

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°11 | Giugno 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	10
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	28
04.1 L'andamento dell'economia reale	28
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	29
04.3 Approfondimento: L'integrazione dell'Italia all'interno delle GVC e i rischi derivanti dal commercio internazionale	33
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	37
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	39
07. Appendice Tecnica	41

Executive summary

- La crescita mondiale è attesa per il 2025 e 2026 rispettivamente al 2,8% e 3,0% secondo le ultime proiezioni del Fondo Monetario Internazionale. L'inflazione a livello globale è attesa ridursi dal 5,7% nel 2024 al 3,6% nel 2026.
- Le proiezioni di crescita dei principali previsori sono state riviste al ribasso nelle ultime pubblicazioni, a dimostrazione di uno scenario geopolitico ed economico complesso. Da un lato, l'incertezza riguardante le scelte di politica commerciale statunitensi e le misure di risposta da parte delle altre economie rischia di rallentare ulteriormente il commercio internazionale; dall'altro lato il prezzo delle materie prime è in calo, ma si attesta ancora a livelli elevati rispetto al periodo pre-pandemico.
- Nell'Eurozona, dopo una crescita dello 0,9% nel 2024 ci si attende una leggera decelerazione nel 2025 (0,8%), seguita da un'accelerazione nel 2026 (1,2%). Il comparto industriale ed il settore dei servizi mostrano un andamento ambiguo, con le principali economie caratterizzate da dinamiche eterogenee.
- Nell'ultimo incontro di giugno 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 (valore medio del 2,2% tra febbraio ed aprile), portando il tasso di riferimento al 2,0%. I rischi sono ancora soprattutto al ribasso, a causa della situazione geopolitica complessa, della difficoltà del settore industriale e del livello di indebitamento pubblico maggiore rispetto a quanto registrato prima della crisi pandemica.
- Le scelte di politica commerciale della nuova amministrazione statunitense e dei restanti paesi rappresentano una fonte di incertezza per le economie mondiali e per l'Eurozona. Il team di Economic Advisory di EY ha stimato un effetto cumulato di tali politiche nel suo anno di massimo impatto (2027) pari ad una riduzione di 0,7 punti percentuali di PIL dell'Eurozona. Gli effetti di lungo termine sui diversi settori dell'economia si mostrano eterogenei.
- Se da un lato l'industria italiana ha mostrato ad aprile una crescita tendenziale positiva, dopo ventisei mesi di crescita negativa, la dinamica complessiva rimane ancora preoccupante. Anche il settore dei servizi non si mostra particolarmente dinamico. L'inflazione a maggio si è attestata all'1,7%, valore dovuto principalmente alla persistenza della componente di fondo e ad un esaurimento del contributo negativo della componente energetica. Il mercato del lavoro rimane robusto, supportando la crescita dei salari reali e i consumi. Tuttavia, i salari reali per ora lavorata rimangono ancora al di sotto dei valori del 2021, mostrando nell'ultimo trimestre una deviazione dalla crescita registrata precedentemente.
- Per valutare i possibili impatti dei dazi sull'Italia è importante considerare non solo il grado di esposizione diretta della nostra economia, analizzando le nostre esportazioni verso gli USA, ma anche il grado di integrazione del paese nelle catene globali del valore, che in Italia si mostra elevato. Questo rappresenta sia un punto di forza che di maggiore esposizione a cambiamenti delle politiche commerciali di altri paesi: tra i vari aspetti positivi è da sottolineare la maggiore resilienza a possibili shock di domanda interna o commercio "tradizionale"; dall'altro però una forte integrazione nelle catene globali del valore comporta una maggiore esposizione a shock esterni, che possono ripercuotersi nei diversi comparti e settori interni.
- In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,6% nel 2025 e dello 0,8% nel 2026, mentre il tasso di inflazione è atteso crescere dall'1,7% 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 l'incertezza complessiva.

