Elaborazioni dal Modello Macroeconometrico di EY Italia, "HEY-MoM".

⁸⁰ Per maggiori informazioni, <https://www.italiadomani.gov.it/content/sogei-ng/it/it/strumenti/documenti/archivio-documenti/quarta-relazione-al-parlamento-sullo-stato-di-attuazione-del-pia.html>, tabella 27.

⁸¹ Pfeiffer, P., & Varga, J. (2021). Quantifying spillovers of next generation EU investment (No. 144). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission. Questo lavoro fa a sua volta riferimento a Leeper, E.M., T.B. Walker, and S-C.S. Yang, 2010, Government Investment and Fiscal Stimulus, Journal of Monetary Economics, 57, 1000-12.

Tenendo in considerazione questi due scenari, nello Scenario 1 (implementazione del piano al 90% della stima delle risorse programmate per il 2025), si stima una crescita del PIL dello 0,6%, 0,2 punti percentuali in meno rispetto allo scenario di baseline di piena implementazione.

Nello Scenario 2 (implementazione del piano al 70% per il 2025), l'economia italiana sperimenterebbe una crescita dello 0,1% nel 2025, una crescita inferiore di 0,7 punti percentuali. Come già accennato, quindi, le risorse del PNRR rappresentano una leva importante della crescita del PIL italiano per il prossimo anno, soprattutto in un contesto di tassi di interesse ancora elevati che scoraggiano consumi ed investimenti privati. L'elemento cruciale è che tali risorse vengano spese in maniera produttiva per stimolare la crescita anche nel medio-lungo periodo.

Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili al 10 dicembre 2024.

Le previsioni sopra descritte si basano su una serie di assunzioni che delineano lo scenario di riferimento. Nello specifico si considerano le seguenti ipotesi:

- ▶ **Domanda estera di beni italiani:** si ipotizza una crescita complessiva al 2024 di circa il 2%, a cui seguirà una crescita più dinamica nel 2025 (crescita intorno al 3%);
- ▶ **Gas naturale:** si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) nell'ultimo trimestre del 2024 si attesti intorno ai 13,3 \$/mmbtu; per il 2025 si ipotizza una quotazione media di 13,0 \$/mmbtu;
- ▶ **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio intorno ai 75\$ al barile alla fine del 2024,⁸² e che rimanga sostanzialmente stabile nel 2025 (74\$ al barile);
- ▶ **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,06;
- ▶ **Spesa pubblica:** sono state considerate le proiezioni contenute nel Documento Programmatico di Bilancio 2025,⁸³ e gli ultimi dati sul settore pubblico da contabilità nazionale ISTAT;
- ▶ **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza una riduzione dei tassi di interesse di 0,25 punti percentuali alla fine del 2024, seguita da una ulteriore riduzione di 0,75 punti nel 2025. Ci si attende inoltre che il tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) segua un andamento simile, ma mostrando un differenziale in progressiva crescita con il tasso a breve termine.

Infine, considerando lo scenario attuale di forte incertezza, di seguito vengono elencati alcuni rischi al ribasso e al rialzo a supporto di una visione più completa di ciò che potrebbe accadere in futuro.

Rischi al rialzo

- ▶ Riduzione delle tensioni geopolitiche: le tensioni relative ai conflitti attualmente in corso, e nello specifico quelle relative al conflitto russo-ucraino ed israelo-palestinese, a cui si aggiungono i recenti eventi in Siria, potrebbero ridursi nel breve/medio termine, riducendo di conseguenza l'instabilità nel quadro macroeconomico, con potenziali ripercussioni positive sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ Mercato del lavoro: minore pressione della componente salariale sul livello dei prezzi, riducendo il rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- ▶ Politica monetaria: accelerazione dell'allentamento di politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea e minore pressione sulla domanda interna;
- ▶ Riadattamento delle catene di fornitura: un riadattamento più veloce delle catene del valore a livello europeo e globale comporterebbe una minore pressione lungo le stesse, portando con sé una maggiore sicurezza di approvvigionamento e del commercio mondiale;

⁸² Si fa riferimento al prezzo del Brent.

