



Shape the future
with confidence

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°10 | Marzo 2025



The better the question. The better the answer. The better the world works.

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	16
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	16
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	18
04. L'economia italiana	25
04.1 L'andamento dell'economia reale	25
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	27
04.3 Approfondimento: gli effetti delle tensioni di politica commerciale sull'Italia	30
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	35
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	39
07. Appendice Tecnica	41

Executive summary

- La crescita mondiale è attesa per il 2025 e 2026 al 3,3% secondo le ultime proiezioni del Fondo Monetario Internazionale. L'inflazione a livello globale è attesa ridursi dal 5,8% nel 2024 al 3,6% nel 2026.
- 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 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).
- Nell'Eurozona, dopo una crescita dello 0,9% nel 2024, ci si attende una progressiva accelerazione nei prossimi anni (1,0% nel 2025 e 1,4% nel 2026). Permangono le forti complessità relative al settore industriale, in particolare in Germania ed in Italia, e prospettive non positive a breve termine per la manifattura.
- Nell'ultimo incontro di marzo, la BCE, a supporto delle economie dei paesi membri, ha ridotto i tassi di interesse di politica monetaria di ulteriori 25 punti base in un contesto in cui il tasso di inflazione è vicino all'obiettivo di stabilità dei prezzi (2,3% a febbraio) e le aspettative degli operatori sono ancorate all'obiettivo stesso. Il mercato del lavoro continua a mostrare dinamiche positive ma in rallentamento, che si riflettono in una decelerazione della crescita dei salari.
- Nonostante la crescita congiunturale di gennaio, l'industria italiana rimane fortemente in crisi, con i comparti energivori che mostrano le maggiori difficoltà. Il settore dei servizi invece mostra una dinamica più favorevole, con la sola eccezione del commercio. Negli ultimi trimestri del 2024 i consumi privati hanno ripreso un leggero vigore, anche grazie all'andamento positivo del mercato del lavoro. Dal punto di vista dei prezzi, il minor contributo negativo della componente energetica ed il contributo sostanzialmente costante della componente di fondo, si traducono in un aumento dell'inflazione (1,7% a febbraio).
- Una nuova fonte di incertezza per l'economia globale e, di conseguenza, per l'economia italiana, è data dalle scelte di politica commerciale della nuova amministrazione statunitense. Il team di Economic Advisory di EY ha elaborato due scenari per stimare gli eventuali impatti sul PIL di diverse scelte commerciali degli Stati Uniti e delle possibili "risposte" da parte dei partner commerciali soggetti a queste misure. L'impatto complessivo cumulato sul PIL italiano è compreso tra -0,5% e -1,0% al 2027 rispetto ad uno scenario baseline di mancata introduzione di nuove misure tariffarie.
- In vista di possibili nuovi investimenti pubblici nel settore della difesa, si sottolinea come gli effetti degli stessi sulla crescita economica di breve periodo siano dibattuti, e dipendano molto dalla loro composizione. I benefici potenziali nel lungo termine possono essere positivi e permanenti. In modo particolare, tali investimenti favoriscono una composizione della spesa pubblica a favore delle voci di ricerca e sviluppo direttamente correlate al miglioramento della produttività del Paese.
- In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,4% nel 2025 e dello 0,7% nel 2026, mentre il tasso di inflazione passerà dal 2,1% nel 2025 all'1,9% nel 2026. 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.

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

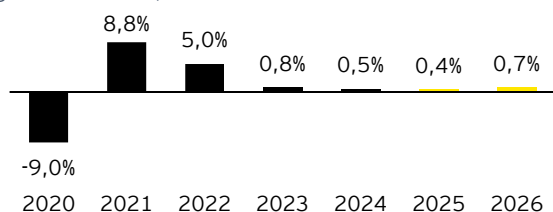
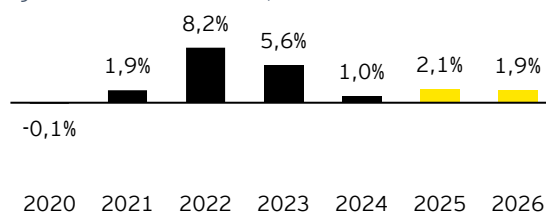


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Lo scenario globale

L'economia mondiale

La crescita mondiale si è attestata, nel 2024, al 3,2%, e ci si attende una crescita del 3,3% nel 2025 e 2026. Queste sono le stime secondo il World Economic Outlook di gennaio 2025 del Fondo Monetario Internazionale (FMI),¹ stime che appaiono coerenti con quanto delineato dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nell'Economic Outlook di dicembre.²

Le previsioni del Fondo Monetario Internazionale non mostrano segnali di particolare ottimismo o pessimismo a livello globale rispetto alle stime precedenti pubblicate ad ottobre, nonostante le stime per singoli paesi mostrino una certa eterogeneità.

In riferimento agli Stati Uniti, il FMI si attende una crescita del 2,7% nel 2025 a cui farà seguito una crescita del 2,1% nel 2026, dopo una crescita nel 2024 pari al 2,8%. In particolare, le previsioni per il 2025 sono state riviste al rialzo, rispetto alla precedente edizione di ottobre, di 0,5 punti percentuali, a dimostrazione di un'economia dinamica e che mostra una crescita sostenuta.

Appare invece diversa la situazione per l'Eurozona, per la quale ci si attende una crescita dell'1,0% e dell'1,4% rispettivamente nel 2025 e nel 2026. Questi valori segnalerebbero una ripartenza, ancorché debole, dell'economia dell'Eurozona, dopo un 2024 caratterizzato da una crescita non particolarmente dinamica (0,9%). Il contesto complessivo rimane però caratterizzato da un certo pessimismo, se si considera che le previsioni per il 2025 e per il 2026 sono state riviste al ribasso rispettivamente di 0,2 e 0,1 punti percentuali rispetto a quanto stimato ad ottobre 2024.

In riferimento all'andamento dei prezzi, le previsioni di ottobre del FMI mostrano un'inflazione in calo a livello globale, con un tasso atteso al 3,6% nel 2026 rispetto al 4,3% del 2025.

In rientro anche l'inflazione per gli Stati Uniti e per l'Eurozona, che tra il 2025 ed il 2026 dovrebbe attestarsi intorno al 2% (2,1% negli Stati Uniti e 2,0% nell'Eurozona), obiettivo di medio termine delle banche centrali.

Figura 3: PIL reale - var. %

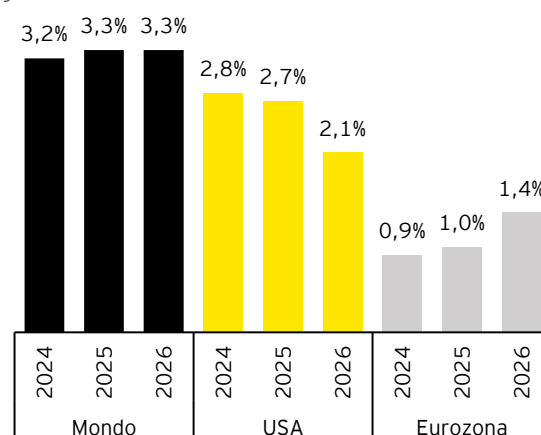
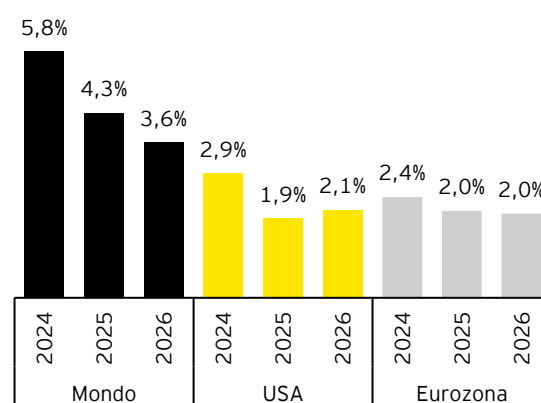


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, OECD, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), e previsioni IMF World Economic Outlook (gennaio 2025 per i dati sul PIL; ottobre 2024 per i dati sull'inflazione).

In riferimento alla crescita è importante notare come l'andamento economico debole dell'Eurozona non è un fenomeno contingente,

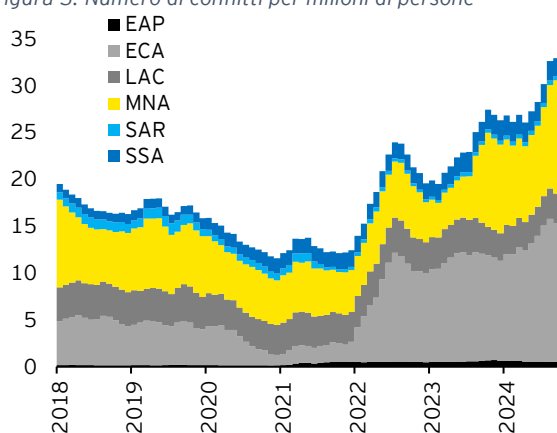
¹ IMF World Economic Outlook, January 2025.

² OECD Economic Outlook, December 2024.

ma è un fenomeno che perdura da diversi anni (circa dal 2018). Come mostrato in alcuni studi, l'economia dell'Eurozona si è trovata infatti ad affrontare importanti sfide strutturali già prima della pandemia, e gli eventi successivi (quali ad esempio la volatilità sui mercati dei beni energetici conseguenti all'invasione russa dell'Ucraina) hanno rappresentato un ulteriore elemento di complessità.^{3,4} Questo è in contrapposizione con quanto registrato nell'economia statunitense, la quale ad esempio non è stata colpita in modo significativo dello shock energetico ed è stata sostenuta da politiche fiscali mirate.

Le molteplici sfide relative, ad esempio, all'approvvigionamento energetico e alle nuove dinamiche del commercio globale sono alcuni dei fattori principali della debolezza dell'economia dell'Eurozona (e della sua industria manifatturiera), a cui si è aggiunta un cambiamento nelle relazioni commerciali dell'Eurozona verso la Cina (maggiori importazioni e contestuale riduzione delle esportazioni dall'Eurozona verso la Cina).⁵

Figura 5: Numero di conflitti per milioni di persone



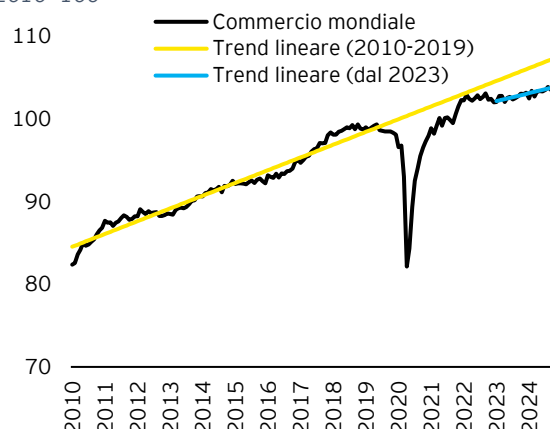
Fonte: ACLED, Banca Mondiale. Il dato è espresso come media mobile a tre mesi del numero di conflitto segnalati per milione di persone. EAP = Asia orientale e Pacifico; ECA = Europa e Asia centrale; LAC = America Latina e Caraibi; MNA = Medio Oriente e Nord Africa; SAR = Asia meridionale; SSA = Africa subsahariana. Ultima osservazione: novembre 2024.

A queste complessità si aggiungono i recenti conflitti nell'area europea e mediorientale che comportano un aumento dell'incertezza generale e dei possibili rischi economici per le economie

dell'Eurozona (e.g., possibili aumenti dei prezzi dell'energia).

I nuovi o riaccesi rischi geopolitici e l'andamento sottotono di alcune delle principali economie mondiali,⁶ assieme a e specifiche situazioni legate all'ambiente, continuano ad avere un effetto negativo sul commercio internazionale.

Figura 6: 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: dicembre 2024.

Analizzando l'andamento del commercio di beni dal 2010 al 2019 è possibile delineare un andamento sostanzialmente lineare crescente, che mette in mostra in modo chiaro la presenza di fattori di rallentamento del commercio stesso negli ultimi 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" caratterizzato da un minor commercio di beni a livello mondiale.

Nonostante la crescita del commercio internazionale abbia registrato, nella seconda parte del 2024, una parziale accelerazione rispetto a quanto registrato nella prima metà dell'anno (il commercio di beni ha registrato una

³ Revoltella, D., (2019), "Retooling Europe's economy", VoxEU.org.

⁴ Draghi, M., (2024), The Future of European Competitiveness.

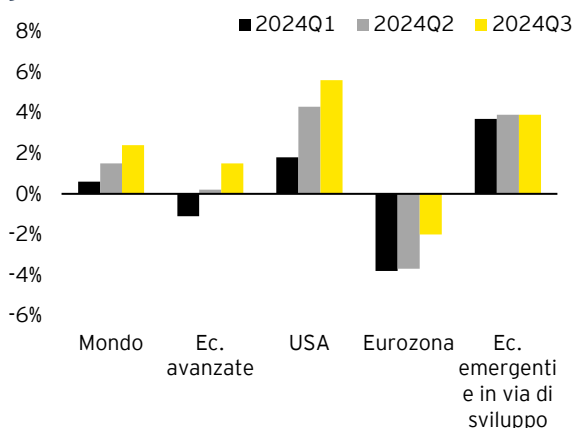
⁵ de Soyres, F., Fisgin, E., Herrero, J. G. C., Lott, M., Machol, C., & Richards, K. (2024). An investigation into the economic slowdown in the euro area, VoxEU.org.

⁶ Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. American Economic Review, 112(4), 1194-1225.

crescita dello 0,8% nei sei mesi compresi tra luglio e dicembre 2024 rispetto ai sei mesi precedenti, a cui è corrisposto una crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente dell'1,1%), è importante sottolineare come questa sia stata in parte determinata dall'accumulo precauzionale di scorte in previsione di possibili nuove tensioni commerciali, tra cui quelle derivanti dagli scioperi dei lavoratori portuali sulla costa orientale degli Stati Uniti e nel Golfo del Messico, nonché dall'annunciato e potenziale aumento dei dazi da parte degli Stati Uniti.⁷

La parziale ripresa del commercio non è stata, inoltre, omogenea: si è registrata un'espansione più pronunciata nelle economie emergenti e paesi in via di sviluppo, mentre il commercio è rimasto debole nella maggior parte delle economie avanzate (ad eccezione degli Stati Uniti).

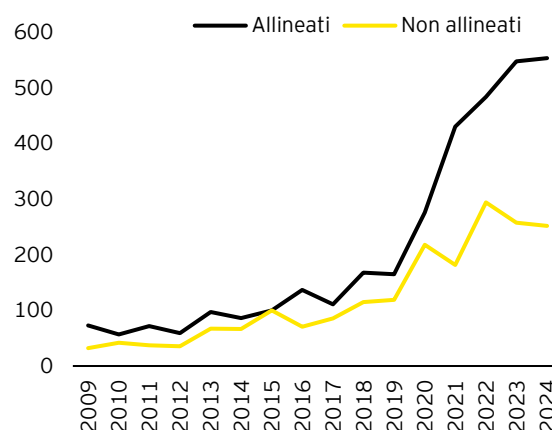
Figura 7: Crescita del commercio di beni



Fonte: Banca Mondiale.

L'andamento del commercio risente inoltre delle diverse misure distorsive applicate in diversi paesi. Tali misure sono state applicate maggiormente tra i paesi i cui voti all'Assemblea Generale delle Nazioni Unite sono "allineati" con quelli della Cina o degli Stati Uniti: per questi paesi, il numero di misure distorsive è aumentato di cinque volte dal 2015, rispetto ad un raddoppiamento per i Paesi "non allineati".

Figura 8: Misure distorsive del commercio, per "allineamento di voto" nell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite



Fonte: Banca Mondiale. Il grafico mostra il numero di misure distorsive del commercio attuate; ogni misura può essere attuata da più Paesi. I Paesi "allineati" sono quelli che si trovano nel primo quartile in termini di allineamento di voto all'Assemblea generale delle Nazioni Unite con gli Stati Uniti o la Cina. Tutti gli altri Paesi sono considerati "non allineati".

L'incertezza geopolitica e la maggiore frammentazione del commercio rappresentano dei fattori potenzialmente negativi sia per la crescita economica che per la crescita del livello dei prezzi, a causa delle maggiori tensioni registrate lungo le catene di fornitura.

Questi fattori, tuttavia, non si sono al momento tradotti in un aumento significativo delle pressioni sulle catene di approvvigionamento globale, come dimostrato dall'analisi di indicatori quali il *Global Supply Chain Pressure Index* ed il *Baltic Dry Index*.

La debolezza del commercio globale è quindi attribuibile non tanto 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 anche alla politica commerciale protezionistica da parte della nuova amministrazione americana),⁸ all'introduzione di numerose misure distorsive del commercio,⁹ nonché alla riconfigurazione strategica delle catene di fornitura per ridurre la dipendenza da specifici fornitori, con la conseguenza di rendere

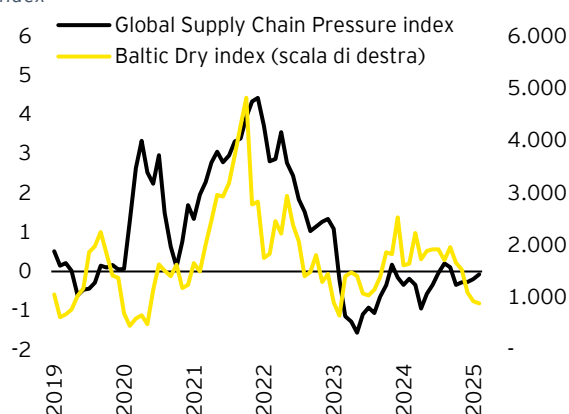
⁷ Global Economic Prospects, World Bank, January 2025.

⁸ 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.

⁹ 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.

gli scambi commerciali più onerosi e meno efficienti.¹⁰

Figura 9: 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: febbraio 2025.

In ogni caso è importante sottolineare come gli effetti delle complessità commerciali e della relativa frammentazione del commercio sull'aumento dei prezzi in un paese specifico non sono diretti né tantomeno immediati.