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

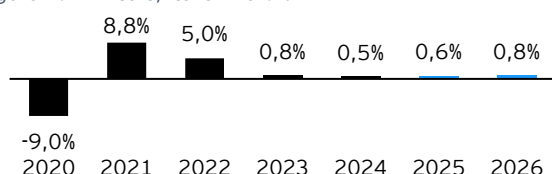
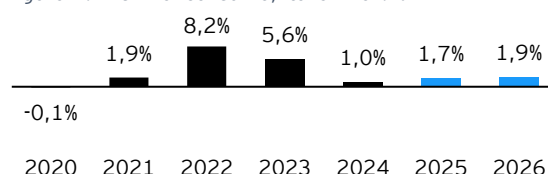


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Lo scenario globale

L'economia mondiale

Dopo una crescita del 3,3%, secondo le ultime proiezioni del Fondo Monetario Internazionale il PIL mondiale è atteso rallentare nel 2025 (2,8%) e riprendere parzialmente vigore nel 2026, con una crescita del 3,0%.¹ Questo andamento è la risultante di una crescita eterogenea tra le principali economie del mondo, con le economie avanzate che si prevede cresceranno, in aggregato, dell'1,4% nel 2025 e 1,5% nel 2026, e i paesi delle economie emergenti e mercati in via di sviluppo attesi crescere, nei prossimi due anni, rispettivamente del 4,5% e 4,6%. L'eterogeneità della crescita è visibile anche all'interno di alcuni dei principali paesi/blocchi mondiali.

Da un lato, infatti, gli Stati Uniti sono attesi crescere dell'1,8% nel 2025, dopo una crescita del 2,8% nel 2024, a cui farà seguito una crescita dell'1,7% nel 2026; dall'altro lato i paesi dell'Eurozona sono attesi crescere dello 0,8%, crescita modesta che fa seguito ad una crescita di simile entità l'anno precedente (0,9% nel 2024), per poi riaccelerare parzialmente nel 2026 (1,2%).

A conclusioni simili giunge anche l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nel suo ultimo Economic Outlook di giugno, dove si prevede una crescita mondiale del 2,9% nel 2025 e 2026, mentre la crescita USA è attesa all'1,6% e 1,5% nei due anni di riferimento, maggiore rispetto all'1,0% e 1,2% dell'Eurozona.²

La crescita del livello dei prezzi a livello globale sta tornando verso valori più in linea con i dati storici: dopo un tasso di inflazione al 5,7% nel 2024, ci si attende una riduzione al 4,3% nel 2025 e 3,6% nel 2026, con un calo di circa 2 punti percentuali rispetto al 2024 (il tasso di inflazione medio tra il 2000 ed il 2019 a livello globale è stato del 3,7%).

Figura 3: PIL reale - var. %

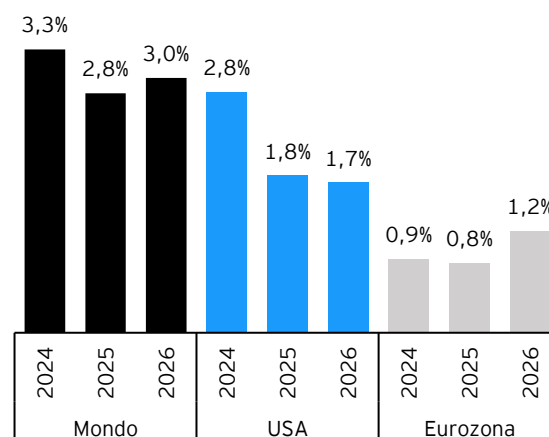
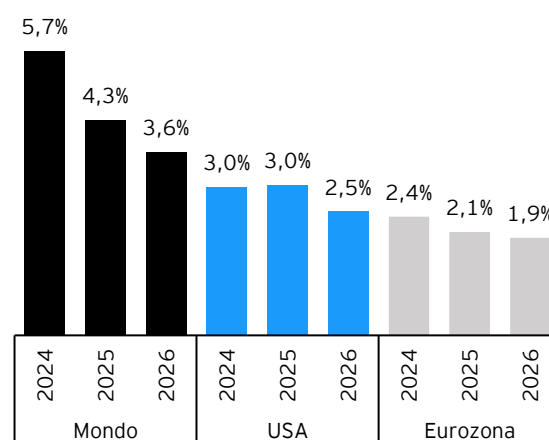


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati IMF World Economic Outlook, aprile 2025.