⁸³ Documento Programmatico di Bilancio 2025. Per maggiori informazioni, https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-1/attivita_istituzionali/previsione/contabilita_e_finanza_pubblica/documento_programmatico_di_bilancio/.

- ▶ Accelerazione della domanda estera: maggiore crescita economica per partner commerciali importanti quali Cina, Germania e Stati Uniti, che si tradurrebbe in un contributo maggiore del commercio estero alla crescita italiana;
- ▶ Nuova legislatura europea: le scelte di policy della nuova legislatura europea potrebbe supportare la crescita dei paesi dell'Unione Europea tramite interventi specifici, a beneficio delle diverse economie.

Rischi al ribasso

- ▶ Aumento delle tensioni geopolitiche: il conflitto Russia-Ucraina potrebbe non trovare soluzione nel breve/medio periodo, perpetuando la precarietà geopolitica. A questo si potrebbe aggiungere un aggravarsi della questione israelo-palestinese e della situazione in Siria. In caso di coinvolgimento di altri paesi si avrebbero ripercussioni umanitarie ed economiche ancora più significative, con potenziali conseguenze negative sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ Impatto più forte del previsto sull'economia reale della politica monetaria restrittiva: la BCE e le altre banche centrali mondiali potrebbero mantenere una politica monetaria restrittiva per più tempo del previsto, in caso di inflazione persistente nelle diverse economie. Questo può tradursi in un rischio di bassa crescita prolungata, dovuto a minori consumi e investimenti scoraggiati dagli alti tassi di interesse;
- ▶ Stress nel sistema finanziario: gli alti tassi di interesse possono tradursi in maggiore stress per le istituzioni finanziarie, con conseguente impatto sui risparmiatori e un inasprimento delle condizioni di credito, tanto negli Stati Uniti quanto nell'Eurozona;
- ▶ Elevato debito pubblico: l'aumento del debito pubblico successivo alla pandemia, assieme agli attuali alti tassi di interesse, pone nuove sfide alla sua sostenibilità nelle economie dell'Eurozona, specialmente in quelle più indebite come l'Italia. Questo potrebbe tradursi, in ultima istanza, in maggiori rischi di stress nei mercati finanziari;
- ▶ PNRR: il mancato raggiungimento completo degli obiettivi del PNRR e la sua parziale attuazione potrebbe rallentare il ritmo di crescita degli investimenti, e quindi dell'economia italiana nel suo complesso; il tema potrebbe avere anche delle ripercussioni sul PIL potenziale e quindi sulle prospettive di crescita a medio-lungo periodo;
- ▶ Canali di trasmissione di politica monetaria: alcuni fattori strutturali quali la presenza di una percentuale elevata di famiglie indebite a tasso fisso, o di un'economia dove il settore dei servizi risulta preponderante, possono ostacolare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, richiedendo così più tempo per esplicare i propri effetti;⁸⁴
- ▶ Maggiori sofferenze nel settore immobiliare: il mantenimento dei tassi di interesse ad un livello elevato può aggiungere ulteriore pressione sul mercato immobiliare, scoraggiando gli acquisti di abitazioni ed immobili;
- ▶ Crescita meno sostenuta per Cina, Germania e Stati Uniti: una crescita futura meno sostenuta di Cina, Germania e Stati Uniti potrebbe risultare in una crescita della domanda estera di beni italiani ridotta;
- ▶ Nuova amministrazione negli Stati Uniti: l'insediamento del nuovo governo statunitense potrebbe portare a maggiori incertezze legate a politiche commerciali non cooperative, con l'attuazione di misure distorsive del commercio;
- ▶ Nuova legislatura europea: la nuova legislatura europea potrebbe incontrare delle difficoltà nell'implementazione della propria agenda politica, con potenziali effetti negativi sulle economie dei paesi dell'Unione Europea.

⁸⁴ ECB, the risks of a stubborn inflation, giugno 2023, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230619_1~2c0bdf2422.en.html.

Appendice tecnica

HEY-MOM: Hybrid EY Model for the Macroeconomy⁸⁵

La realizzazione di un nuovo modello macro-econometrico ha richiesto l'ottimizzazione di un inevitabile trade-off fra costruire un modello che enfatizzi l'informazione dei dati (come i modelli ARIMA e VAR, che non fanno uso alcuno della teoria economica) o un modello attento alle sole fondamenta su cui si basano le sue relazioni (nel caso estremo, i modelli RBC-DSGE calibrati che non pongono attenzione ai dati delle loro variabili).⁸⁶ Questo trade-off è stato sottolineato più volte in letteratura, si vedano ad esempio le riflessioni in Granger (1999) e Pagan (2003).