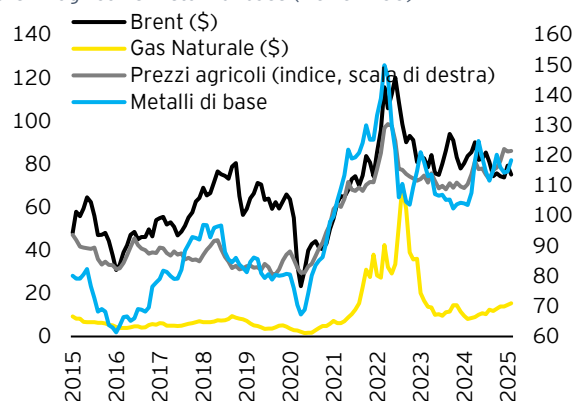
Uno studio della Banca dei Regolamenti Internazionali ha mostrato come, ad esempio, la presenza di famiglie "lungimiranti" che riducono i loro consumi in previsione di un'offerta futura più limitata a seguito delle turbolenze descritte, possa in parte controbilanciare l'aumento dei prezzi. Questa risposta delle famiglie sarebbe dettata dalla riduzione delle aspettative sul reddito permanente. L'effetto finale sui prezzi sarebbe quindi da valutare.¹¹

Oltre che sul commercio internazionale, le tensioni geopolitiche hanno delle ripercussioni anche 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 febbraio 2025 si è registrato un prezzo pari a 75,2 \$/bbl,¹² in calo rispetto a quanto registrato nel mese precedente (79,2 \$/bbl ma in leggero aumento rispetto alla media dell'ultimo trimestre del 2024, 74,6 \$/bbl).

Figura 10: Prezzi delle materie energetiche (\$) e indice dei prezzi agricoli e metalli di base (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: febbraio 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 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+.¹³ A questo si aggiunge che, dopo i successivi cicli di riduzione della produzione,

¹⁰ Grossman, G. M., E. Helpman, and S. J. Redding. 2024. "When Tariffs Disrupt Global Supply Chains." *American Economic Review* 114 (4): 988-1029.

¹¹ Ambrosino, L., Chan, J., & Tenreiro, S. (2024). Trade Fragmentation, Inflationary Pressures and Monetary Policy. BIS Working Papers No 1225.

¹² Dollari per barile di petrolio. Un barile equivale a circa 159 litri.

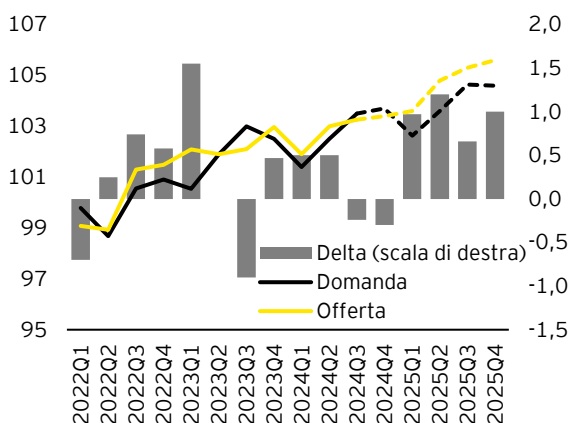
¹³ Si fa riferimento al gruppo dei paesi esportatori di petrolio. Il gruppo OPEC è composto da Algeria, Angola, Arabia Saudita, Congo, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Guinea Equatoriale, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Venezuela. Il gruppo OPEC+ è composto dai paesi dell'OPEC a cui si aggiungono Azerbaijan, Bahrein, Brunei, Kazakistan, Malesia, Messico, Oman, Russia, Sudan, Sudan del Sud.

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.¹⁴

Guardando alle dinamiche di breve periodo, e nello specifico all'aumento delle quotazioni di gennaio, è importante sottolineare come le cause sottostanti siano state molteplici, quali le condizioni meteorologiche avverse nell'America del Nord (freddo artico che ha comportato delle difficoltà nella produzione di greggio), nonché le nuove e più pervasive sanzioni contro la Russia, annunciate il 10 gennaio dagli Stati Uniti.¹⁵

Nel complesso è però da considerare come le proiezioni della Banca Mondiale mostrino, per i prossimi trimestri, un surplus dell'offerta di petrolio rispetto alla domanda.

Figura 11: Domanda e offerta di petrolio, mondo - milioni di barili al giorno



Fonte: World Bank. Le linee tratteggiate rappresentano le proiezioni.

Spostandoci su altri beni energetici, e nello specifico riferendoci al gas naturale quotato in Europa, i prezzi sono aumentati notevolmente dalla metà del 2024 (nei primi tre mesi si era registrato un prezzo medio di 8,75 \$/mmtbu¹⁶, mentre tra aprile e dicembre si è registrato un prezzo medio di 11,7 \$/mmtbu; la quotazione a febbraio 2025 è stata pari a 15,3 \$/mmtbu) a causa delle incertezze circa la disponibilità di importazioni di gas dalla Russia e della crescente

richiesta globale per le forniture di gas naturale liquefatto.

Per quanto riguarda 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 nel 2024 (specialmente grazie ai raccolti abbondanti) ma in rialzo tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025. In generale, il clima avverso e le restrizioni commerciali hanno fatto comportato un aumento della volatilità sui prezzi di beni quali il cacao, il caffè ed il riso.¹⁷

Il tema dei prezzi dei beni agricoli è spesso analizzato alla luce di un altro tema importante quale quello della sicurezza alimentare. A questo proposito però è importante sottolineare come non siano solo i prezzi a giocare un ruolo importante nell'assicurare la sicurezza alimentare, ma anche specifiche politiche redistributive, che possano permettere anche alle fasce di reddito più basse di poter confrontarsi con una maggiore volatilità di prezzo.¹⁸

Infine, anche i metalli di base seguono un andamento simile a quello delle altre materie prime per cui, nonostante il calo rispetto ai picchi registrati nel 2022, il livello dei prezzi rimane ancora sostanzialmente più alto rispetto a quanto registrato nel periodo precedente la pandemia. L'andamento dei prezzi dei metalli è inoltre molto importante da considerare dato il loro ruolo sulle dinamiche dell'inflazione di fondo (inflazione calcolata al netto delle componenti più volatili, quali l'energia e i beni alimentari non lavorati).

Eventuali shock ai prezzi dei metalli hanno effetti significativi e duraturi, tanto più in quelle economie il cui sistema produttivo è esposto ad un loro uso intenso come input intermedi per la produzione di beni. Questo fenomeno si distingue dagli shock dell'offerta di beni energetici quali il petrolio, che incidono prevalentemente sull'inflazione complessiva (*headline*). La tendenza dell'economia mondiale verso una produzione che richiede una maggiore intensità di metalli, dovuta principalmente alla transizione energetica, potrebbe portare gli shock dei prezzi dei metalli ad influenzare sempre più l'inflazione di fondo, con la conseguenza che tali shock potrebbero diventare meno visibili nell'immediato

¹⁴ World Bank, Commodity Markets Outlook, October 2024.

¹⁵ Oil Market Report - February 2025, International Energy Agency (IEA).

¹⁶ Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

¹⁷ Risks and challenges in global agricultural markets, World Bank.

¹⁸ Bogmans, Christian, Pescatori, Andrea, Pifti, Ervin (2024). "How do Economic Growth and Food Inflation Affect Food Insecurity?". IMF Working Paper WP/24/188. International Monetary Fund, Washington DC.

ma più persistenti nel tempo. Inoltre, il minor utilizzo di combustibili fossili e l'aumento dell'uso dei metalli come input per i sistemi energetici potrebbe rendere l'economia globale meno dipendente dal petrolio e più dipendente dai metalli.¹⁹ Ad esempio, l'IEA prevede che la domanda di rame crescerà del 150%, mentre il consumo di petrolio potrebbe diminuire del 25% entro il 2030 in uno scenario *net zero* (zero emissioni).²⁰

Le recenti tensioni geopolitiche potrebbero inoltre rendere i prezzi dei metalli più volatili, tenuto anche conto delle misure distorsive e restrittive del commercio in campo dall'inizio della guerra in Ucraina.²¹ Infatti, poiché la maggior parte della produzione di metalli è spesso concentrata geograficamente e non è facilmente sostituibile, eventuali tensioni commerciali comportano solitamente a forti oscillazioni dei prezzi, con impatti negativi crescenti sull'economia.²²

Nell'analisi generale dei prezzi delle materie prime è importante sottolineare come questi non siano esogeni alle dinamiche macroeconomiche: la riduzione dei prezzi delle materie prime è anche infatti attribuibile, in parte, alle scelte delle principali banche centrali mondiali di portare avanti una politica monetaria restrittiva, riducendo così l'attività economica ed influenzando le condizioni finanziarie di alcune delle principali economie del mondo.^{23,24}

È stato stimato, a questo proposito, che un aumento di 10 punti base del tasso di riferimento di politica monetaria negli Stati Uniti riduce i prezzi delle materie prime tra lo 0,5% e il 2,5%, dopo 18-24 giorni lavorativi. La risposta dei prezzi delle materie prime (quali petrolio, metalli di base e prodotti alimentari) alla politica monetaria restrittiva rappresenta il 47% dell'effetto totale della politica monetaria statunitense sull'inflazione complessiva degli Stati Uniti e il 57% dell'effetto della politica monetaria statunitense sull'inflazione complessiva degli altri paesi. Nella stessa

direzione vanno anche gli effetti della politica monetaria della BCE, nonostante la magnitudo degli effetti sia minore.²⁵

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,²⁶ nonostante le ultime dinamiche mostrino ancora la presenza di fattori di rischio da tenere in considerazione.

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 quarto trimestre del 2024 una crescita dello 0,6% rispetto al trimestre precedente, dopo una crescita di simile portata nel terzo (0,8%). Nello specifico, il quarto trimestre è stato caratterizzato da una crescita sostenuta dei consumi privati (che passano da una crescita congiunturale dello 0,9% nel terzo trimestre 2024 ad una crescita dell'1,0% nel quarto), dovuta in particolare ad una crescita dei consumi di beni (1,5%) e ad una crescita più moderata dell'acquisto di servizi (0,8%). In riferimento al consumo di beni, si registra una crescita del consumo di beni durevoli del 2,9% ed una crescita meno dinamica del consumo di beni non durevoli (0,7%).

In riferimento agli investimenti privati, nel quarto trimestre si è registrata una contrazione significativa (-1,5%) dopo una crescita debole nel

¹⁹ Boer, Lukas, Andrea Pescatori, and Martin Stuermer. 2024. "Energy Transition Metals: Bottleneck for Net-Zero Emissions?" *Journal of the European Economic Association* 22.

²⁰ IEA. 2022. "The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions." Report, International Energy Agency, Paris.

²¹ Gopinath, Gita, Pierre-Olivier Gourinchas, Andrea Presbitero, and Petia B Topalova. 2024. "Changing Global Linkages: A New Cold War?" IMF Working Paper 2024/076.

²² Alvarez, Jorge, Mehdi Benatiya Andaloussi, Chiara Maggi, Alexandre Sollaci, Martin Stuermer, and Petia Topalova. 2023. "Gеоeconomic Fragmentation and Commodity Markets." IMF Working Paper 2023/201.

²³ Barsky, Robert B., and Lutz Kilian. 2004. "Oil and the Macroeconomy Since the 1970s." *Journal of Economic Perspectives* 18 (4): 115-134. 10.1257/0895330042632708.

²⁴ Jacks, David S, and Martin Stuermer. 2020. "What drives commodity price booms and busts?" *Energy Economics* 85 104035.

²⁵ Miranda-Pinto, J., Pescatori, M. A., Prifti, E., & Verduzco-Bustos, G. (2023). *Monetary policy transmission through commodity prices*. IMF Working Paper WP/23/215, 2023 Oct.

²⁶ Ha, J., M. A. Kose, and F. Ohnsorge, eds. 2019. *Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers and Policies*. Washington, DC: World Bank.

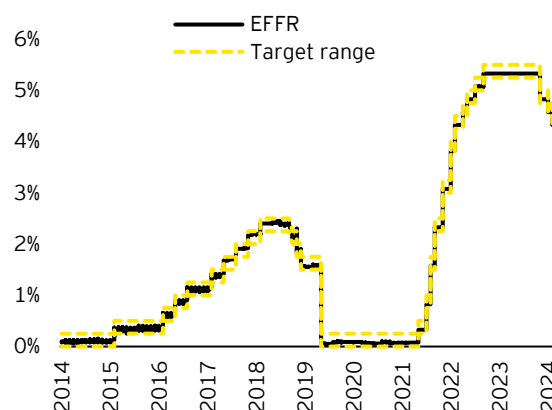
trimestre precedente (0,2%). In riferimento al commercio internazionale, le esportazioni hanno registrato una contrazione congiunturale dello 0,1% a cui si associa una contrazione leggermente più pronunciata delle importazioni (0,3%), con un contributo complessivo della domanda estera alla crescita leggermente negativo (-0,1 p.p.).²⁷

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti ha registrato un aumento negli ultimi mesi del 2024 e primi mesi del 2025. Si pensi, a questo proposito, che a gennaio 2025 l'inflazione è stata del 3,0%, in aumento rispetto al 2,9% del mese precedente e al 2,7% registrato a novembre 2024. Una dinamica simile si registra anche per gli altri indici dei prezzi (indice dei prezzi armonizzato e Personal Consumer Expenditure Index).

La crescita economica dinamica ed un tasso di inflazione sostenuto possono essere in parte spiegati anche dalle politiche fiscali attuate per far fronte alla crisi pandemica del 2020-2021, come dimostrato da un recente studio del Fondo Monetario Internazionale.²⁸

L'andamento dell'inflazione e l'economia particolarmente resiliente hanno comportato un rallentamento del processo di riduzione dei tassi di interesse di politica monetaria della Federal Reserve, che nell'ultimo incontro del 19 marzo ha deciso di mantenere invariato il range di riferimento dei tassi (4,25%-4,50%).²⁹ Questa decisione fa seguito alla decisione presa nell'incontro del 29 gennaio, dove anche in quel caso non ci furono variazioni nel range di riferimento dei tassi.³⁰

Figura 12: 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 livelli ancora elevati possano avere anche delle potenziali ripercussioni negative sulle economie emergenti, come ampiamente studiato in letteratura.³¹

Allargando il perimetro di analisi, si sottolinea inoltre come le variazioni della politica monetaria degli Stati Uniti sono state una delle principali cause di fluttuazione economica a livello globale, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008-2009. Questo è dovuto soprattutto alla posizione centrale della Fed nel sistema finanziario globale. Le economie emergenti con forti legami commerciali e finanziari con l'economia globale sono state quelle più esposte a tali fluttuazioni.

Gli effetti di politica monetaria mostrano inoltre delle significative asimmetrie tra episodi di inasprimento e di allentamento. Alla base di questa asimmetria vi è la presenza di vincoli di bilancio più o meno stringenti per il settore bancario. Se da un lato, infatti, episodi di politica monetaria restrittiva sono solitamente accompagnati o coincidono con la presenza di

²⁷ Gross Domestic Product, 4th Quarter and Year 2024 (Second Estimate), <https://www.bea.gov/news/2025/gross-domestic-product-4th-quarter-and-year-2024-second-estimate>.

²⁸ Kindberg-Hanlon, G. (2024). Transfers, Excess Savings, and Large Fiscal Multipliers. IMF Working Paper WP/24/208, 2024 Sep.

²⁹ Federal Reserve issues FOMC statement, 19 March 2025, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250319a.htm>.

³⁰ Federal Reserve issues FOMC statement, 29 January 2025, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250129a.htm>.

³¹ 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-Agrippino, 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., 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.

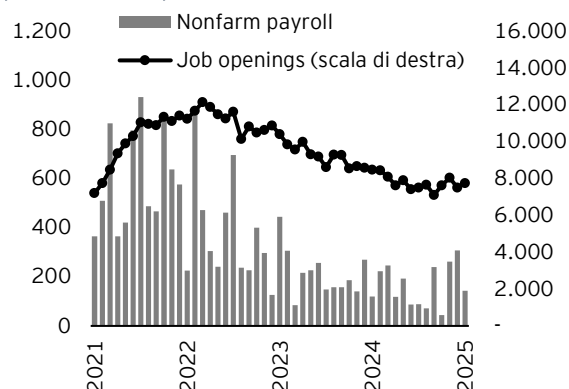
vincoli di bilancio più aspri per il settore bancario, con il risultato che la riduzione della liquidità amplifica l'impatto negativo della contrazione monetaria, dall'altro i periodi di espansione monetaria coincidono con vincoli di bilancio meno stringenti, risultando in un effetto più moderato della politica monetaria espansiva. È importante notare anche come l'avversione dei *policymaker* delle economie emergenti per le fluttuazioni dei tassi di cambio svolge un ruolo cruciale nell'aggravare gli effetti negativi della stretta monetaria statunitense, amplificando così gli effetti asimmetrici degli shock di politica monetaria.³²

In riferimento ai dettagli dell'andamento dell'economia statunitense negli ultimi mesi, i dati più recenti mostrano come a gennaio 2025 la spesa per consumi abbia segnato una contrazione rispetto al mese precedente (-0,5%, dopo una crescita dello 0,5% a dicembre 2024 e 0,4% a novembre).³³ La contrazione è dovuta principalmente ad una contrazione della spesa per il consumo di beni (-1,7% a gennaio, dopo una crescita dell'1,1% e 0,8% rispettivamente a dicembre e novembre 2024) mentre rimane in territorio positivo la crescita della spesa per servizi (0,1% a gennaio, dopo una crescita dello 0,3% a dicembre e novembre). In riferimento ai beni, il consumo di beni durevoli ha segnato una contrazione significativa (-3,4%), mentre il consumo di beni non durevoli ha mostrato una riduzione meno marcata (-0,8%).