In riduzione anche il tasso di inflazione negli Stati Uniti ed in Eurozona, nonostante per i primi il rientro non sia immediato: nel 2025, infatti, ci si attende un tasso al 3,0%, simile a quello sperimentato nel 2024, seguito da un calo nel 2026 di 0,5 punti percentuali (al 2,5%).

¹ IMF World Economic Outlook, April 2025.

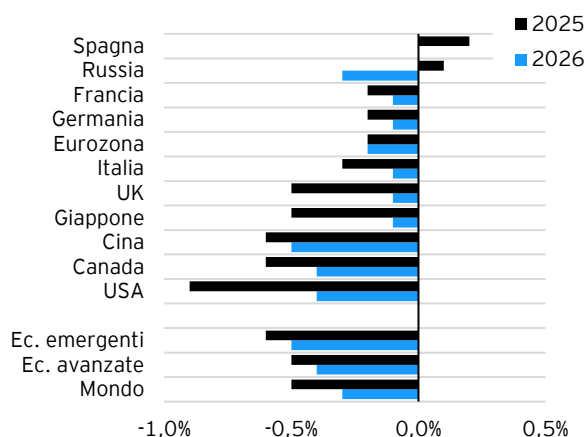
² OECD Economic Outlook, Volume 2025 Issue 1 - Tackling Uncertainty, Reviving Growth

L'andamento delle aspettative di inflazione riflette in parte anche i possibili effetti futuri delle scelte di politica commerciale applicate dalla nuova amministrazione statunitense, che si traduce in un possibile aumento dei prezzi (le previsioni del FMI indicavano un tasso di inflazione all'1,9% nel 2025 e 2,1% nel 2026 nelle previsioni di ottobre 2024).³

Appare invece in parte diverso il quadro per l'Eurozona, dove l'inflazione è attesa, nei prossimi due anni, avvicinarsi all'obiettivo di stabilità dei prezzi (2%), dato sostanzialmente in linea con quanto atteso nelle previsioni di ottobre 2024.

Soffermandosi sulla crescita mondiale e dei singoli paesi, è interessante notare come nell'ultimo rapporto il Fondo Monetario Internazionale abbia rivisto al ribasso le attese di crescita in maniera sostanziale, come conseguenza della maggiore incertezza globale dovuta alle politiche commerciali e alle possibili ritorsioni dei paesi colpiti da queste politiche.

Figura 5: Revisione delle previsioni del Fondo Monetario Internazionale - Gennaio 2025 vs. Aprile 2025



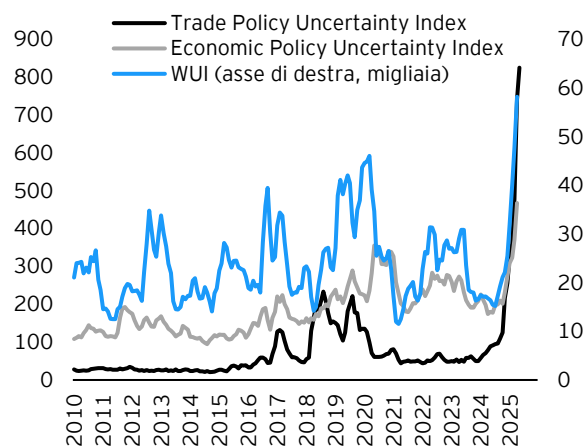
Fonte: Elaborazioni EY su dati IMF World Economic Outlook gennaio 2025 e IMF World Economic Outlook aprile 2025.

A livello globale, infatti, le previsioni di crescita per il 2025 sono state ridimensionate di circa 0,5 punti percentuali, mentre per il 2026 la riduzione è stata di circa 0,3 punti percentuali. Tra i principali paesi le cui stime sono state revisionate in modo significativo si notano gli Stati Uniti, con una revisione al ribasso di 0,9 punti percentuali per la crescita del 2025 e di 0,4 punti percentuali per il 2026, il Canada (rispettivamente -0,6 e -0,4

punti percentuali), la Cina (-0,6 e -0,5), nonché il Giappone ed il Regno Unito.