Nella costruzione di HEY-MOM si è cercato di non trascurare nessuno dei due ingredienti di cui sopra (teoria economica e dati), nel tentativo di produrre un modello ibrido con un attento bilanciamento nella specificazione di relazioni (a) basate su comportamenti economici micro-fondati e al contempo (b) attente nella applicazione di rigorose tecniche di valutazione dell'informazione statistica. Un esempio di modello ibrido è costituito da MARTIN, il modello attualmente in uso presso la Banca Centrale Australiana (cfr Cusbert e Kendall, 2018).

In estrema sintesi, il ruolo di HEY-MOM è quello di unificare la struttura analitica della macroeconomia in EY. Per far questo, il modello si riferisce ai principali aggregati dell'economia italiana, fondato su dati empirici, di natura non-monetaria, con relazioni esplicite di lungo periodo fra le variabili che studia, e orientato prevalentemente alla definizione di previsioni di breve periodo (su un orizzonte di due anni).

Le fondamenta economiche

La rigidità nel movimento dei prezzi e dei salari implica una rigidità nella velocità con cui i sistemi macroeconomici si aggiustano a seguito di shock inattesi. Quindi, da un lato nel modello la domanda di mercato guida le fluttuazioni di breve periodo, come delineato dalle teorie Keynesiane, mentre nel lungo periodo le determinanti di offerta guidano lo stato dell'economia.

L'output di lungo periodo (il potenziale dell'economia) dipende dall'effetto congiunto di trend nella produttività totale dei fattori, nell'offerta e durata in ore del lavoro e, infine, dallo stock di capitale. Questi fattori sono combinati da una tecnologia di tipo "Cobb-Douglas" con rendimenti di scala costanti. La domanda di fattori produttivi è quella che minimizza il costo dato un livello di output programmato nel contesto di una economia in cui valgono forme di competizione oligopolistica, in cui le imprese sono libere di fissare i prezzi sulla base di un margine sul costo del lavoro e, a quei prezzi, sono disposte a fronteggiare collettivamente qualsiasi livello di domanda di mercato. I salari sono definiti sulla base di una "curva di Phillips" guidata da inerzia del tasso di inflazione, produttività del lavoro, e dalla distanza fra tasso di disoccupazione effettiva e naturale (definito dallo stato di lungo periodo del mercato del lavoro). L'output effettivo è composto dalle seguenti voci di domanda interna e estera: consumi privati (delle famiglie) e pubblici; investimenti privati e pubblici per tipo di bene (fabbricati residenziali e non, macchinari e impianti, e spese in ricerca e sviluppo); importazioni ed esportazioni.

In ogni periodo, il gap fra prodotto effettivo e potenziale retroagisce sui prezzi (attraverso le variazioni dei margini) che, a loro volta, interagiscono con le componenti di domanda. In questo modo viene raggiunto l'equilibrio fra domanda e offerta.

⁸⁵ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

⁸⁶ "ARIMA" sta per "Autoregressive integrated moving average", "VAR" per "Vector autoregression", "RBC-DSGE" per "Real Business Cycle - Dynamic Stochastic General Equilibrium".

Le tecniche di valutazione dei dati

La velocità con cui le dinamiche economiche sopra delineate evolvono nel tempo viene stimata con metodi econometrici basati sulle serie storiche effettive delle variabili di interesse del modello.

A questo scopo, il modello utilizza una combinazione degli approcci della London School of Economics e della rivisitazione di Fair (2004) dell'approccio della Cowles Commission di Yale. La sintesi realizzata in HEY-MOM utilizza metodi di cointegrazione (Engle e Granger, 1987, e Johansen, 1995) per stimare relazioni di lungo periodo fra variabili non stazionarie (Dickey e Fuller, 1979), interpretabili alla luce della teoria economica e identificate da relazioni di stato i cui parametri sono stimati sulla base di modelli a correzione dell'errore (Hendry et al., 1984, e Pesaran et al., 2001). In assenza di esogeneità di alcune variabili esplicative del modello, le relazioni sono prima ispezionate seguendo l'approccio di stima delle variabili strumentali, e poi stimate definitivamente a tre stadi (Hsiao, 1997).