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 e dicembre 2024 la crescita del numero di occupati negli Stati Uniti sia stata rispettivamente di 261.000 e 307.000 unità rispetto al mese precedente, questo dinamismo è stato temporaneo.³⁴ A gennaio e febbraio 2025, infatti, la crescita del numero di occupati si è attestata rispettivamente a 143.000 e 151.000 unità. Allo stesso tempo, i nuovi posti di lavoro (*job openings*) mostrano una tendenza discendente dopo il picco raggiunto nel 2022. Il

tasso di disoccupazione rimane sostanzialmente stabile intorno al 4%.³⁵

Figura 13: 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 crescita: il primo registra, a febbraio 2025, una crescita dello 0,7% rispetto al mese precedente (dopo una crescita dello 0,3% a gennaio 2025 e 1,1% a dicembre 2024); dinamica simile per il comparto manifatturiero, che registra una crescita dello 0,9% a febbraio 2025 (dopo una crescita dello 0,1% il mese precedente e dello 0,5% a dicembre 2024). In termini tendenziali la produzione industriale e manifatturiera mostrano un andamento incoraggiante, con una crescita rispettivamente dell'1,4% e 0,7% a febbraio 2025.³⁶

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di febbraio 2025 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra lo 0,01% ed il +3,36%, con una mediana dell'1,77%,³⁷ a dimostrazione di un'economia

³² Mistak, J., & Ozkan, G. (2024). Asymmetric monetary policy spillovers: the role of supply chains, credit networks and fear of floating.

³³ Personal Income and Outlays, January 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2025/personal-income-and-outlays-january-2025>.

³⁴ EY, Employment report November 2024, Beneath the jobs rebound, cooling conditions and slower labor supply. Per maggiori informazioni, https://www.ey.com/en_us/insights/strategy/macroeconomics/employment-report.

³⁵ Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empsit.htm>.

³⁶ Industrial Production and Capacity Utilization, febbraio 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/q17/current/default.htm>.

³⁷ 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>.

dinamica ma con prospettive incerte. In particolare, le previsioni a breve termine della Federal Reserve Bank di New York sull'andamento dell'economia statunitense indicano, per il primo trimestre del 2025, un tasso di crescita annualizzato³⁸ del 2,7%, a cui seguirebbe una crescita simile nel trimestre successivo.³⁹

Figura 14: PIL 2025 - 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: 14 marzo 2025. Le previsioni per il terzo e quarto trimestre non sono al momento disponibili.

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.

Nello specifico si sottolinea come il primo febbraio 2025 il nuovo presidente degli Stati Uniti ha annunciato l'introduzione di dazi addizionali del

25% sulle importazioni provenienti da Canada e Messico, che sono stati implementati il 3 febbraio e successivamente sospesi per un mese. Inoltre, sono stati imposti dazi del 10% sulle importazioni dalla Cina, con effetto immediato. È stata anche reintrodotta un'aliquota tariffaria del 25% su tutte le importazioni di acciaio e alluminio, che era stata sospesa dal 2021 per un gruppo di paesi "amici", inclusi quelli dell'UE. In risposta, i paesi colpiti hanno annunciato contromisure tariffarie sulle merci statunitensi. Per un'analisi più approfondita ed una quantificazione degli effetti di queste misure sulla crescita economica, si rimanda all'approfondimento contenuto in questo documento.

Regno Unito

Nel Regno Unito si registra una crescita dello 0,1% nel quarto trimestre del 2024, successiva ad una crescita nulla nel terzo trimestre e ad una crescita dello 0,4% nel secondo trimestre. La performance del quarto trimestre è dovuta principalmente ad un calo delle esportazioni nette, degli investimenti (escluse le scorte), e ad una modesta contrazione dei consumi privati. Il 2024 si chiude quindi con una crescita dello 0,9% rispetto al 2023.⁴⁰

I dati a più alta frequenza mostrano un andamento in leggera crescita dell'economia: dopo la crescita (rispetto al mese precedente) dello 0,2% e 0,4% rispettivamente a novembre e dicembre del 2024, a gennaio il settore dei servizi ha registrato una crescita più contenuta, pari allo 0,1%.⁴¹

Il settore delle costruzioni si mostra invece in contrazione, registrando a gennaio una riduzione dello 0,2%, dopo la precedente contrazione dello 0,2% registrata nel mese precedente. Alla contrazione del settore delle costruzioni si aggiunge quella del comparto industriale, che registra una decrescita dello 0,9% rispetto al mese precedente (che fa seguito ad una riduzione e successiva crescita dello 0,5% nei due mesi di novembre e dicembre).^{42, 43}

³⁸ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

³⁹ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast/#/overview>.

⁴⁰ GDP first quarterly estimate, UK: October to December 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/octobertodecember2024>.

⁴¹ Office for National Statistics, Index of Services, UK: January 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/january2025>.

⁴² Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: January 2025, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/january2025>.

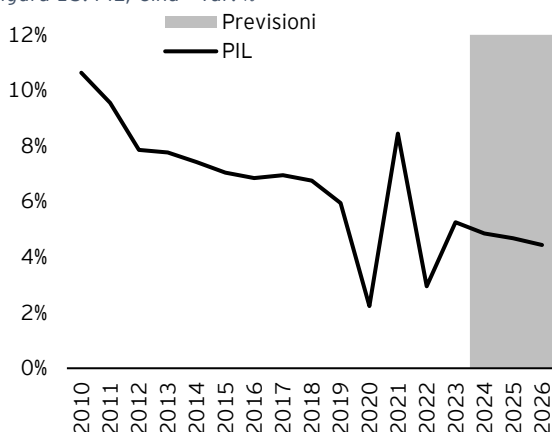
⁴³ Office for National Statistics, Index of Production, UK: January 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/january2025>.

In crescita il livello dei prezzi, che a gennaio 2025 ha registrato un tasso di variazione del 3,0%, successivo al 2,5% registrato a dicembre 2024. Un incremento di simile portata è stato registrato anche per l'inflazione di fondo (inflazione core), che nel mese di gennaio si è attestata al 3,7% rispetto al 3,2% del mese precedente.⁴⁴

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 15: PIL, Cina - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni OCSE.

Analizzando gli ultimi dati, l'economia cinese mostra una crescita nel quarto trimestre del 2024 del 5,4% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 4,6% e 4,7% rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, la crescita del quarto trimestre si è attestata all'1,6%, dopo una crescita dell'1,3% e 0,9% nel secondo e terzo trimestre.⁴⁵ Nel

⁴⁴ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: January 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/january2025>.

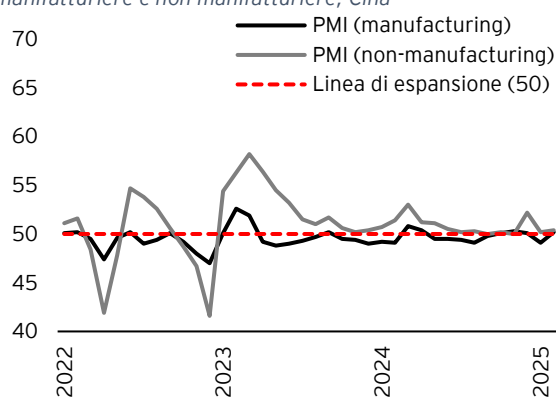
⁴⁵ Preliminary Accounting Results of GDP for the Fourth Quarter and Full Year of 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202502/t20250207_1958578.html.

complesso, la Cina ha registrato nel 2024 una crescita del 5,0% rispetto al 2023.

In riferimento al comparto industriale, nel mese di dicembre il valore aggiunto è cresciuto del 6,2%, dopo aver registrato nel mese di novembre ed ottobre una crescita più contenuta (rispettivamente 5,4% e 5,3%), segnando una parziale accelerazione rispetto alla dinamica dei mesi precedenti. Questa performance è in parte dovuta alla crescita del valore aggiunto del comparto automobilistico (crescita del 17,7%) e della produzione di altri mezzi di trasporto (10,6%).⁴⁶

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 in linea con la soglia di espansione (50).⁴⁷

Figura 16: Purchasing Managers Index (PMI), attività manifatturiere e non manifatturiere, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati National Bureau of Statistics of China. Ultimo dato disponibile: febbraio 2025.

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione nel 2024 del 10,6% rispetto all'anno precedente, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.⁴⁸

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita al 2024 rispetto al 2023 si attesta al 3,2%, con una crescita importante nell'industria della

⁴⁶ Industrial Production Operation in December 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202501/t20250124_1958448.html.

⁴⁷ Purchasing Managers' Index for January 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202502/t20250210_1958651.html.

⁴⁸ Investment in Real Estate Development in 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202501/t20250124_1958446.htm.

produzione energetica (23,9%), nella lavorazione dei metalli non ferrosi (24,2%) e nell'industria degli altri mezzi di trasporto (34,9%).⁴⁹

In riferimento alle vendite al dettaglio, gli ultimi mesi del 2024 hanno mostrato una crescita rispetto ai tassi registrati nella prima metà del 2024. Se infatti da un lato la crescita tendenziale delle vendite al dettaglio era progressivamente andata riducendosi da gennaio ad agosto 2024 fino al 2,1%, tra ottobre e dicembre il tasso di crescita medio registrato è stato del 3,8%.⁵⁰

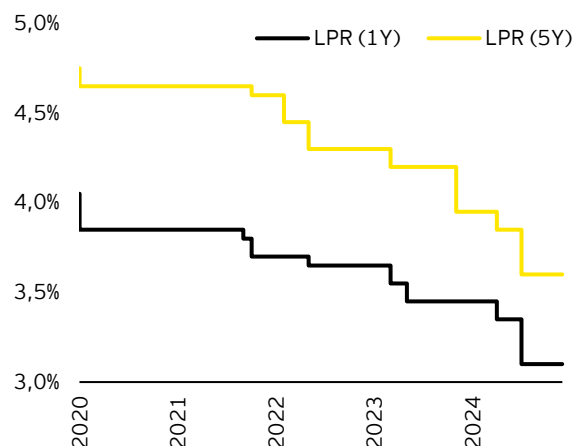
Un contributo positivo alla crescita viene fornito dalle esportazioni nette. Le esportazioni hanno registrato, a dicembre 2024, una crescita tendenziale del 10,9% a fronte di un aumento delle importazioni del 1,3%.⁵¹ Il contributo positivo delle esportazioni alla crescita si conferma anche nell'analisi del 2024 nel complesso, grazie ad una crescita delle esportazioni maggiore rispetto a quella delle importazioni (rispettivamente 7,1% e 2,3%).

Sulla base delle informazioni riportate è possibile comunque affermare che l'economia cinese sta sperimentando un rallentamento della crescita economica, alla quale il paese sta facendo fronte anche attraverso specifiche misure fiscali⁵² e monetarie.

Dal punto di vista monetario è da considerare come i tassi di interesse di politica monetaria continuino la loro discesa, politica attuata anche nel periodo in cui le principali banche centrali mondiali portavano avanti una politica monetaria restrittiva per far fronte all'aumento del livello dei prezzi. Nello specifico, il Loan Prime Rate (LPR, ovvero il tasso preso a riferimento dalle banche commerciali per definire il costo dei prestiti ai clienti con gli standard di credito più elevati) ad uno e cinque anni si attestano rispettivamente al 3,10% e 3,60% a febbraio 2025. Rimane costante al 2,00% l'MLF (Medium-term policy loan rate, ovvero il tasso al quale le banche commerciali e altre banche - quale la China Development Bank -

prendono a prestito dalla banca centrale nel medio termine).⁵³

Figura 17: Loan Prime Rate (LPR) ad 1 e 5 anni, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati People Bank of China. Ultimo dato disponibile: febbraio 2025.

Dal punto di vista della politica fiscale, uno studio recente ha dimostrato come questa possa anche essere uno strumento per favorire la crescita delle esportazioni: in particolare, alcuni sussidi hanno contribuito ad aumentare le quantità esportate e ridotto i prezzi di esportazione soprattutto in specifici settori, quali le attività metallurgiche e la fabbricazione di mobili.⁵⁴

Il rallentamento dell'economia cinese è atteso, in ogni caso, proseguire, evidenziando la necessità di riforma del modello di crescita. Tra le principali sfide da considerare rientrano quelle demografiche (l'invecchiamento della popolazione ridurrà la forza lavoro),⁵⁵ il rallentamento della crescita della produttività (considerato la sua transizione verso lo status di economia avanzata),⁵⁶ nonché i rendimenti decrescenti degli investimenti i quali, alimentati da risparmi ora ai massimi storici, vengono indirizzati verso settori meno produttivi come le imprese statali e il settore immobiliare.

⁴⁹ Investment in Fixed Assets in 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202501/t20250124_1958447.html.

⁵⁰ Total Retail Sales of Consumer Goods in December 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202501/t20250124_1958445.html.

⁵¹ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La crescita annuale delle esportazioni si attesta al 10,7% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al 1,0%.

⁵² The State Council Information Office of the People's Republic of China, "China vows 'highly proactive' fiscal policy to shore up economy". Per maggiori informazioni,

http://english.scio.gov.cn/pressroom/2025-01/11/content_117658569.html.

⁵³ Per maggiori informazioni, <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

⁵⁴ Rotunno, L., & Ruta, M. (2024). Trade Implications of China's Subsidies. IMF Working Paper WP/24/180, 2024 Aug.

⁵⁵ International Monetary Fund (IMF). 2017. "Asia: At Risk of Growing Old before Becoming Rich?" Chapter 2 in Asia and Pacific Regional Economic Outlook: Preparing for Choppy Seas. May 2017: Washington, DC.

⁵⁶ Madsen, Jakob B., Md. Rabiul Islam, and James B. Ang. 2010. "Catching Up to the Technology Frontier: The Dichotomy Between Innovation and Imitation." Canadian Journal of Economics 43(4): 389-1411.

Questi fattori suggeriscono la necessità di riequilibrare il modello di crescita cinese, spostandosi verso un modello sempre più trainato dai consumi privati. In assenza di riforme, la crescita potenziale potrebbe rallentare a circa il 3,8% in media tra il 2025 e il 2030 e al 2,8% in media tra il 2031 e il 2040. Tuttavia, in uno scenario di riforma ipotetico la crescita potenziale potrebbe rimanere intorno al 4,7% tra il 2023 e il 2038.⁵⁷

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, il rischio dell'introduzione di misure fortemente distorsive del commercio e relativo rallentamento del commercio, e prezzi delle materie prime caratterizzati da una certa volatilità.

⁵⁷ Muir, D., Novta, N., & Oeking, A. (2024). China's Path to Sustainable and Balanced Growth. IMF Working Paper WP/24/238, 2024 Nov.

Il quadro europeo

Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali

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

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 quarto trimestre del 3,5%, dopo una crescita del 3,5% e 3,3% rispettivamente nel terzo e secondo. Anche la Francia mostra una dinamica positiva, anche se nettamente inferiore rispetto a quella spagnola: nel quarto trimestre il PIL ha segnato una crescita dello 0,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a seguito di una crescita dell'1,2% e 1,0% rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. Crescita più lenta invece per l'Italia, con un aumento del PIL dello 0,6% (dopo una crescita di egual misura nel terzo e secondo trimestre). Continua, infine, la dinamica negativa della Germania, che nel quarto trimestre segna una contrazione dello 0,2%, dopo una riduzione del -0,3% e -0,2% nel terzo e secondo trimestre di questo anno. Il quarto trimestre rappresenta, per la Germania, il sesto trimestre di recessione sotto il profilo tendenziale. È in questo contesto di crescita negativa che si inserisce la proposta di riforma del "freno al debito" tedesco, al fine di supportare gli investimenti pubblici, sostenendo allo stesso tempo le misure necessarie per rafforzare le infrastrutture e la difesa e mantenendo una sostenibilità fiscale nel lungo periodo.⁵⁸ Nel complesso, l'Eurozona segna una crescita tendenziale nel terzo trimestre dell'1,2%.

Figura 18: PIL e contributi per paese, Eurozona - var. % YoY

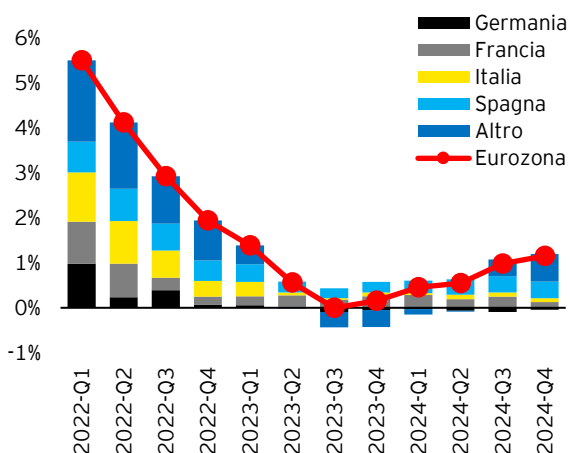
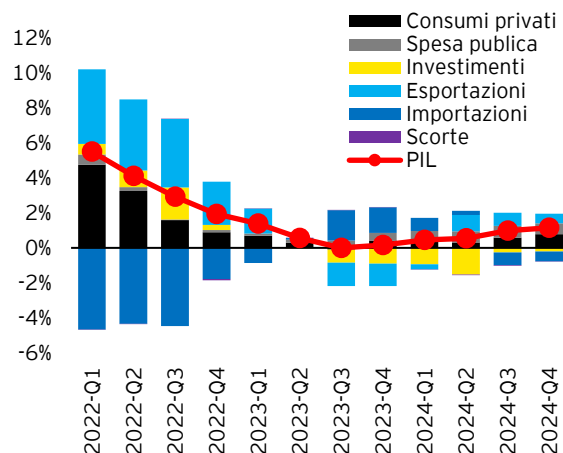


Figura 19: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Dal punto di vista delle componenti del PIL, a trainare la crescita tendenziale nell'ultimo trimestre del 2024 sono stati principalmente i consumi privati, i consumi della pubblica amministrazione e le esportazioni;

⁵⁸ Si faccia ad esempio riferimento a Bundesbank proposes debt brake reform for sound public finances and increased investment, <https://www.bundesbank.de/en/press/press-releases/bundesbank-proposes-debt-brake-reform-for-sound-public-finances-and-increased-investment-945674>.

hanno, invece, contribuito negativamente gli investimenti, su cui pesa ancora il contesto generale di elevati tassi di interesse e di incertezza.

L'andamento della produzione industriale continua a riflettere segnali di debolezza dell'economia dell'Eurozona, nonostante un timido miglioramento nel mese di gennaio. Gli ultimi dati, infatti, mostrano una crescita della produzione industriale dello 0,8% rispetto al mese precedente, portando l'indice ad un valore inferiore rispetto alla media del 2021 di circa il 3%. La debolezza complessiva dell'industria dell'Eurozona appare più evidente dall'analisi tendenziale, ovvero rispetto ai valori registrati lo stesso mese dell'anno precedente, con l'indice della produzione industriale in leggera contrazione (-0,1%), dopo due mesi di contrazione significativa (-2,0% e -1,8% rispettivamente a novembre e dicembre 2024). Il mese di gennaio rappresenta il ventunesimo mese di contrazione tendenziale dell'industria dell'Eurozona.