Il clima di elevata incertezza è ben rappresentato dall'analisi di alcuni indicatori rappresentativi del fenomeno e delle sue sfaccettature. A questo proposito è interessante notare come, da un lato, l'incertezza relativa alla politica economica e l'incertezza globale in generale sia sostanzialmente vicina (o abbia superato) i livelli registrati nel periodo della pandemia (2020), mentre dall'altro l'incertezza relativa al commercio globale sia significativamente sopra a quanto sperimentato nel periodo pandemico, a dimostrazione della complessità della situazione attuale.

Figura 6: Indici di incertezza, Mondo - medie trimestrali



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT, Caldara et al. (2019),⁴ Economic Policy Uncertainty database. Ultimo dato disponibile: aprile 2025.

L'incertezza commerciale è anche dovuta al numero crescente di misure protezionistiche già poste in essere negli ultimi anni. Nel solo primo trimestre del 2025, il numero di nuove misure distorsive del commercio annunciate è aumentato del 16% rispetto al dicembre 2024, con un'intensificazione delle azioni a partire dal 2 aprile. In prospettiva storica, queste misure sono state, al 2024, circa il 200% più numerose di quelle registrate nel 2019, ovvero circa il 400% in più rispetto al 2015.

Nonostante queste misure riguardino principalmente il commercio di beni, un numero

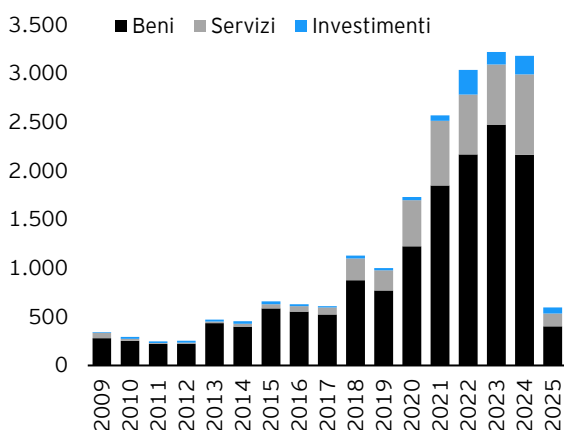
³ IMF World Economic Outlook, October 2024.

⁴ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo, "The Economic Effects of Trade Policy

Uncertainty," revised November 2019, Journal of Monetary Economics, forthcoming.

crescente di misure restrittive è indirizzato verso i servizi e, negli ultimi anni, verso gli investimenti.

Figura 7: Numero di misure restrittive, Mondo



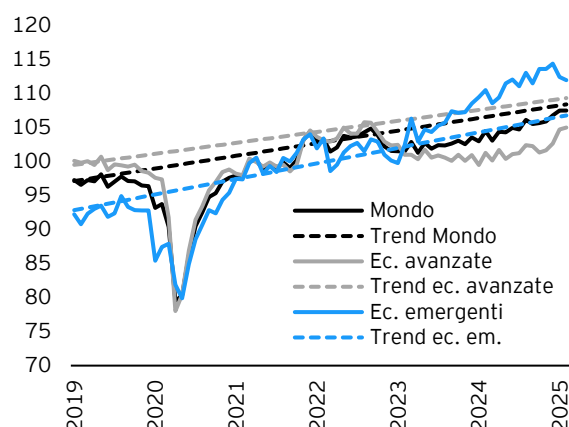
Fonte: IMF World Economic Outlook, aprile 2025.

Gli effetti delle nuove politiche commerciali e delle possibili ritorsioni da parte dei paesi colpiti da queste scelte potrebbero tradursi in un rallentamento ulteriore del commercio mondiale di beni. Analizzando infatti l'andamento del commercio di beni negli ultimi mesi, e confrontandolo con l'andamento desumibile dalle dinamiche registrate tra il 2010 ed il 2019 (periodo pre-pandemia), è possibile notare come negli ultimi due anni sia stato costantemente sotto il suo trend lineare, nonostante si mostri una ripresa nei primi mesi del 2025.

Scomponendo questo dato per i due principali blocchi di economie mondiali, ovvero per paesi avanzati e per le economie emergenti (e paesi in via di sviluppo), si nota però come questa ripresa sia stata sostanzialmente sostenuta dall'andamento del commercio delle economie emergenti, mentre le economie avanzate mostrano una dinamica più debole rispetto all'andamento definibile dall'analisi del commercio tra il 2010 ed il 2019.