Il risultato complessivo è un modello composto di 74 equazioni, delle quali 29 stocastiche e 45 identità contabili. Le previsioni e le analisi svolte sono condizionali alla delineazione di scenari per 65 variabili esogene classificabili in: strumenti di politica fiscale e monetaria, blocco estero, e indicatori congiunturali.

Riferimenti bibliografici

- Cusbert, T. e E. Kendall (2018), "Meet MARTIN, the RBA's New Macroeconomic Model", Reserve Bank of Australia Bulletin, March.
- Dickey, D. A. e W. A. Fuller (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 74, pp. 427-431.
- Engle, R. F. e C. W. J. Granger (1987), "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing", *Econometrica*, Vol. 55, pp. 251-276.
- Fair R. C. (2004), *Estimating How the Macroeconomy Works*, Harvard University Press.
- Granger, C.W.J. (1999), *Empirical Modeling in Economics: Specification and Evaluation*, Cambridge University Press.
- Hendry, D. F., A. R. Pagan e J. D. Sargan (1984), "Dynamic specification", in Z. Griliches e M. D. Intriligator (ed.), *Handbook of Econometrics*, Vol. II, North Holland.
- Hsiao, C. (1997) "Cointegration and dynamic simultaneous model", *Econometrica*, Vol. 65, No. 3, pp. 647-670.
- Johansen, S. (1995), *Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*, Oxford University Press.
- Pagan, A. R. (2003), "Report on modelling and forecasting at the Bank of England", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Spring.
- Pesaran, M.H., Y. Shin and R. J. Smith (2001), "Bounds approaches to the analysis of level relationships", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 16, pp. 289-326.

EY | Building a better working world

EY sta costruendo un mondo del lavoro migliore creando nuovo valore per i clienti, le persone, la società e il pianeta, ed instaurando fiducia nei mercati finanziari.

Grazie all'uso di dati, intelligenza artificiale e tecnologie avanzate, i team di EY aiutano i clienti a plasmare il futuro con fiducia e a sviluppare risposte per le principali sfide di oggi e di domani.

Operando nei campi di revisione, consulenza, assistenza fiscale e legale, strategia e transaction e con il supporto di analisi di settore dettagliate, una rete globale connessa e multidisciplinare e un ecosistema di partner diversificati, i professionisti di EY sono in grado di fornire un'ampia gamma di servizi in più di 150 paesi e territori.

EY si riferisce all'organizzazione globale e può riferirsi a una o più delle società membri di Ernst & Young Global Limited, ciascuna delle quali è un'entità legale separata. Ernst & Young Global Limited, una società del Regno Unito a responsabilità limitata, non offre servizi ai clienti. Le informazioni su come EY raccoglie e utilizza i dati personali e una descrizione dei diritti che gli individui hanno ai sensi della legislazione sulla protezione dei dati sono disponibili su ey.com/privacy. Le società membri di EY non praticano la legge dove proibito dalle leggi locali. Per ulteriori informazioni sulla nostra organizzazione, visitare ey.com.

© 2024 Advisory S.p.A
All Rights Reserved.

ED None

Questa pubblicazione contiene informazioni di sintesi ed è pertanto esclusivamente intesa a scopo orientativo; non intende essere sostitutiva di un approfondimento dettagliato o di una valutazione professionale. EYGM Limited o le altre member firm dell'organizzazione globale EY non assumono alcuna responsabilità per le perdite causate a chiunque in conseguenza di azioni od omissioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente pubblicazione. Per qualsiasi questione di carattere specifico, è opportuno consultarsi con un professionista competente della materia.

ey.com/it

Contatti

Mario Rocco

Partner, Valuation, Modelling and Economics Leader, *EY Italia*
mario.rocco@it.ey.com

Alberto Caruso

Senior Manager, *EY Italia*
alberto.caruso@it.ey.com

Luca Butiniello

Senior Analyst, *EY Italia*
luca.butiniello@it.ey.com