Scendendo nel dettaglio congiunturale dei principali paesi dell'Eurozona, l'andamento dell'industria in Germania mostra nel complesso i segnali più evidenti di debolezza, nonostante una crescita congiunturale del 2,3%, successiva ad una contrazione del 2,1% nel mese precedente. In crescita anche l'indice della produzione industriale italiana (3,2%), anch'essa successiva ad una contrazione significativa nel mese precedente (-2,7%). In riferimento alla Francia e alla Spagna, nonostante il quadro di lungo periodo appaia più positivo rispetto a quello di Italia e Germania, in termini congiunturali a gennaio si è registrata una contrazione in entrambi i paesi, rispettivamente del -0,6% e -1,0%.

Figura 20: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

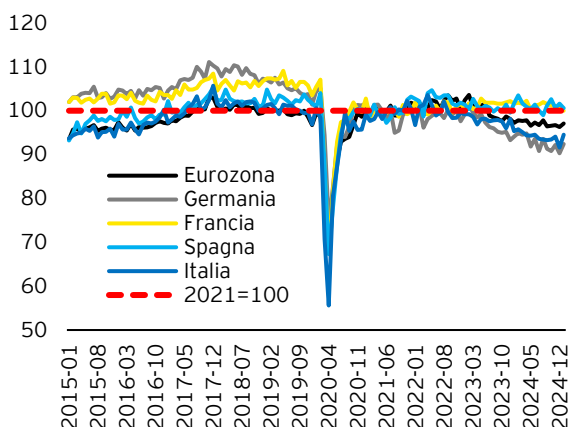
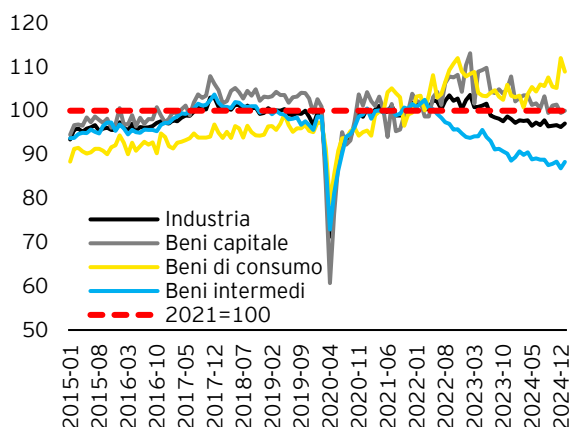


Figura 21: Produzione industriale per tipologia di bene, Eurozona - indice, 2021=100



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: gennaio 2025.

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. Gennaio 2025 rappresenta, infatti, il trentaduesimo mese consecutivo di contrazione tendenziale (ovvero della variazione rispetto allo stesso mese dell'anno precedente), con una contrazione dell'1,2%, che segue una riduzione dell'1,9% a dicembre. Da un punto di vista congiunturale, invece, a gennaio si è registrata una crescita dell'1,6% dopo una contrazione di simile portata nel mese precedente (-1,7%).

L'analisi degli indicatori PMI⁵⁹ 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, anche se in parziale miglioramento. I quattro maggiori paesi dell'Eurozona mostrano, a febbraio 2025, valori dell'indice inferiori alla soglia di espansione (50), ma con dinamiche differenti: la Spagna, ad esempio, mostra un calo della fiducia delle imprese manifatturiere a partire dagli ultimi mesi dell'anno precedente, portandola a valori appena inferiori alla soglia di espansione; Francia, Italia e Germania mostrano invece dei valori al di sotto della soglia di espansione oramai da quasi

⁵⁹ 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.

due anni (con poche eccezioni), e negli ultimi mesi sembra registrarsi un parziale miglioramento delle attese nel settore.

Diversa invece la situazione per il settore dei servizi dove, al netto delle variazioni di breve periodo, Italia, Spagna e Germania rimangono sopra la soglia di espansione, diversamente dalla Francia, che negli ultimi mesi ha registrato un ulteriore calo della fiducia nel settore.

Figura 22: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

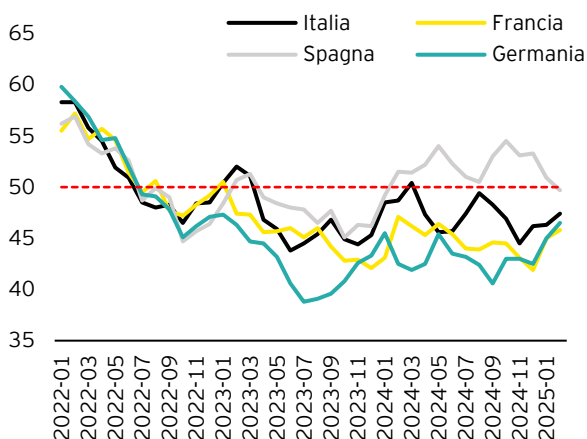
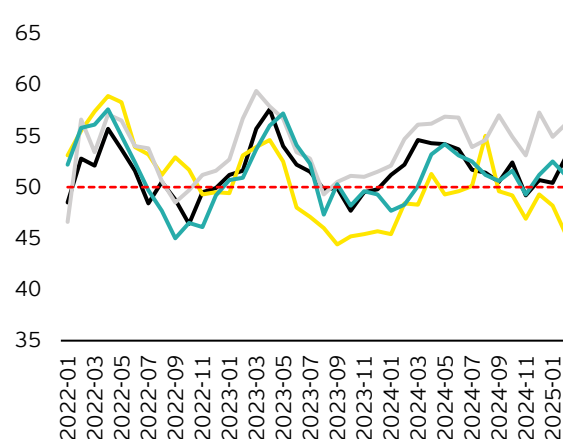


Figura 23: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Global. Ultimo dato disponibile: febbraio 2025.

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Con l'incontro del 6 marzo 2025, la Banca Centrale Europea ha deciso di procedere con una nuova riduzione dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria,⁶⁰ taglio che trova giustificazione anche nell'andamento atteso dell'inflazione secondo le proiezioni macroeconomiche dello staff della BCE, in linea con il target di stabilità dei prezzi (2,3% nel 2025, 1,9% nel 2026 e 2,0% nel 2027).⁶¹

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 centrale⁶² si attestano quindi rispettivamente al 2,65%, al 2,90% e al 2,50 %.

Soffermendosi sugli effetti della politica monetaria restrittiva posta in essere negli anni precedenti, questa non solo ha permesso un rientro dell'inflazione verso valori più in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi, ma ha anche, dall'altro lato, avuto degli effetti sulle economie emergenti dell'Europa. È stato studiato, infatti, che la stretta monetaria della BCE comporta degli aumenti più che proporzionali nei rendimenti dei titoli di Stato nell'"Europa emergente" (si considerano, a questo proposito, Albania, Bielorussia, Bosnia-Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Ungheria, Kosovo, Macedonia, Moldavia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia e Turchia, escludendo la Russia e l'Ucraina per via della guerra in corso), assieme a dei significativi aumenti degli spread sui titoli di stato, deprezzamenti delle valute locali e una riduzione significativa della produzione.⁶³ Questo fenomeno fa riferimento sia ad una politica monetaria "convenzionale", ottenuta principalmente attraverso aumenti dei tassi di interesse, sia ad una riduzione del bilancio della Banca Centrale, per cui gli effetti si mostrano moderati quando la stretta viene eseguita in

⁶⁰ ECB, Monetary policy decisions, 6 March 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp250306~d4340800b3.en.html>.

⁶¹ ECB staff macroeconomic projections, March 2025. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202503_ecbstaff~106050a4fa.en.pdf.

⁶² 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.

⁶³ Engler, P., Ferrucci, G., Zabczyk, P., & Zheng, T. (2024). ECB Spillovers to Emerging Europe: The Past and Current Experience. IMF Working Paper WP/24/170, 2024 Aug.

modo prevedibile, ma possono diventare significativi se il ritmo della stretta viene accelerato. Infine, gli effetti negativi tendono a essere più pronunciati sotto un regime di tasso di cambio fisso rispetto a un regime di targeting dell'inflazione con una valuta liberamente fluttuante.

Figura 24: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

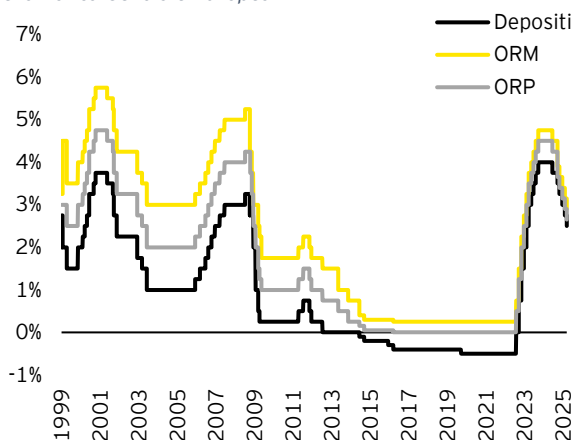
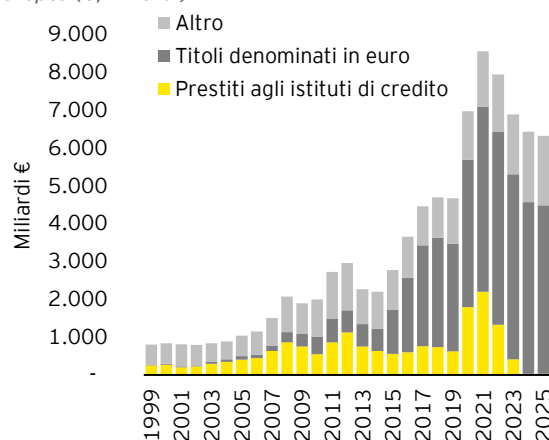


Figura 25: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



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 28 febbraio 2025.

In questo contesto è importante sottolineare che il rientro dei tassi di interesse si accompagna ad una più generale normalizzazione della politica monetaria, che passa anche attraverso una riduzione del bilancio della Banca Centrale Europea. Se si considerano gli acquisti netti avvenuti tra luglio 2022, mese in cui avvenne il primo rialzo dei tassi di interesse di politica monetaria, fino agli ultimi dati disponibili (febbraio 2025), è possibile delineare una classifica sull'intensità della riduzione dell'acquisto di debito pubblico da parte della Banca Centrale stessa tramite i due programmi di riferimento (PSPP e PEPP) per i diversi paesi dell'Eurozona. Da un lato, Germania, Austria e Italia rappresentano i tre principali paesi per ammontare, espresso come percentuale sul PIL, di vendite di titoli di debito pubblico da parte della BCE (rispettivamente per un ammontare pari a circa il 3,4%, 3,7% e 4,0% del PIL), dall'altro l'Estonia beneficia ancora del programma di acquisto di titoli di debito pubblico, con acquisti netti positivi seppur inferiori all'1% del PIL, mentre Malta, Lussemburgo e Slovenia registrano acquisti netti complessivi lievemente negativi (prossimi allo 0% del PIL).

Figura 26: Acquisti netti di debito pubblico da luglio 2022 a febbraio 2025 (% su PIL 2024)

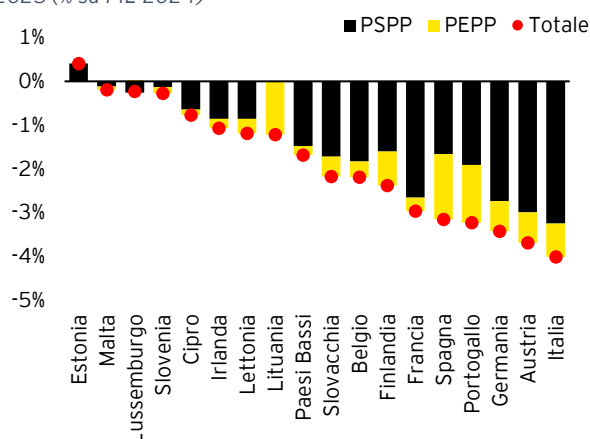
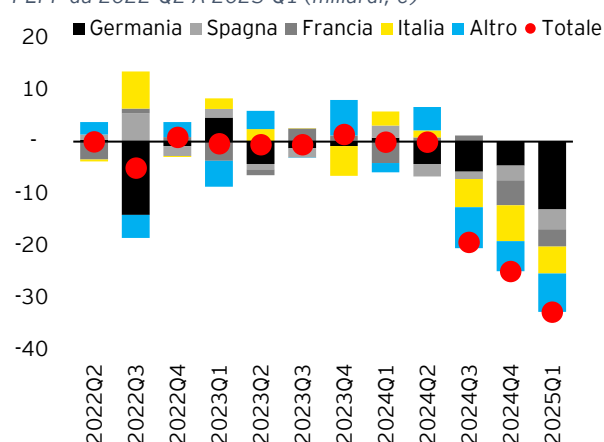


Figura 27: Acquisti netti di titoli di debito pubblico tramite PEPP da 2022-Q2 A 2025-Q1 (miliardi, €)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Banca Centrale Europea.

La riduzione degli asset della BCE potrebbe comportare delle pressioni sui tassi di interesse dei titoli di stato. Nello specifico, secondo le stime basate sulla Survey of Monetary Analysts, una riduzione prevista nelle detenzioni di obbligazioni per un valore di circa mille miliardi di euro potrebbe aumentare i tassi di interesse a lungo termine su titolo "privi di rischio" di circa 35 punti base, con possibili variazioni tra i diversi paesi (ad esempio si stima un aumento di 35, 35, 45 e 50 punti base rispettivamente sui titoli sovrani tedeschi, francesi, italiani e spagnoli).⁶⁴

Il ciclo restrittivo di politica monetaria 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 (come l'andamento dei prezzi delle materie prime), è stato efficace al fine del rientro dell'inflazione sui valori obiettivo.

Figura 28: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % YoY

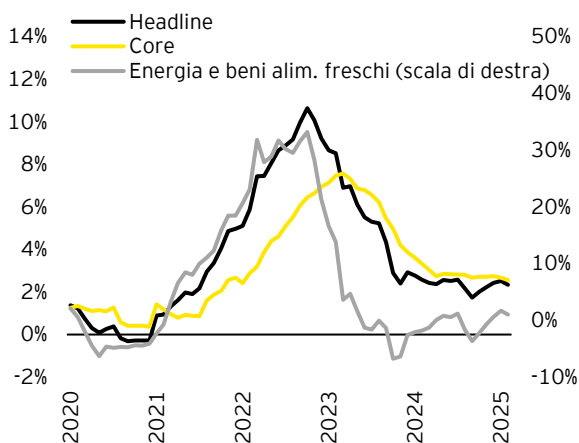
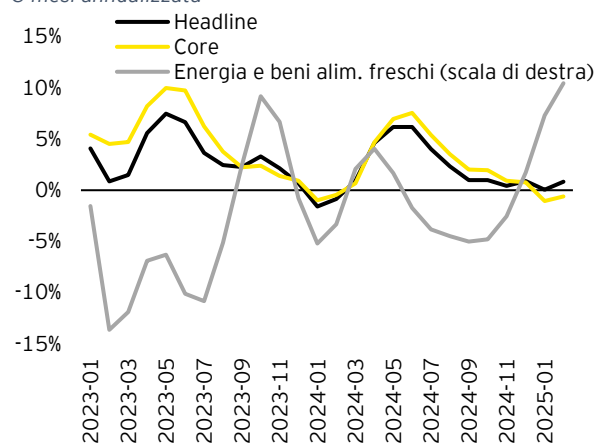


Figura 29: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % 3 mesi su 3 mesi annualizzata



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: febbraio 2025.

A febbraio l'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi), si è attestata nell'Eurozona al 2,3%. Nonostante questo dato sia in riduzione rispetto a quello registrato a gennaio (2,5%), è importante sottolineare come l'inflazione abbia registrato un

⁶⁴ Quantitative Tightening: How do shrinking Eurosystem bond holdings affect long-term interest rates? The ECB Blog, 14 novembre 2024.

aumento sostenuto da settembre 2024 (1,7%) fino all'inizio del 2025; l'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)⁶⁵ continua a mostrare valori più elevati e persistenti (2,6% a febbraio, dopo il 2,7% di gennaio, valore costante da settembre 2024). 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.

La ripresa dell'inflazione negli ultimi mesi è confermata anche dall'analisi trimestrale dell'indice dei prezzi al consumo, che negli ultimi mesi ha rallentato la sua riduzione. Calcolando il tasso di variazione annualizzato⁶⁶ della media trimestrale dell'indice dei prezzi al consumo rapportato alla media trimestrale precedente, si nota inoltre come la componente di beni energetici e alimentari freschi (non lavorati) sia aumentata in modo significativo, riflettendosi nell'andamento dell'inflazione *headline*.