Negli ultimi mesi, inoltre, si registra una flessione del commercio di beni (in volume) nelle economie emergenti, che potrebbe in qualche modo rallentare il processo di ripresa del commercio globale.

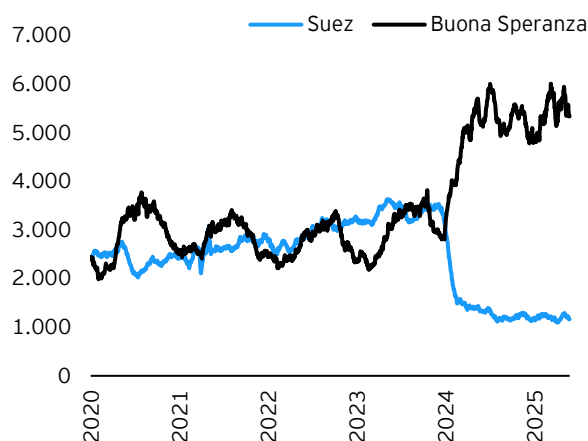
Figura 8: Commercio di beni in volume e trend lineare (2010-2019), Mondo - indice, 2010=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. Si fa riferimento al commercio di beni. Ultimo dato disponibile: febbraio 2025.

Oltre alle tensioni commerciali, sono inoltre da ricordare la presenza di nuovi o riaccesi rischi geopolitici e l'andamento sottotono di alcune delle principali economie mondiali come fattori di rischio per il commercio internazionale.

Figura 9: Volume del commercio che transita nel canale di Panama e Capo di Buona Speranza - tonnellate metriche



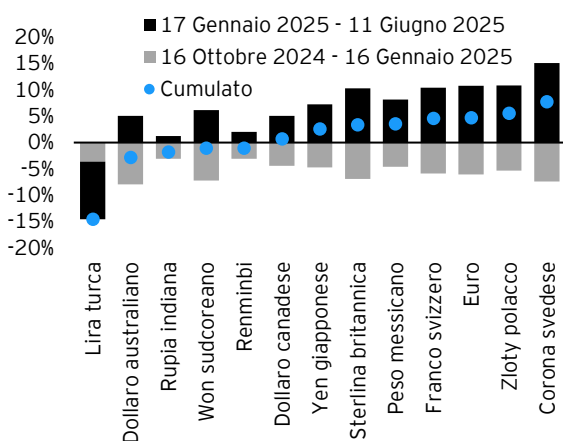
Fonte: Elaborazioni EY su dati IMF PortWatch. I dati sono rappresentati come indice della media mobile a 30 giorni del volume del commercio espresso in migliaia di tonnellate metriche. Ultimo dato disponibile: 25 maggio 2025.

A questo proposito si sottolinea, ad esempio, come i volumi di commercio che transitano nel canale di Suez siano ancora ampiamente sotto i livelli registrati prima della riaccensione delle tensioni in Medio Oriente, con parte del commercio che è stato spostato verso altre rotte, quali quelle passanti per il Capo di Buona

Speranza, con parziali rallentamenti del commercio o pressioni sui costi di trasporto.

L'attuale situazione commerciale e di incertezza generale sta avendo delle ripercussioni anche sul mercato valutario. Nel periodo immediatamente precedente e successivo alle elezioni di novembre il dollaro ha inizialmente registrato un forte apprezzamento, a seguito delle aspettative di una maggiore crescita degli Stati Uniti e di una politica monetaria più restrittiva. Tuttavia, da febbraio 2025, l'andamento del cambio del dollaro statunitense nei confronti delle principali valute mondiali si è invertito, seguendo una traiettoria di deprezzamento, anche a causa delle prospettive di crescita meno positive degli Stati Uniti e del clima di incertezza complessivo.⁵