Nel complesso è comunque possibile affermare che la politica monetaria della Banca Centrale Europea ha giocato un ruolo importante nella riduzione della crescita del livello dei prezzi, se si considera anche che circa il 33% degli elementi componenti il paniere di beni su cui viene calcolata l'inflazione di fondo risente direttamente delle scelte di politica monetaria (si pensi ad esempio ai beni per cui l'acquisto avviene spesso tramite un finanziamento o una richiesta di credito).⁶⁷

Come accennato però, l'inflazione di fondo rimane ancora alta. Questo dipende anche dall'andamento della componente dei servizi: la crescita salariale nel settore dei servizi svolge infatti un ruolo cruciale nell'andamento dei prezzi dei servizi, con possibili effetti persistenti sul livello generale dei prezzi.⁶⁸

Figura 30: Salari reali nel settore dei servizi, Eurozona – indice, 2015=100

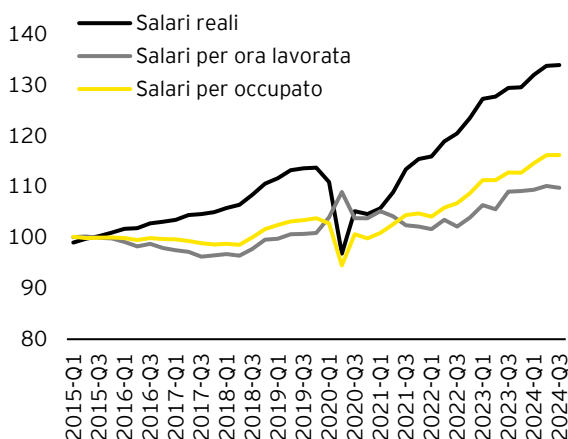
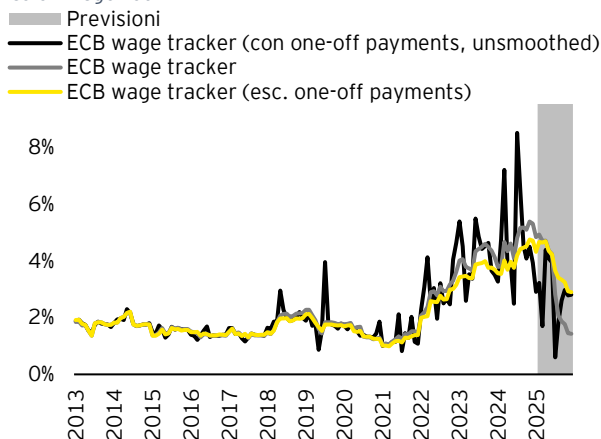


Figura 31: ECB wage tracker, Eurozona - crescita dei salari negoziati



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Se quindi le dinamiche della componente dei servizi nel paniere dell'indice dei prezzi sta giocando un ruolo importante nella persistenza dell'inflazione nell'Eurozona, è importante considerare che queste pressioni si stanno riducendo negli ultimi mesi. L'*ECB wage tracker* ci offre, a questo proposito, delle indicazioni interessanti. Questo indicatore fa leva su un'ampia e dettagliata base di dati provenienti dai contratti collettivi del lavoro, raccogliendo ed aggregando, in questo modo, informazioni sulla crescita salariale dagli

⁶⁵ 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.

⁶⁶ 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>.

⁶⁷ Allayioti, A., Górnica, L., Holton, S., & Hernández, C. M. (2024). Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data. European Central Bank, Working Paper Series No 3003.

⁶⁸ Chen, S., & Igan, D. (2024). Inflation and Labor Markets: A Bottom-Up View October 2024. IMF Working Paper WP/24/220, 2024 Oct.

accordi tra sindacati e associazioni di datori di lavoro.⁶⁹ Uno dei vantaggi dell'indicatore è quello di fornire informazioni tempestive anche su accordi entrati in vigore recentemente.⁷⁰

Nonostante l'*ECB wage tracker* non sia quindi uno strumento di previsione, questo indicatore può fornirci delle informazioni a più alta frequenza, potenzialmente anticipando quindi quelli che saranno i dati strutturati derivanti dalla contabilità nazionale o da altre fonti. I dati mostrati, che considerano agli accordi firmati fino a gennaio 2025, puntano ad una riduzione delle tensioni salariali durante il 2025. Questo fenomeno sembra ancora più accentuato per la serie che considera anche i pagamenti "eccezionali"⁷¹ che sono stati erogati nel 2024 per far fronte ad esigenze specifiche (ad esempio bonus) e che non saranno più erogati nel 2025.⁷²

L'analisi dell'andamento dei salari rappresenta quindi un elemento fondamentale da considerare nel commentare le dinamiche inflazionistiche: in risposta all'aumento dei tassi d'interesse la domanda aggregata di un'economia si contrae a seguito della maggiore onerosità dei prestiti (siano essi per consumi o per investimenti). La dinamica dell'inflazione, tuttavia, non è determinata solo dalla domanda, ma dipende soprattutto dal modo in cui le imprese adeguano la remunerazione della forza lavoro, trasferiscono i maggiori costi del lavoro ai consumatori e ai clienti, e gestiscono i profitti.⁷³

Muovendo quindi l'attenzione sul credito bancario, un recente studio ha dimostrato come gli aumenti dei tassi di riferimento della BCE tra luglio 2022 e settembre 2023 abbiano avuto un impatto importante al ribasso sulla crescita del PIL e sull'inflazione anche tramite la risposta dell'offerta di credito bancario.⁷⁴

A questo proposito, le informazioni fornite dall'ultima edizione della Bank Lending Survey⁷⁵ dell'Eurozona offrono degli spunti interessanti.⁷⁶

Nel complesso si segnala un nuovo inasprimento delle condizioni di offerta dei prestiti alle imprese nel quarto trimestre del 2024 (percentuale netta di banche del 7%), che fa seguito ad una sostanziale stasi nel trimestre precedente, rappresentando l'inasprimento netto più significativo dal terzo trimestre del 2023. È importante notare come l'inasprimento registrato sia stato superiore a quello che le banche avevano previsto nella precedente indagine (circa il 4%). La maggiore percezione del rischio (dovuto principalmente alle prospettive economiche) e la contestuale minore tolleranza delle banche ai rischi esterni sono stati i principali fattori a determinare l'inasprimento. L'inasprimento netto delle condizioni di offerta è stato determinato principalmente dalle banche in Germania e Francia in un contesto di maggiore incertezza politica, mentre si è registrato un allentamento in Italia.

In riferimento alle condizioni di offerta dei prestiti bancari per le famiglie per l'acquisto di una abitazione, le banche dell'Eurozona hanno segnalato una sostanziale stasi (percentuale netta di banche pari all'1% che hanno inasprito le condizioni di offerta). Ciò fa seguito a tre trimestri consecutivi di allentamento, soprattutto in Francia, dopo il forte inasprimento registrato nel 2022 e 2023.

Il mantenimento sostanzialmente invariato delle condizioni registrate si discosta in maniera significativa dalle aspettative delle banche nel trimestre precedente, in cui ci si attendeva un allentamento netto significativo (12% la percentuale netta di banche che dichiaravano di alleggerire le condizioni di credito nel quarto trimestre nella precedente edizione dell'indagine).

⁶⁹ The headline "ECB wage tracker" aims to track the annual growth of employees' salaries at any point in time and includes one-off payments smoothed over the twelve months that follow each payment. As one-off payments can make series very volatile, smoothing them renders the series easier to interpret and more aligned to their economic intent (that they cover a period of time even if they are disbursed in one payment). The ECB wage tracker also publishes an indicator with unsmoothed one-off payments.

⁷⁰ Lane, P. (2024), "[Underlying inflation: an update](#)", Speech at the Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024 organised by the Federal Reserve Bank of Cleveland and the ECB; Bing, M., S. Holton, G. Koester, and M. Roca I Llevadot (2024): "[Tracking euro area wages in exceptional times](#)", ECB Blog post, 23 May 2024; Gornicka, L. and G. Koester (eds) (2024): "[A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#)", Occasional Paper Series, No 338, ECB.

⁷¹ Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr241218_1~1acca7fac8.en.html.

⁷² The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments. The ECB Blog, 18 dicembre 2024.

⁷³ What drives domestic inflation? The triangle of wages, profits and productivity. The ECB Blog, 16 dicembre 2024.

⁷⁴ Conti, A. M., Neri, S., & Notarpietro, 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).

⁷⁵ 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.

⁷⁶ The euro area bank lending survey - Fourth quarter of 2024.

Figura 32: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le imprese, Eurozona - percentuale netta di rispondenti

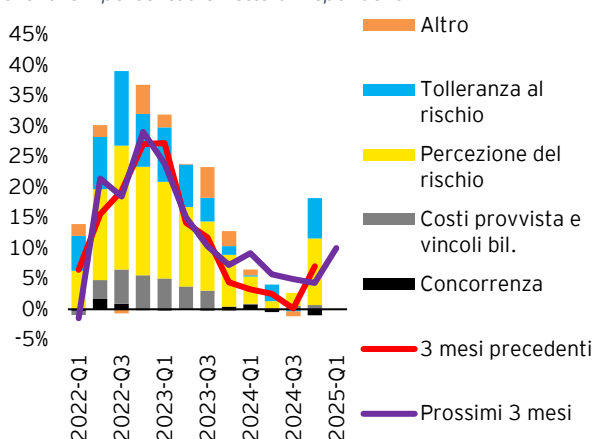
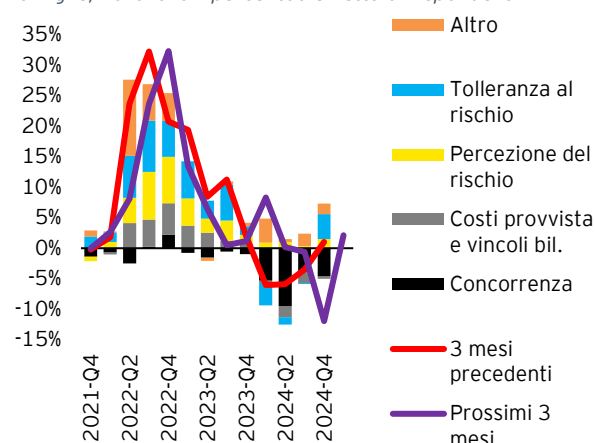


Figura 33: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



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.

Le dinamiche all'interno dei paesi dell'Eurozona sono state differenti. Tra i quattro principali paesi, le banche francesi hanno registrato un allentamento netto, mentre le banche tedesche e italiane hanno segnalato un inasprimento netto; le banche spagnole hanno riportato standard di credito sostanzialmente invariati. La concorrenza tra banche è stata il principale fattore di allentamento degli standard di credito, mentre la tolleranza al rischio e la percezione del rischio delle banche stesse hanno giocato a favore di un maggiore inasprimento delle condizioni di prestito. Anche la percezione del rischio delle banche ha avuto un leggero effetto netto verso un maggiore inasprimento delle condizioni di prestito, guidato principalmente dalle banche tedesche ed italiane, legato in entrambi i casi alle prospettive economiche non particolarmente positive e, nel caso delle banche tedesche, alle prospettive del mercato immobiliare. Nel primo trimestre del 2025, le banche dell'area dell'euro prevedono un leggero inasprimento degli standard di credito.

Tornando al tema della crescita dell'indice dei prezzi al consumo, è interessante notare come le dinamiche dell'inflazione dipendano anche dalla dimensione del debito pubblico. Un recente studio della Banca Centrale Europea ha analizzato l'interazione tra politica fiscale e inflazione nell'Eurozona, sottolineando il ruolo del livello di debito pubblico nel modulare questa relazione, mostrando come le espansioni/contrazioni fiscali abbiano un effetto sull'andamento dei prezzi a seconda della dimensione del debito pubblico - nello specifico, alti livelli di debito tendono ad amplificare la risposta dell'inflazione alle espansioni fiscali.⁷⁷

Nel complesso, i rapporti tra debito pubblico e PIL nei paesi dell'Eurozona hanno registrato una crescita significativa come conseguenza delle risposte fiscali alla pandemia e agli shock energetici, rimanendo più elevati rispetto al periodo precedente la pandemia.

⁷⁷ In riferimento alla relazione tra debito pubblico e inflazione, secondo la cosiddetta la teoria fiscale dei prezzi, una politica fiscale espansiva non accompagnata da maggiori avanzi primari futuri previsti comporta la percezione degli agenti economici di una maggiore ricchezza reale, portando a un aumento dei consumi e, conseguentemente, dei prezzi. Più in generale, se il valore attuale degli avanzi primari futuri è inferiore all'ammontare del debito nominale, il livello dei prezzi di equilibrio è atteso aumentare (riducendo il valore reale del debito) per assicurarne la solvibilità. Per maggiori informazioni, Checherita-Westphal, C. D., & Pessio, T. (2024). Fiscal policy and inflation: accounting for non-linearities in government debt. ECB Working Paper Series No 2996

Figura 34: Variazioni del rapporto debito pubblico su PIL, 2019-Q4-2024-Q3

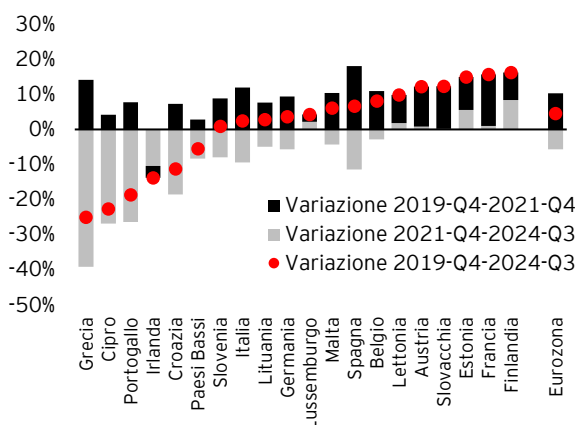
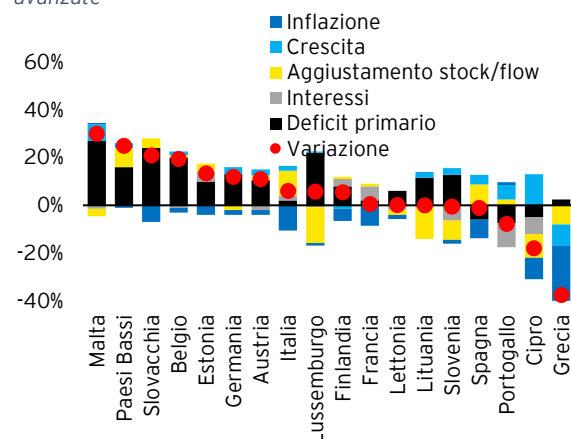


Figura 35: Fattori di variazione del rapporto debito pubblico/PIL 2023-2029 su 2013-2019, Economie avanzate



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea.

Vi sono inoltre possibili pressioni sulla spesa nel medio e lungo termine derivanti dalle maggiori spese in difesa, dalla transizione climatica e dall'invecchiamento della popolazione. Questo contesto aumenta, di conseguenza, il rischio che il rapporto debito pubblico su PIL non si stabilizzi nel medio periodo. Nell'Eurozona, i programmi di acquisto di titoli della BCE hanno permesso ai paesi membri di mantenere un profilo di emissione a lunga scadenza, alleviando le pressioni di finanziamento a breve termine.⁷⁸

In riferimento alle spese per la difesa, si segnala inoltre il nuovo programma proposto della Commissione Europea - ReArm Europe - volto ad aumentare la spesa militare nell'Unione Europea. Il piano prevede circa 800 miliardi di euro di investimento per potenziare le capacità di difesa degli Stati membri, utilizzando anche il bilancio dell'UE ed altre istituzioni (quali la Banca Europea per gli Investimenti) per incentivare gli investimenti e per supportare l'uso di capitali privati.^{79,80}

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.

A questo si aggiungono le incertezze relative alle possibili politiche commerciali distorsive (e.g., barriere tariffarie su specifici prodotti importati) posti in essere dalla nuova amministrazione statunitense, a cui si aggiungono le possibili risposte da parte di quei paesi *target* delle misure distorsive. A questo proposito, un recente studio di EY ha fornito delle stime circa l'impatto potenziale di queste misure sull'economia dell'Unione Europea (si rimanda all'approfondimento per una discussione dettagliata dei risultati).⁸¹

⁷⁸ Armendariz, S., Cabezon, E., Cui, M. L. Q., Domit, S., Iancu, A., Magistretti, G., ... & Wong, Y. C. (2024). *Taming Public Debt in Europe: Outlook, Challenges, and Policy Response* (No. 2024/181). International Monetary Fund. IMF Working Paper WP/24/181, 2024 Aug.

⁷⁹ Press statement by President von der Leyen on the defence package, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sv/statement_25_673.

⁸⁰ Questions and answers on ReArm Europe Plan/Readiness 2030, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_25_790.

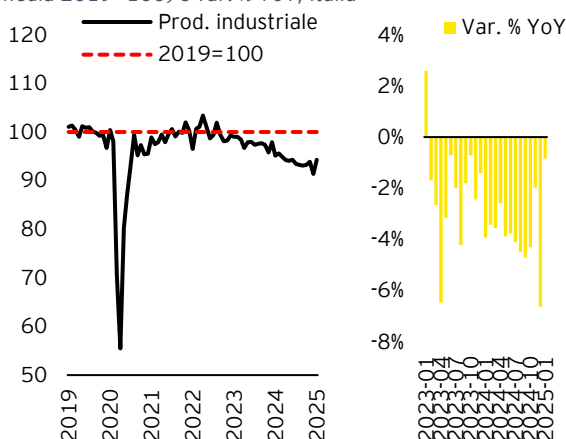
⁸¹ EY - Economic Impact of the US Tariffs - EY Economic Analysis Team (EY EAT). Per maggiori informazioni, <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-pl/noindex/ey-economic-impact-of-trump-tariffs-4-03.pdf>.

L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale

La produzione industriale italiana continua a registrare un andamento complessivamente non positivo, nonostante un lieve miglioramento registrato a gennaio 2025. L'ultimo mese è infatti stato caratterizzato da una crescita congiunturale significativa (3,2%), dopo una contrazione del 2,7% a dicembre ed una moderata crescita a novembre 2024 (0,7%).

Figura 36: Indice di produzione industriale (media 2019=100) e var. % YoY, Italia

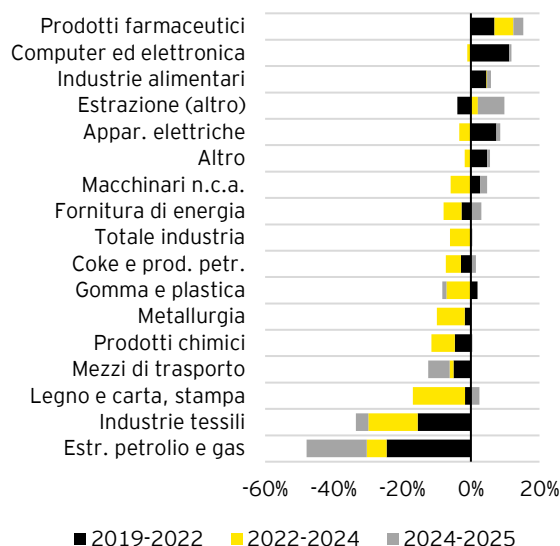


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: gennaio 2025.

La difficile situazione dell'industria italiana è ancor più evidente se si analizza l'andamento tendenziale dell'indice della produzione industriale, ovvero confrontando il valore dell'indice ad un dato mese con il valore dello stesso mese dell'anno precedente. Nel mese di gennaio, infatti, la produzione industriale ha segnato una contrazione dello 0,8% rispetto a dicembre 2024, dopo una contrazione del -6,6% a dicembre 2024 ed una contrazione del 2,0% a novembre. Il mese di gennaio rappresenta il ventiquattresimo mese consecutivo di crescita tendenziale negativa (da febbraio 2023). Nel complesso, il 2024 si chiude con una contrazione complessiva del comparto industriale del 3,9% rispetto all'anno precedente.