Figura 10: Movimento dei tassi di cambio rispetto al dollaro statunitense



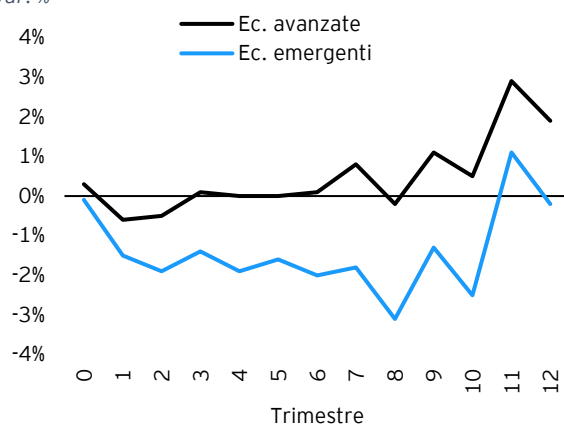
Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Un incremento rappresenta una rivalutazione della valuta in analisi rispetto al dollaro (ovvero una svalutazione del dollaro).

Tenere in considerazione questi movimenti sul mercato dei cambi è molto importante per le implicazioni che possono avere sulle diverse economie mondiali. In riferimento all'apprezzamento del dollaro, ad esempio, è interessante ricordare che vi sono stati precedenti episodi di elevata incertezza relativa alla politica commerciale⁶ e che questi hanno portato ad un persistente apprezzamento del dollaro statunitense, che a sua volta ha ridotto le esportazioni dagli Stati Uniti e dai paesi legati al

dollaro (ad esempio tramite fissazione del tasso di cambio) generando ricadute negative sulle economie dei mercati emergenti e in via di sviluppo. Un apprezzamento del dollaro potrebbe comportare un rialzo delle pressioni inflazionistiche specialmente in quei paesi dove le circostanze specifiche amplificano l'entità del *pass-through* tra il cambio e i prezzi (ad esempio attraverso maggiori costi delle materie prime prezzate in dollari).⁷

Gli effetti negativi più significativi di un possibile apprezzamento del dollaro statunitense si registrerebbero nelle economie emergenti.

Figura 11: Effetto di un apprezzamento del dollaro sul PIL - var. %



Fonte: IMF External Sector Report 2023. Il grafico mostra gli effetti di un apprezzamento del 10% del dollaro statunitense sul PIL reale dei paesi analizzati.

Dall'altro lato, però, anche un deprezzamento eccessivo del dollaro non rappresenta necessariamente un fattore positivo: l'incertezza politica e le prospettive di crescita più basse per gli Stati Uniti potrebbero comportare ulteriore volatilità sui mercati finanziari qualora si verificassero oscillazioni di ampia portata.

L'incertezza complessiva comporta inoltre una riduzione della domanda aggregata a seguito di una minore fiducia e riduzione del reddito dei consumatori nel medio termine; l'incertezza comporta inoltre un potenziale rallentamento

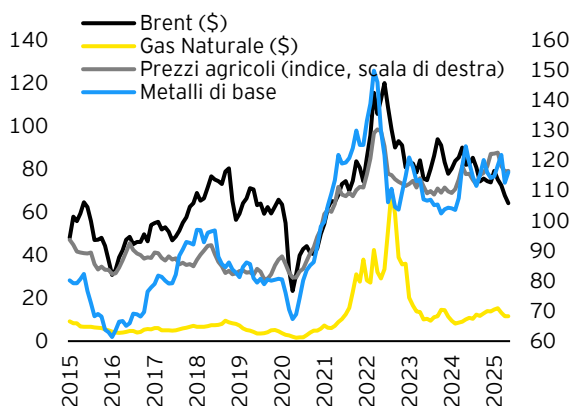
⁵ IMF World Economic Outlook, April 2025.

⁶ Albrizio, Silvia, Alejandro Buesa, Moritz Roth, and Francesca Viani. Forthcoming. "Unraveling Uncertainty: Disentangling Trade Policy Risks from Broader Uncertainty." IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

⁷ Carrière-Swallow, Yan, Melih Firat, Davide Furceri, and Daniel Jiménez. 2024. "State-Dependent Exchange Rate Pass-Through." Oxford Bulletin of Economics and Statistics, ahead of print, October 26, 2024.

degli investimenti e del commercio globale,^{8,9} nonché possibili effetti sull'andamento dei prezzi delle materie prime.

Figura 12: Prezzi delle materie energetiche (\$) e indice dei prezzi agricoli e metalli di base (2010=100)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Mondiale. 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: maggio 2025.

In riferimento ai prezzi delle materie prime, ed in particolare al prezzo del Brent, a maggio 2025 si è registrato un prezzo pari a 64,2 \$/bbl,¹⁰ in calo rispetto a quanto registrato nel mese precedente (67,7 \$/bbl). Questa quotazione rappresenta un minimo da circa quattro anni (febbraio 2021), principalmente dovuto alle preoccupazioni legate alla possibile frenata della domanda mondiale a seguito di una guerra commerciale, aggiungendosi alla pressione al ribasso esercitata dalla crescita della produzione di petrolio al di fuori dell'OPEC+ (Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio più alcuni paesi non membri, tra cui la Russia) e dall'eliminazione dei tagli all'offerta.¹¹

Anche il prezzo del gas quotato sul mercato europeo ha registrato, a maggio, un calo importante rispetto ai mesi precedenti, passando dai 13,2 \$/mmbtu¹² a marzo a 11,7 \$/mmbtu, una quotazione in linea con quanto registrato a

settembre del 2024. Anche in questo caso, la riduzione delle quotazioni del gas è potenzialmente attribuibile ad una maggiore incertezza globale e a timori circa la crescita globale.

I prezzi dei beni agricoli, dopo una accelerazione tra gli ultimi mesi del 2024 ed i primi mesi del 2025, hanno registrato una riduzione di circa il 2% rispetto ai valori medi dei primi tre mesi del 2025. 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 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.¹³

Infine, anche i metalli di base seguono un andamento simile a quello delle altre materie prime: 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 molto importante, tenuto conto del 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, ad esempio, 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

⁸ Handley, Kyle, and Nuno Limão. 2017. "Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States." *American Economic Review* 107 (9): 2731-83.

⁹ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo. 2020. "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty." *Journal of Monetary Economics* 109: 38-59.

¹⁰ Dollari per barile di petrolio. Un barile equivale a circa 159 litri.

¹¹ 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.

¹² Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

¹³ Bogmans, Christian, Pescatori, Andrea, Piffi, Ervin (2024). "How do Economic Growth and Food Inflation Affect Food Insecurity?". IMF Working Paper WP/24/188. International Monetary Fund, Washington DC.

potrebbero diventare meno visibili nell'immediato 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 stessi.¹⁴ 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).¹⁵

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.¹⁶ Infatti, poiché la maggior parte della produzione di metalli è spesso concentrata geograficamente e non è facilmente sostituibile, eventuali tensioni commerciali comportano solitamente forti oscillazioni dei prezzi, con impatti negativi crescenti sull'economia globale.¹⁷

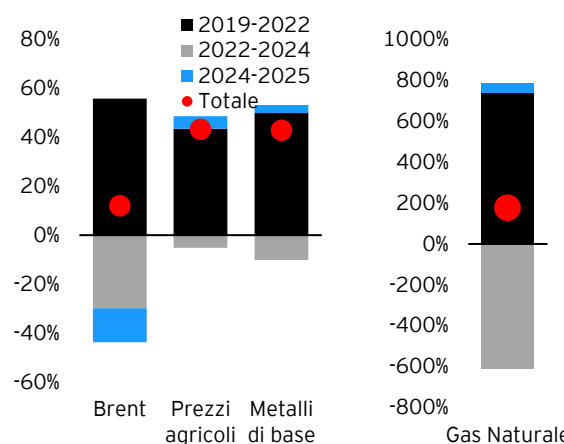
Muovendosi verso una prospettiva di più lungo termine, è importante sottolineare come il livello dei prezzi delle materie prime sia ancora significativamente più alto rispetto a quanto registrato nel periodo pre-pandemia.

Nello specifico, se da un lato il prezzo del Brent ha registrato, rispetto al 2019, un incremento complessivo di circa il 12%, il livello dei prezzi agricoli e dei metalli di base rimangono ancora significativamente più alti (in entrambi i casi per circa il 43%). Su di una scala diversa appare invece il livello dei prezzi del gas naturale quotato in Europa, che a maggio 2025 si attesta ad una quotazione maggiore di circa il 177% rispetto ai valori medi del 2019.