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

Figura 37: Indice della produzione industriale per comparti industriali, Italia - var % rispetto al 2019 e contributi per anni analizzati



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 l'industria alimentare rappresentano i primi tre comparti industriali per *performance* positiva rispetto alla produzione del 2019, con una crescita rispettivamente del 15,3%, 10,7% e 5,9%.

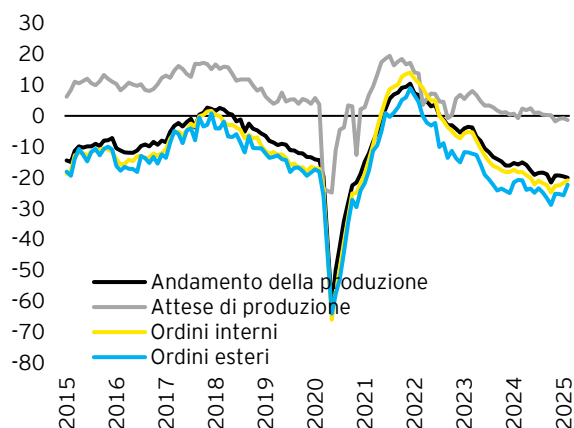
All'opposto invece si evidenzia come il comparto dell'estrazione del petrolio greggio e gas naturale, l'industria tessile, l'industria dei prodotti in legno e carta, e l'industria dei mezzi di trasporto siano ancora lontani dai livelli pre-crisi (con una produzione inferiore rispettivamente del 47,9%, 33,5%, 14,4% e 12,5%).

Un'analisi di più lungo periodo degli indici della produzione permette inoltre di apprezzare anche il contributo alla variazione per singolo comparto industriale determinato dagli ultimi eventi. Nello specifico si nota il potenziale effetto dell'aumento dei prezzi dell'energia dal 2022 su comparti quali la produzione di gomma e plastica, sulla metallurgia, sulla produzione di prodotti chimici e sulla produzione di legno, carta e stampa.

Se la situazione descritta dall'andamento dell'indice della produzione industria appare molto complessa, le rilevazioni mensili della Business and Consumer Surveys della Commissione Europea mostrano delle attese non migliori.

L'andamento della produzione e la rilevazione dell'andamento degli ordini interni ed esteri continuano lungo una traiettoria discendente oramai in atto dal 2022, il che si riflette nell'andamento delle attese di produzione.

Figura 38: Produzione e ordini dell'industria, Italia



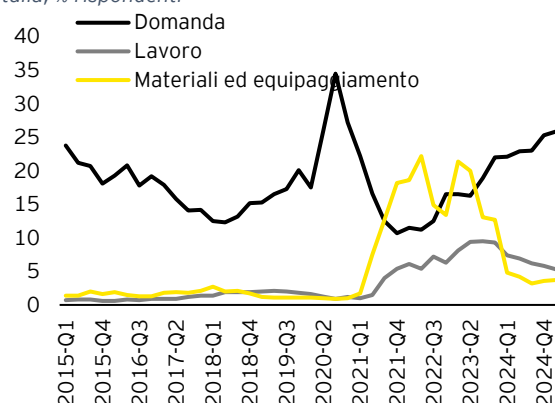
Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (Business and Consumer Surveys). Ultimo dato disponibile: febbraio 2025.

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 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.

La mancanza di domanda di beni dell'industria, sia essa proveniente da mercati esteri che interno, è proprio il principale fattore limitante l'attività nell'industria italiana, come riporta

nuovamente l'analisi dalla Business and Consumer Surveys della Commissione Europea. A questo si aggiungono anche limitazioni dovute all'incapacità di trovare forza lavoro adeguata allo svolgimento delle attività e, in misura minore, alle difficoltà di approvvigionamento di beni materiali necessari all'industria.

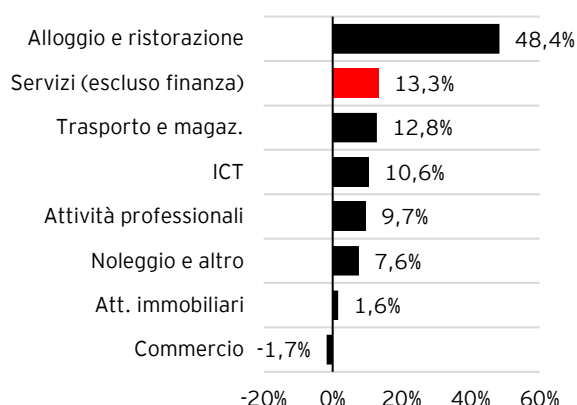
Figura 39: Fattori di limitazione dell'attività dell'industria - Italia, % rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (Business and Consumer Surveys). Ultimo dato disponibile: 2025-Q1.

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 nel 2024 rispetto al 2021 di circa il 13%. 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 40: Indice del volume del fatturato dei servizi, Italia - var. % 2021-2024

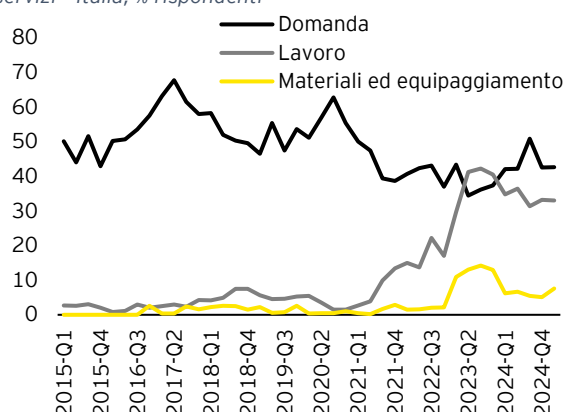


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Alloggio e ristorazione: Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione; Trasporto e magaz.: Trasporto e magazzinaggio; Attività professionali: Attività professionali, scientifiche e tecniche richieste dal regolamento STS; ICT.: Servizi di informazione e comunicazione; 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 di circa il 48% nel periodo di analisi. Più contenuti invece i tassi di crescita dei servizi di trasporto e magazzinaggio e dell'ICT (rispettivamente circa 13% 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'1,7%.

Nonostante nel complesso l'attività dei servizi in generale mostri un andamento migliore rispetto a quello dell'industria, anche qui si riscontrano delle complicazioni nello svolgimento dell'attività. In questo caso, la mancanza di personale qualificato e in linea con le richieste del settore dei servizi rappresenta un fattore limitante molto più di quanto non lo sia per l'industria; la domanda debole rimane in ogni caso il fattore più importante da affrontare.

Figura 41: Fattori di limitazione dell'attività del settore dei servizi - Italia, % rispondenti

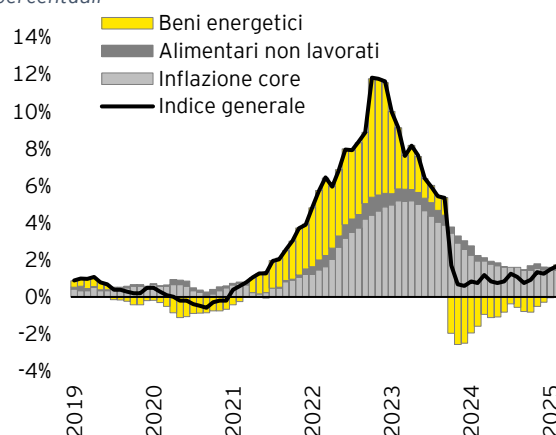


Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (Business and Consumer Surveys). Ultimo dato disponibile: 2025-Q1.

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

La crescita dell'indice dei prezzi al consumo mostra un andamento crescente negli ultimi mesi, con un tasso a febbraio 2025 dell'1,7% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente (che fa seguito ad un tasso dell'1,5% e 1,3% rispettivamente a gennaio 2025 e dicembre 2024). L'aumento del tasso di inflazione negli ultimi mesi è principalmente attribuibile ad un sempre minore contributo negativo della componente energetica, che a febbraio 2025 torna a contribuire positivamente alla crescita del livello dei prezzi, ancorché in misura minima (0,1 punti percentuali).

Figura 42: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali

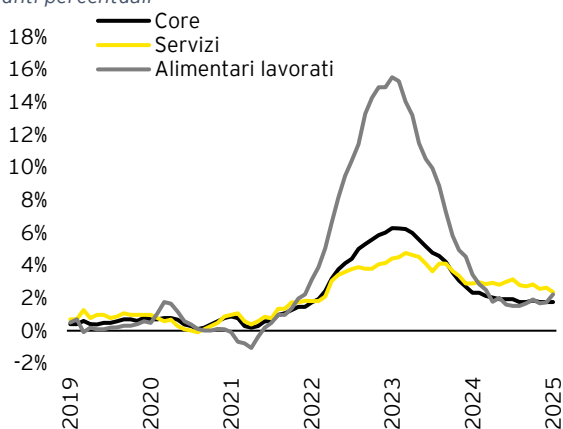


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: febbraio 2025.

In particolare, tra i beni energetici, il contributo negativo dei prezzi dei beni non regolamentati continua a ridursi (-1,9% la crescita a febbraio 2025), mentre continua ad aumentare la crescita della componente dei beni energetici regolamentati (variazione del 31,5% rispetto a febbraio 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 febbraio si è attestata all'1,8%, sostanzialmente stabile rispetto ai due mesi precedenti (1,8% a gennaio e dicembre). 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 2,4% a febbraio dopo aver registrato, nei due mesi precedenti, dei valori inferiori al 3% (2,6% a gennaio e febbraio). In risalita invece l'inflazione riferita all'indice dei beni alimentari lavorati (2,2%, dopo l'1,7% di gennaio).

Figura 43: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



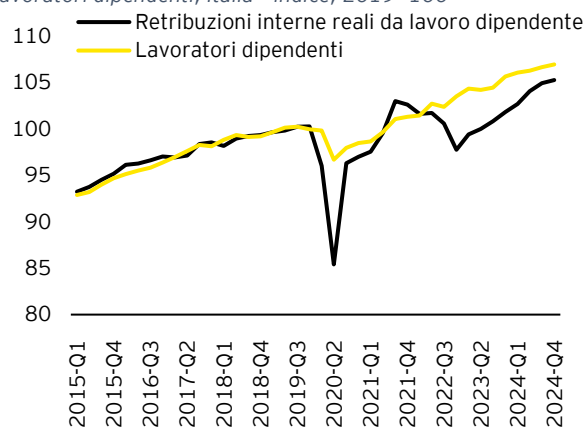
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: febbraio 2025.

Tornando all'inflazione nel suo complesso (inflazione *headline*), il ruolo significativo della componente alimentare ed energetica è confermato anche da recenti studi.⁸² 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,⁸³ 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 prodotti alimentari, le interruzioni delle catene di approvvigionamento, i tentativi delle imprese di mantenere i margini di profitto, l'aumento delle aspettative di inflazione a breve e lungo termine, le tensioni sul mercato del lavoro e la rigidità dei salari reali.

In riferimento alle tensioni al rialzo registrate sul mercato del lavoro, questo fenomeno si mostra non solo nell'andamento dell'occupazione (ai massimi storici) ma anche nell'andamento delle retribuzioni interne reali le quali, dopo il calo registrato a fine 2021, sono cresciute recuperando il terreno perso precedentemente (crescita di circa l'8% tra il quarto trimestre del 2022 e il terzo trimestre del 2024).

Figura 44: Retribuzioni interne lorde da lavoro dipendente e lavoratori dipendenti, Italia - indice, 2019=100



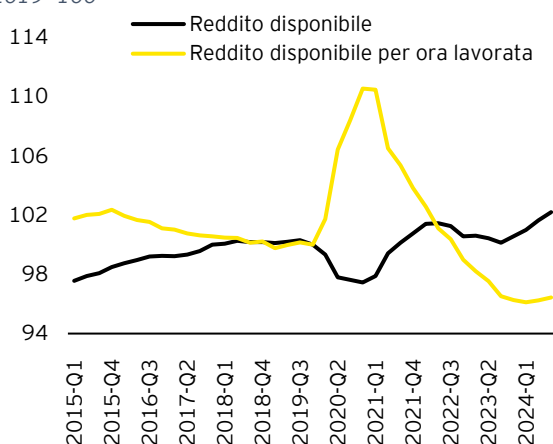
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: 2024-Q4.

L'andamento positivo delle retribuzioni si riflette anche nell'andamento del reddito disponibile, in crescita anch'esso negli ultimi trimestri. È importante sottolineare però come l'andamento positivo delle retribuzioni e del reddito disponibile sia legato anche all'andamento positivo del numero di occupati: se infatti si analizza la dinamica del reddito disponibile per ora lavorata si nota come la crescita negli ultimi trimestri sia stata sostanzialmente debole, a dimostrazione del ruolo importante della crescita del numero di occupati.

⁸² 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.

⁸³ 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.

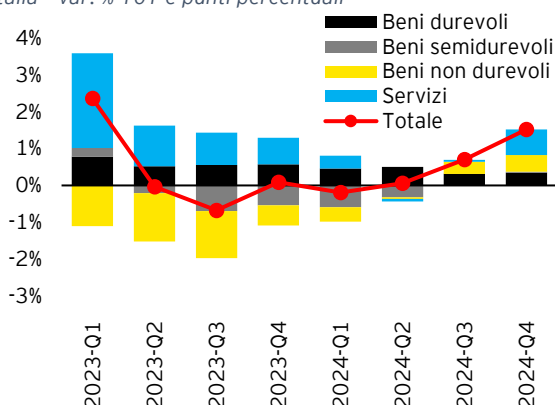
Figura 45: Reddito disponibile lordo reale, Italia - indice, 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: 2024-Q3.

La ripresa delle retribuzioni complessive rappresenta inoltre un fattore di leggera accelerazione per la domanda interna.

Figura 46: Consumi finali delle famiglie per categoria di beni, Italia - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Nel quarto trimestre ha registrato una crescita tendenziale dell'1,5% (a cui corrisponde una crescita congiunturale dello 0,2%) principalmente sostenuta da una crescita del consumo di servizi e di beni durevoli e non durevoli (questi ultimi in riduzione o crescita nulla da diversi trimestri prima del terzo trimestre 2024).

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 ripartenza dei consumi; l'inflazione mostra segnali di accelerazione, ancorché ancora vicina a livelli non elevati.

Approfondimento: gli effetti delle tensioni di politica commerciale sull'Italia

Messaggi principali:

- 1. Il tema delle misure protezionistiche è tornato ad essere un tema di primaria importanza dopo l'esito delle elezioni statunitensi e l'insediamento, a gennaio, della nuova amministrazione. Le misure annunciate e successivamente implementate sono state diverse, come l'aumento dei dazi verso le importazioni dal Canada, Messico, Cina, e Unione Europea.*
- 2. Al 2023 il valore delle esportazioni di beni dei paesi membri dell'UE27 verso gli Stati Uniti ha raggiunto il valore di circa 533 miliardi di euro, di cui circa 290 miliardi attribuibili alla Germania (148 miliardi), seguono poi Italia (67 miliardi), Francia (53 miliardi) e Spagna (21 miliardi). Tra i principali prodotti esportati rientrano i prodotti farmaceutici (101 miliardi di euro), i macchinari e apparecchiature meccaniche (81 miliardi), e i veicoli e componenti (59 miliardi).*
- 3. Quantificare gli effetti delle nuove politiche commerciali risulta di particolare difficoltà, considerato il contesto mutevole ed incerto. Inoltre, è molto difficile quantificare l'effetto di una nuova possibile configurazione del commercio mondiale in termini di struttura delle supply chain globali e, in generale, dei rapporti transatlantici e dei rapporti di USA ed Europa con la Cina.*
- 4. Il team di Economic Advisory di EY ha elaborato due scenari per stimare gli eventuali impatti sul PIL di diverse scelte commerciali degli Stati Uniti e delle possibili scelte di "ritorsione" da parte dei partner commerciali soggetti a queste misure. L'impatto complessivo cumulato sul PIL italiano è compreso tra -0,5% e -1,0% al 2027 rispetto ad uno scenario baseline di mancata introduzione di nuove misure tariffarie.*

Le misure protezionistiche sono strumenti di utilizzati per diversi scopi, quali schermare la propria economia nazionale dalla concorrenza estera o riequilibrare il commercio con l'estero. Le misure sono generalmente di carattere tariffario o non tariffario. Nel primo caso rientrano i dazi, che consistono sostanzialmente nell'imposizione di una maggiorazione del prezzo all'importazione, rendendo i beni in oggetto più costosi per i residenti e quindi disincentivandone il consumo; nel secondo caso, invece, rientrano strumenti quali l'imposizione di quote all'importazione, ovvero di un limite fisico all'importazione di un dato bene.

Come accennato, l'obiettivo principale di queste misure è quello di proteggere i settori economici nazionali considerati strategici, o che potrebbero essere danneggiati dalla concorrenza estera, salvaguardando potenzialmente l'occupazione in specifici settori e riducendo la dipendenza di specifici settori dai beni esteri. Inoltre, queste misure possono essere utilizzate come strumento di negoziazione per condizioni più favorevoli con altri paesi o per rispondere a pratiche commerciali considerate sleali, come il dumping o i sussidi governativi alle esportazioni.

Il tema delle politiche commerciali protezionistiche è tornato di particolare interesse negli ultimi mesi quando, dopo le elezioni statunitensi di novembre, la nuova amministrazione Trump ha confermato l'introduzione di queste misure per perseguire diversi obiettivi (tra cui ridurre il forte deficit commerciale).

Nonostante il contesto sia in continuo divenire, è interessante delineare un quadro generale delle ultime scelte di politica commerciale della nuova amministrazione: al momento, infatti, sono stati imposti dazi del 25% sulle importazioni da Canada e Messico (sul Canada sono inoltre stati raddoppiati i dazi sulle importazioni di alluminio e acciaio) e del 10% su quelle dalla Cina; nei confronti dell'Unione Europea invece, sono stati imposti dazi del 25% sull'importazione di alluminio e acciaio. Queste misure stanno inoltre portando a delle risposte di politica commerciale da parte dei soggetti target dei dazi: si pensi, a questo proposito, alla reintroduzione di misure sospese dall'UE nei confronti degli USA tra il 2018 ed il 2020,

nonché all'introduzione di nuove misure,^{84,85} o all'introduzione di dazi del 25% su circa 30 miliardi di dollari di importazioni del Canada dagli Stati Uniti.⁸⁶

Nonostante la situazione complessiva sia caratterizzata da un elevato grado di incertezza dovuta ad uno scenario ancora mutevole, è importante cercare di capire quali possano essere gli effetti di queste misure protezionistiche, elaborando anche scenari per poter coprire uno spettro più ampio di possibili scenari. Il primo passo, in questo senso, è quello di analizzare quali siano i principali prodotti esportati dai paesi dell'UE e, nello specifico, dell'Italia, verso gli Stati Uniti.

Al 2023 il valore delle esportazioni di beni dei paesi membri dell'UE27 verso gli Stati Uniti ha raggiunto il valore di circa 533 miliardi di euro, di cui circa 290 miliardi attribuibili alla Germania (148 miliardi), Italia (67 miliardi), Francia (53 miliardi) e Spagna (21 miliardi). Tra i principali prodotti esportati rientrano i prodotti farmaceutici (101 miliardi di euro), i macchinari e apparecchiature meccaniche (81 miliardi), e i veicoli e componenti (59 miliardi).

Una classifica simile si registra anche per l'Italia. I macchinari e le apparecchiature meccaniche rappresentano il primo gruppo di beni per dimensione delle esportazioni verso gli Stati Uniti (circa 13 miliardi di euro), a cui seguono i prodotti farmaceutici e i veicoli e relativi componenti (rispettivamente 7 e 6 miliardi di euro il valore delle esportazioni). Le prime tre tipologie di prodotti rappresentano circa il 40% del totale delle esportazioni italiane verso gli Stati Uniti (circa 39 miliardi di euro su 67,4 miliardi).

Figura 47: Esportazioni verso gli Stati Uniti, UE27 - miliardi, €

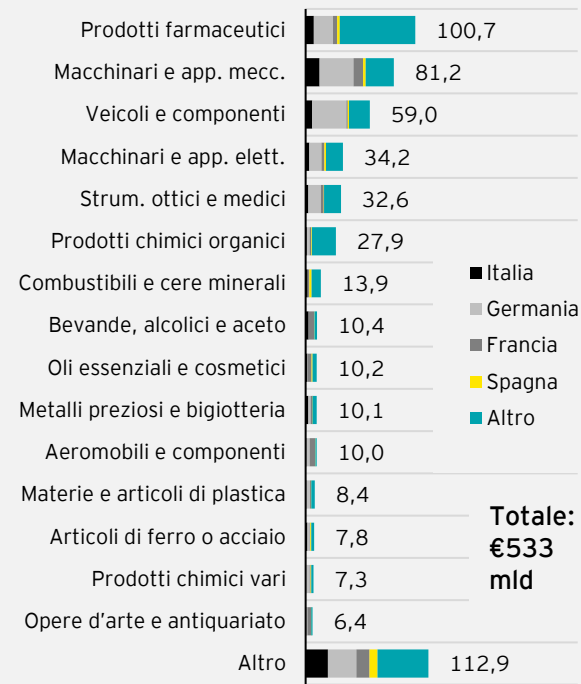
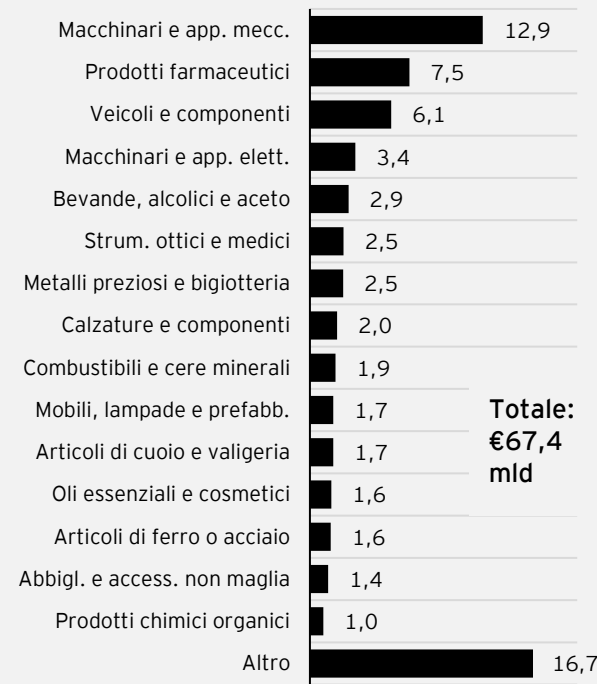


Figura 48: Esportazioni verso gli Stati Uniti, Italia - miliardi, €



Fonte: Elaborazioni EY su dati UN Comtrade. I dati sono stati convertiti in euro al tasso di cambio medio per il 2023. I prodotti seguono la nomenclatura HS (Harmonized System) a 2 digit.

In questo contesto, la politica commerciale della nuova amministrazione statunitense rappresenta una fonte di incertezza notevole non solo per i paesi dell'Unione Europea e, di conseguenza, anche per l'Italia, ma anche per il resto del mondo.

⁸⁴ Commission responds to unjustified US steel and aluminium tariffs with countermeasures, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_740.

⁸⁵ EU countermeasures on US steel and aluminium tariffs explained, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_25_750.

⁸⁶ List of products from the United States subject to 25 per cent tariffs effective March 13, 2025, <https://www.canada.ca/en/department-finance/news/2025/03/list-of-products-from-the-united-states-subject-to-25-per-cent-tariffs-effective-march-13-2025.html>.

I risultati dell'analisi del team di Economic Advisory di EY mostrano che l'introduzione di nuovi dazi (in aggiunta a quelli già esistenti)⁸⁷ ha un effetto negativo sull'attività economica nel breve e medio periodo. Barriere commerciali più elevate portano a una diminuzione delle esportazioni e a un aumento del costo delle importazioni, portando così ad una potenziale riduzione della produzione di specifici beni e ad un aumento dei prezzi al consumo negli Stati Uniti. I dazi possono anche comportare condizioni finanziarie più restrittive per le imprese ed una contestuale riduzione della loro fiducia, con conseguenti minori investimenti.⁸⁸

Nello stimare gli impatti della politica commerciale statunitense sono stati elaborati due scenari:

1. Scenario 1 - Dazi Messico-Canada-Cina: oltre ai dazi su Messico, Canada e Cina a partire dal 4 marzo e ai dazi "di ritorsione" (*retaliation*) del Canada, ipotizziamo che Messico e Cina impongano dazi "di ritorsione" del 25% e del 10%, rispettivamente, su metà delle importazioni dagli Stati Uniti.
2. Scenario 2 - Dazi aggiuntivi sull'UE: allo scenario precedente si aggiungono dazi del 10% su tutte le importazioni dall'UE, in vigore dal 1° aprile. Si ipotizza inoltre una risposta dell'UE, con dazi del 10% su tutte le esportazioni statunitensi.

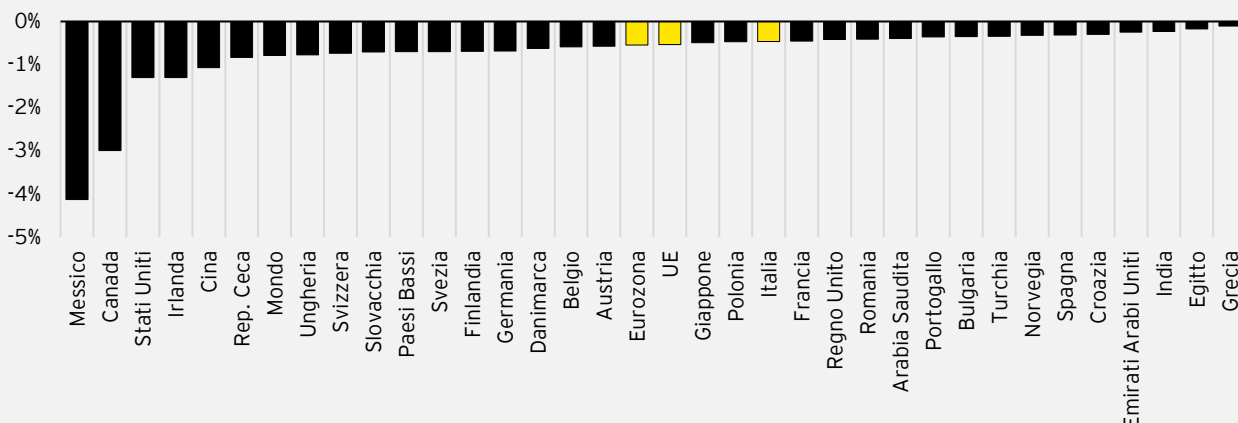
Nel primo scenario, le stime mostrano come Messico e Canada siano attesi essere i paesi maggiormente colpiti dagli effetti negativi della politica commerciale distorsiva statunitense, con una riduzione massima cumulata del PIL rispettivamente del 4,1% (al 2028, dato cumulato) e del 3,0% (al 2026, dato cumulato) rispetto allo scenario di assenza di nuove misure protezionistiche. Di conseguenza, il PIL del Messico rimarrebbe stagnante per i prossimi 2 anni, mentre il Canada entrerebbe in recessione nella seconda metà del 2025. La Cina, soggetta a dazi più contenuti e caratterizzata da un'economia meno aperta e meno dipendente dagli Stati Uniti per le sue esportazioni, è attesa registrare una contrazione del PIL dell'1,1%. Anche gli Stati Uniti sono attesi registrare una contrazione del PIL a causa dei dazi imposti dai partner commerciali per circa l'1,3% rispetto allo scenario baseline, risultando in un'attività economica stagnante nel corso del 2025.

Allo stesso tempo, la disputa commerciale tra Stati Uniti, Messico, Canada e Cina avrebbe degli effetti negativi anche nell'Unione Europea. La riduzione dell'attività economica all'estero comporterà un calo delle esportazioni, mentre condizioni finanziarie più restrittive ed una riduzione della fiducia delle imprese avranno effetti negativi sugli investimenti. In Europa, si prevede che l'Irlanda sperimenterà gli effetti più significativi, con un calo del PIL dell'1,3% rispetto ad uno scenario di mancata introduzione di nuovi dazi, mentre paesi quali Germania, Paesi Bassi, Svezia e Repubblica Ceca sperimenterebbero un impatto sul PIL dello 0,7-0,8%. La maggior parte dei paesi del Sud e del Sud-Est Europa sono attesi sperimentare un impatto ridotto compreso tra lo 0,1 e lo 0,4%. In media, si prevede un effetto medio sul PIL dell'Unione Europea dello 0,5%. Altri paesi quali il Regno Unito, il Giappone e l'India, insieme alla maggior parte dei paesi MENA e alla Turchia, sono attesi registrare degli effetti più moderati. L'impatto sull'Italia è stimato in una contrazione dello 0,5%. Nel complesso, il PIL mondiale è atteso registrare una riduzione cumulata massima dello 0,8% al 2026 rispetto ad uno scenario privo di ulteriori misure tariffarie.

⁸⁷ Di seguito alcune fonti per consultare i dazi in vigore anche precedentemente l'imposizione di nuove misure <https://hts.usitc.gov/>; https://www.wto.org/english/tratop_e/tariffs_e/tariff_data_e.htm.

⁸⁸ Economic Impact of the US Tariffs, EY Economic Analysis Team (EY EAT), March 4, 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-pl/noindex/ey-economic-impact-of-trump-tariffs-4-03.pdf>.

Figura 49: Impatto massimo sul PIL nello scenario di dazi su Messico-Canada-Cina (scenario 1) - p.p. rispetto ad uno scenario di assenza di dazi

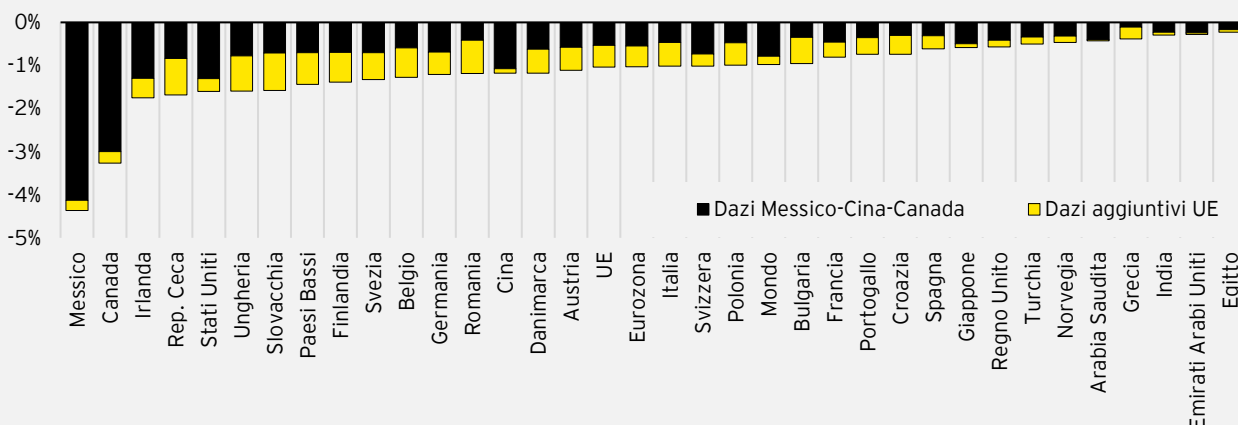


Fonte: Elaborazioni EY Economic Advisory Team.

Nel secondo scenario, e quindi in caso di imposizione di dazi aggiuntivi del 10% sull'UE da parte degli Stati Uniti con relativa azione ritorsiva di pari portata dall'UE sui beni statunitensi, l'impatto complessivo sul PIL dell'Unione Europea è atteso raddoppiare. I paesi maggiormente colpiti sono sostanzialmente gli stessi che sono attesi registrare una contrazione del PIL maggiore nello scenario precedente (con una riduzione del PIL di Irlanda, Repubblica Ceca, Ungheria e Slovacchia nell'anno di massimo impatto in un range compreso tra l'1,6 e l'1,8%, seguiti da Paesi Bassi, Finlandia, Svezia e Belgio con una riduzione compresa tra l'1,3 e l'1,4%; Grecia e Norvegia si trovano all'estremità inferiore dello spettro, con un impatto massimo compreso tra lo 0,4 e lo 0,5%, seguite dalla Spagna con un calo dello 0,6%). L'impatto massimo sul PIL dell'Italia è atteso in una riduzione di circa l'1,0% al 2027 rispetto ad uno scenario baseline (assenza di dazi aggiuntivi).

Gli eventuali dazi imposti dall'UE sono attesi generare degli impatti negativi anche su Stati Uniti, Messico e Canada (impatto compreso tra lo 0,2 e lo 0,3% del PIL in aggiunta agli effetti del precedente scenario). Le altre principali economie (Cina, Giappone, India) così come la regione MENA sono attese sperimentare un effetto più limitato, non superiore allo 0,1% del PIL in aggiunta ai risultati dello scenario precedente. Gli effetti complessivi sull'economia globale sono stimati in circa 0,2 punti percentuali aggiuntivi allo scenario precedente, per una contrazione totale dell'1,0%.

Figura 50: Impatto sul PIL nello scenario di dazi aggiuntivi verso l'UE (scenario 2) - p.p. rispetto ad uno scenario di assenza di dazi



Fonte: Elaborazioni EY Economic Advisory Team.

Un maggiore dettaglio circa gli effetti delle scelte di politica commerciale della nuova amministrazione USA e delle possibili azioni di “ritorsione” è possibile ottenerlo guardando il profilo trimestrale della crescita di due variabili macroeconomiche fondamentali, ovvero il PIL e l’indice dei prezzi al consumo.

Nello specifico, confrontando il tasso di crescita annuale nei trimestri compresi tra il 2025 ed il 2026, si nota come l'Eurozona e l'Italia siano attesi sperimentare una riduzione del tasso di crescita rispetto allo scenario baseline (mancata introduzione di nuove misure tariffarie) in un range compreso tra -0,1 punti percentuali e -0,7 punti percentuali (la deviazione massima si registra intorno al secondo trimestre del 2026). In riferimento all'inflazione, dopo una deviazione dalla baseline al rialzo nella prima metà del 2025, ci si attende successivamente una deviazione al ribasso fino ad un massimo di 0,7 punti percentuali. Questo fenomeno è atteso essere la conseguenza del potenziale rallentamento dell'attività economica mondiale.

Figura 51: Tasso di crescita tendenziale del PIL, deviazione nei due scenari rispetto allo scenario di baseline - punti percentuali

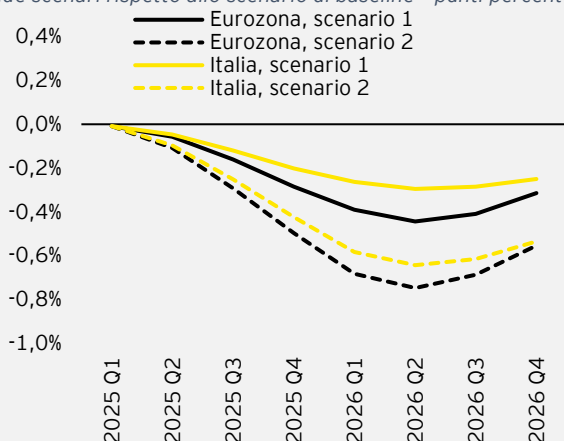
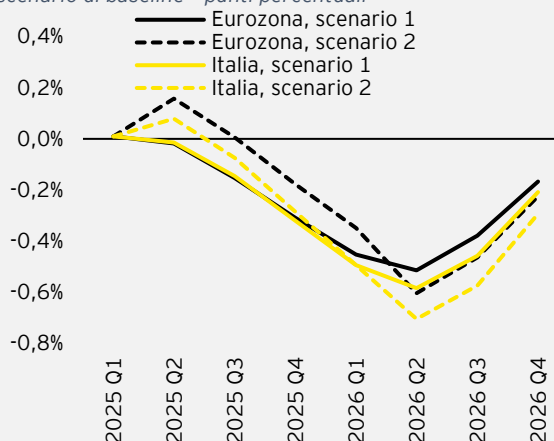


Figura 52: Inflazione, deviazione nei due scenari rispetto allo scenario di baseline - punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY Economic Advisory Team.

Anche in riferimento agli impatti sui diversi settori sono state prodotte delle simulazioni per quantificare le dimensioni degli impatti sulle singole branche di attività,⁸⁹ stime che però considerano uno scenario tariffario diverso e non aggiornato rispetto agli ultimi cambiamenti. Al momento l'esercizio non è stato riprodotto, in attesa di maggiori informazioni disponibili.

Nel complesso, quindi, è importante sottolineare come l'attuale contesto economico globale sia caratterizzato da una sostanziale incertezza per via, tra le altre cause, dell'inasprimento della politica commerciale dei vari paesi del mondo. Gli effetti sono di difficile quantificazione, in quanto dipenderanno dalla severità delle scelte, nonché dalle risposte dei singoli partner commerciali.

⁸⁹ Economic Impact of Trump 2.0 Sectoral and Regional Perspectives with a Focus on Europe, EY Economic Analysis Team (EY EAT), February, 2025 <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-pl/noindex/ey-economic-impact-of-trump-2-0-ey-eat-27-01.pdf>.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Il quarto trimestre del 2024 ha registrato una crescita congiunturale del PIL piuttosto debole (0,1%). Questo dato è principalmente la risultante dell'andamento delle componenti di domanda interna e, nello specifico, dagli investimenti, che hanno registrato una crescita congiunturale dell'1,6%. I consumi privati mostrano una crescita contenuta (0,2%), a cui si associa una contrazione delle importazioni (-0,4%). In contrazione anche le esportazioni (-0,2%), per un contributo della domanda estera alla crescita di circa 0,1 punti percentuali. L'andamento delle scorte ha, invece, un effetto negativo sulla crescita congiunturale, con un contributo negativo di 0,4 punti percentuali.

Dal punto di vista tendenziale, invece, l'Italia registra una crescita del PIL dello 0,6%, principalmente trainata dai consumi privati (1,6%, per un contributo alla crescita di 0,9 punti percentuali). Gli investimenti e le esportazioni registrano invece una contrazione rispettivamente dello 0,8% e del 2,4%. Crescono invece le importazioni (0,9%) trainate dai consumi privati).

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

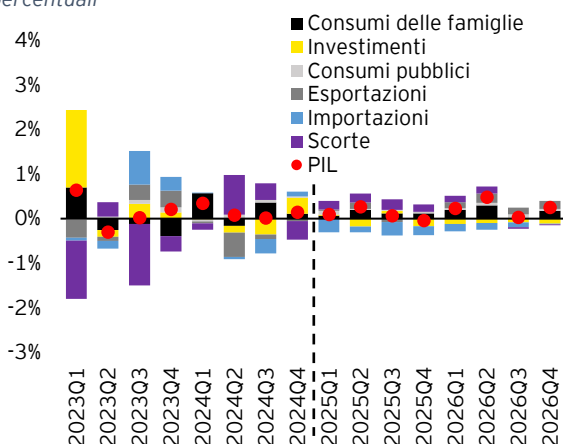
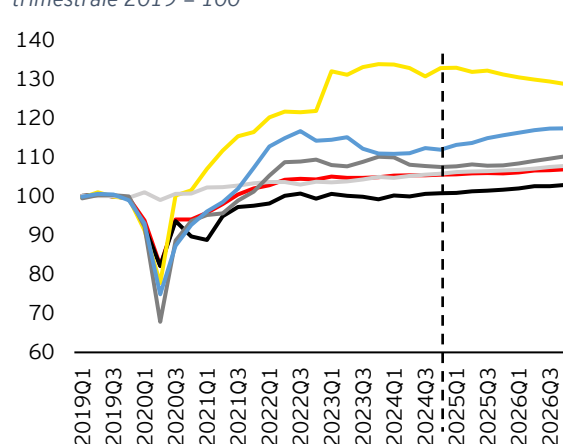


Figura 54: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat e previsioni EY. Le previsioni EY cominciano dal primo trimestre 2025. 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 debole del quarto trimestre 2024, ci si attende un ulteriore trimestre di crescita congiunturale debole (0,1%), principalmente dovuta ad una scarsa crescita delle componenti di domanda interna (i consumi privati sono attesi crescere dello 0,1%, in modo simile agli investimenti), mentre il contributo alla crescita derivante dalla domanda estera è atteso essere negativo (-0,3%) dovuto principalmente ad una crescita debole delle esportazioni (0,1%) ed una crescita più marcata delle importazioni (1,1%). I trimestri successivi saranno poi caratterizzati da una parziale accelerazione dei consumi privati (crescita ricompresa tra 0,2% e 0,3% per i tre trimestri successivi), da un andamento non positivo degli investimenti (-0,8% nel secondo e quarto trimestre, intervallato da una leggera ripresa dello 0,3% nel terzo trimestre), e da una domanda estera non particolarmente dinamica (crescita dello 0,5% nel secondo trimestre a cui faranno seguito una crescita dello 0,2% ed una crescita sostanzialmente nulla) a cui si aggiungerà una accelerazione delle importazioni (crescita dello 0,5% nel secondo trimestre e 1,1% e 0,7% nei successivi due trimestri).

Nel complesso, dopo una crescita dello 0,5% registrata nel 2024, il 2025 è atteso chiudersi con una crescita dello 0,4%, principalmente grazie ad una ripresa dei consumi privati (0,9%, a cui corrisponde un contributo alla crescita di 0,5 punti percentuali). Un contributo negativo sarà invece determinato dagli investimenti, che sono attesi contrarsi dello 0,4% (contributo alla crescita del PIL pari a -0,1 punti percentuali), e dalla domanda estera (-0,8 punti percentuali) a causa di una forte crescita delle importazioni (2,5%) ed una contrazione delle esportazioni (-0,4%). Il contributo negativo della domanda estera è in parte anche il riflesso dell'incertezza commerciale attuale e prospettica, come conseguenza dell'introduzione di misure distorsive del commercio. Nel 2026 si attende invece una crescita del PIL leggermente più marcata rispetto al 2025 (0,7%), con dinamiche simili a quelle viste per il 2025 (ripresa dei consumi privati grazie ad una inflazione ridotta ed un mercato del lavoro sostanzialmente positivo, una crescita negativa degli investimenti ed una domanda estera che continua a registrare un contributo negativo alla crescita).

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIL, var. %	8,8%	5,0%	0,8%	0,5%	0,4%	0,7%
Consumi delle famiglie, var. %	5,8%	5,3%	0,4%	0,4%	0,9%	1,2%
Investimenti, var. %	21,5%	7,7%	9,2%	0,0%	-0,4%	-1,8%
Esportazioni, var. %	14,2%	10,6%	0,5%	-0,3%	-0,4%	1,4%
Importazioni, var. %	16,0%	13,6%	-1,3%	-1,5%	2,5%	2,3%
Tasso di disoccupazione	9,5%	8,1%	7,7%	6,5%	6,4%	7,1%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	1,9%	8,2%	5,6%	1,0%	2,1%	1,9%
Deficit, % del PIL	-8,9%	-8,1%	-7,1%	-3,7%	-2,9%	-2,9%
Debito pubblico, % del PIL	146,0%	138,3%	134,5%	135,7%	134,9%	133,9%

Fonte: previsioni dal Modello Macroeconomico 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.

Per quanto riguarda l'andamento degli investimenti, è importante sottolineare come l'andamento negativo atteso per il 2025 ed il 2026 (rispettivamente -0,4% e -1,8%) sia principalmente attribuibile all'andamento negativo degli investimenti privati (rispettivamente -1,3% e -2,4%). Questo, a sua volta, è il risultato della contrazione degli investimenti in abitazioni, che continuano a registrare una riduzione, dopo il -4,0% del 2024, del 9,5% e 8,5% rispettivamente nel 2025 e 2026. A pesare su questo andamento è il termine dei benefici derivanti dalla politica fiscale attuata negli anni precedenti (e.g., "Superbonus 110%").

Diverso invece è l'andamento degli investimenti per le altre principali categorie, che mostrano generalmente una crescita sostenuta. Nello specifico, gli investimenti privati in macchinari (circa il 26% del totale degli investimenti al 2024) sono attesi crescere del 4,2% e 1,5% nel 2025 e 2026, mentre gli investimenti privati in intangibili (circa il 13% degli investimenti totali) sono attesi crescere, nello stesso periodo, del 2,3% e 1,7%, con potenziali effetti positivi nel medio-lungo termine in termini di maggiore produttività. In crescita nel 2025 anche gli investimenti non residenziali (2,5%) a cui farà seguito una contrazione dell'1,8% nel 2026. Nel complesso si denota quindi una crescita delle diverse tipologie di investimento, con la notevole eccezione degli investimenti in abitazioni, che si riflettono poi in una riduzione degli investimenti a livello aggregato. A supporto degli investimenti è anche il percorso di riduzione dei tassi di interesse.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione è atteso rimanere sostanzialmente costante nel 2025 (6,4%, dopo il 6,5% del 2024) a cui farà seguito una leggera accelerazione (7,1%) nel

2026. L'inflazione rimarrà intorno alla soglia del 2% nel 2025 e 2026 (rispettivamente, 2,1% e 1,9%), in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

Il deficit pubblico è atteso al 2,9% nel 2025 e nel 2026, mentre il rapporto del debito pubblico sul PIL si ridurrà leggermente, attestandosi intorno al 133,9% nel 2026. 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 riferimento agli investimenti pubblici, si sottolinea come questi siano attesi crescere nel biennio io analisi del 4,6% e 0,9% rispettivamente, bilanciando solo in parte la riduzione dovuta al calo degli investimenti in abitazioni. Le previsioni presentate rimangono in ogni caso soggette alla forte incertezza del contesto macroeconomico e geopolitico generale.

Infine, come anticipato nei paragrafi precedenti, nel contesto geopolitico attuale l'Italia potrebbe dover investire nuove risorse nel settore della difesa nei prossimi anni, come altri paesi dell'Unione Europea. Oltre al ruolo (principale) strategico di tali spese, in questa fase ci si interroga anche sul ruolo che questi investimenti possano avere sulla crescita economica. L'analisi empirica sull'impatto della spesa militare sulla crescita economica nei paesi avanzati mostra risultati contrastanti, anche a seconda delle metodologie utilizzate e il contesto economico.

Da un lato, alcuni studi riferiti agli Stati Uniti evidenziano l'esistenza di una relazione positiva tra spesa militare e crescita,⁹⁰ mentre altri studi danno maggiore risalto alla spesa pubblica non militare come motore di crescita, specialmente in fase di stagnazione.⁹¹ Altri ricercatori non riscontrano effetti positivi diretti della spesa in difesa sull'economia,⁹² mentre altri individuano degli effetti positivi ma non particolarmente significativi.⁹³ Focalizzandosi sui paesi dell'Europa i risultati rimangono piuttosto ambigui: alcuni studi indicano effetti negativi della spesa in difesa sulla crescita in paesi quali il Regno Unito,⁹⁴ mentre altri, come quelli condotti sull'Italia, mostrano relazioni positive.⁹⁵

Nonostante i diversi risultati riscontrabili nella letteratura economica, rimane importante sottolineare come gli investimenti in difesa possano in ogni caso tradursi in una spinta all'innovazione grazie alla maggiore spesa in ricerca e sviluppo, con potenziali conseguenze positive nel lungo termine.⁹⁶ Si pensi ad esempio a tutte quelle tecnologie *dual use*, che vengono utilizzate sia in ambito militare che civile (come droni, tecnologie di sorveglianza e monitoraggio, biotecnologie, ecc.).

È importante, inoltre, sottolineare come l'effetto complessivo sul PIL è di non immediata quantificazione, considerato che un ruolo fondamentale è giocato dal mix di spesa (e.g., risorse verso ricerca e sviluppo, verso riarmamenti, ecc.), con moltiplicatori sul PIL che con i modelli di EY calcoliamo essere tra circa $\times 0,7$ e $\times 1,2$. Secondo recenti studi, il moltiplicatore della spesa pubblica in difesa è intorno a $\times 1,0$ nel breve-medio periodo, ma aumenta significativamente nel lungo periodo. La produttività totale dei fattori (TFP), l'innovazione, i consumi privati e gli investimenti privati diminuiscono nel breve periodo, recuperano nel medio termine e poi aumentano in modo persistente in orizzonti più lunghi. Inoltre, come accennato precedentemente, la spesa in difesa influisce sulla crescita di lungo periodo modificando la composizione della spesa pubblica a favore della ricerca e sviluppo (R&S).⁹⁷

⁹⁰ Atesoglu H.S. and M. Mueller (1990), "Defence Spending and Economic Growth", *Defence Economics*, 2(1):19-28; Atesoglu H.S. (2002), "Defence spending promotes aggregate output in the United States-evidence from cointegration analysis", *Defence Peace Econ*, 13(1): 55-60; Atesoglu, H. S. (2009), "Defence Spending and Aggregate Output in The United States", *Defence and Peace Economics*, 20(1): 21-26; Bremmer, D., & Kesselring, R. (2007). The impact of defense spending on GDP: The case of North America. *Rose-Hulman institute of technology working paper*, 33; Ando J. (2018). "Externality of defence Expenditure in the United States: A New Analytical Technique to Overcome Multicollinearity", *Defence and Peace Economics*, 29(7), 794-808.

⁹¹ Nincic, M. and T. R., Cusack (1979). "The Political Economy of US Military Spending", *Journal of Peace Research*, 16 (2), 101-115.

⁹² Mintz A., and C., Huang (1990). "Defence expenditures, economic growth, and the peace dividend". *American Political Science Review*, 84(4): 1283-1293; Mintz, A. and C., Huang (1991). "Guns versus Butter: The Indirect Link". *American Journal of Political Science*, 35 (3): 738-757.

⁹³ Heo, U. (2000). "The defence-growth Nexus in the United States Revisited", *American Politics Research* 28(1):110-127; Heo, U. (2010). "The Relationship between defence Spending and Economic Growth in the United States", *Political Research Quarterly*, 63(4): 760-770.

⁹⁴ Chang, T.; Lee, C.C.; Hung, K. and K.H., Lee (2014). "Does Military Spending Really Matter for Economic Growth in China and G7 Countries: The Roles of Dependency and Heterogeneity", *Defence and Peace Economics*, 25(2): 177-191; Canbay, Ş., Kırca, M. and E., Oflaz (2021). "Relationships Between Defence Expenditures and Economic Growth in G7 Countries: Panel Bootstrap Causality Analysis". *Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5 (1): 119-140.

⁹⁵ Daddi, P.; d'Agostino, G. and L., Pieroni (2018). "Does military spending stimulate growth? An empirical investigation in Italy", *Defence and Peace Economics*, 29 (4): 440-458.

⁹⁶ Cepparulo, A., & Pasimeni, P. (2024). *Defence spending in the European Union*. Available at SSRN 4855108.

⁹⁷ Antolin-Diaz, J., & Surico, P. (2022). *The long-run effects of government spending*. Centre for Economic Policy Research.

Dall'analisi delle relazioni intersettoriali interne all'economia italiana si nota, infine, come gli impatti sulle catene di fornitura attivate da nuovi investimenti nella fabbricazione di armamenti e mezzi di trasporto nel settore della difesa si mostrano più diffusi rispetto a quelli di altre tipologie di investimento (ad esempio, in costruzioni).⁹⁸ Dall'altra parte, invece, la spesa sostenuta per servizi legati all'amministrazione pubblica e difesa (e.g., spese per personale amministrativo), presenta un coinvolgimento settoriale più concentrato.

Se le decisioni in merito alla spesa pubblica nel settore della difesa rimangono in primis di natura strategica, la scelta della composizione della stessa è un fattore fondamentale per massimizzare la crescita economica, soprattutto nel lungo periodo.

⁹⁸ Anche qui i risultati della letteratura economica non sono univoci. Si faccia ad esempio riferimento a Ilzetki, E. (2025). *Guns and growth: The economic consequences of defense buildups* (No. 2). Kiel Report.

Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili al 21 marzo 2025.

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 2025 di circa l'1,5%, a cui seguirà una crescita più dinamica nel 2026 (crescita intorno al 2%);
- **Gas naturale:** si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 13,5 \$/mmbtu nel 2025; per il 2026 si ipotizza una quotazione media di 11,0 \$/mmbtu;
- **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio intorno ai 73,5\$ al barile alla fine del 2025,⁹⁹ e che rimanga sostanzialmente stabile nel 2026 (72\$ al barile);
- **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,04;
- **Spesa pubblica:** sono state considerate le proiezioni contenute nel Documento Programmatico di Bilancio 2025,¹⁰⁰ 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 0,5 punti percentuali alla fine del 2025, con due tagli di 0,25 punti entro giugno 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*;
- **Riduzione delle tensioni commerciali:** le tensioni commerciali potrebbero rientrare parzialmente e ridursi nel tempo, con conseguente ripresa del commercio, supportando l'economia dell'Italia e dei suoi principali partner commerciali;
- **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;

⁹⁹ Si fa riferimento al prezzo del Brent.

¹⁰⁰ Documento Programmatico di Bilancio 2025. Per maggiori informazioni, https://www.rqs.mef.gov.it/VERSIONE-I/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 specifici interventi, si pensi al settore della difesa e alla proposta del piano Rearm EU.

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*;
- Maggiori tensioni commerciali: le tensioni commerciali potrebbero aumentare, portando ad una escalation con conseguente imposizione di misure distorsive del commercio più aspre;
- 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 indebitate 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 indebitate 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;¹⁰¹
- 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 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.

¹⁰¹ 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 Macroeconomy¹⁰²

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).¹⁰³ 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.

¹⁰² Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

¹⁰³ "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 continua a realizzare il suo purpose - building a better working world - 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.

All in to shape the future with confidence.

"EY" indica l'organizzazione globale di cui fanno parte le Member Firm di Ernst & Young Global Limited, ciascuna delle quali è un'entità legale autonoma. Ernst & Young Global Limited, una "Private Company Limited by Guarantee" di diritto inglese, non presta servizi ai clienti. Maggiori informazioni su raccolta e utilizzo dei dati da parte di EY e sui diritti individuali che ricadono sotto la legislazione sulla protezione dei dati sono disponibili su ey.com/IT/privacy. Le Member Firm di EY non prestano servizi legali dove non è consentito dalle normative locali. Per maggiori informazioni sulla nostra organizzazione visita ey.com

© 2025 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