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.^{18,19}

Figura 13: Variazione del prezzo delle materie prime, 2019-2025



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Mondiale. Ultimo dato disponibile: maggio 2025.

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, secondo alcuni studi, 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.²⁰

Nel complesso, il rientro parziale delle quotazioni delle materie prime 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

¹⁴ Boer, Lukas, Andrea Pescatori, and Martin Stuermer. 2024. "Energy Transition Metals: Bottleneck for Net-Zero Emissions?" *Journal of the European Economic Association* 22.

¹⁵ IEA. 2022. "The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions." Report, International Energy Agency, Paris.

¹⁶ Gopinath, Gita, Pierre-Olivier Gourinchas, Andrea Presbitero, and Petia B Topalova. 2024. "Changing Global Linkages: A New Cold War?" IMF Working Paper 2024/076.

¹⁷ Alvarez, Jorge, Mehdi Benatiya Andaloussi, Chiara Maggi, Alexandre Sollaci, Martin Stuermer, and Petia Topalova. 2023.

"Geeconomic Fragmentation and Commodity Markets." IMF Working Paper 2023/201.

¹⁸ 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.

¹⁹ Jacks, David S., and Martin Stuermer. 2020. "What drives commodity price booms and busts?" *Energy Economics* 85 104035.

²⁰ 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.

importanti dei panieri di consumo,²¹ 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

Il PIL degli Stati Uniti ha registrato nel primo trimestre del 2025 una contrazione del -0,1% (-0,2% il tasso di crescita annualizzato),²² dopo una crescita dello 0,6% nel quarto trimestre dell'anno precedente. Nello specifico, il primo trimestre del 2025 è stato caratterizzato da una crescita fiacca dei consumi privati (0,3%, in rallentamento rispetto al dato del trimestre precedente, 1,0%), dovuta in particolare ad una stasi dei consumi di beni (0,0%) e ad una crescita dell'acquisto di servizi (0,4%). In riferimento ai beni, si registra una contrazione del consumo di beni durevoli del -1,0% ed una crescita del consumo di beni non durevoli (0,5%).

In riferimento agli investimenti privati, dopo una contrazione nel quarto trimestre del 2024 del -1,4%, nel primo trimestre è stata registrata una crescita significativa (5,6%).

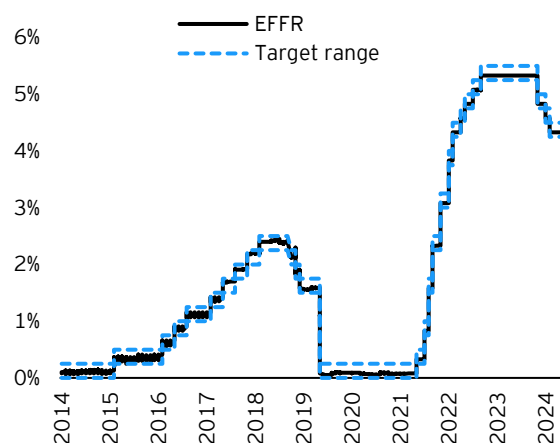
La componente del commercio internazionale è quella che, da un punto di vista contabile, ha determinato la contrazione del PIL registrata nel primo trimestre 2025. Le importazioni, infatti, hanno registrato una crescita congiunturale del 9,3%, mentre le esportazioni hanno registrato una crescita ben più moderata (0,6%): questo ha portato un contributo negativo alla crescita del PIL da parte del commercio internazionale di -1,4 punti percentuali.²³ Come evidenziato da numerosi commentatori, al netto di errori di

misurazioni, questo potrebbe riflettere un rallentamento dell'attività economica interna.²⁴

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti ha registrato un andamento decrescente negli ultimi mesi. Si pensi, a questo proposito, che ad aprile 2025 l'inflazione è stata del 2,3%, in calo rispetto a quanto registrato nei tre mesi precedenti (media del 2,7%). Una dinamica simile si registra anche per gli altri indici dei prezzi (ad esempio il Personal Consumer Expenditure Price Index).²⁵

Se negli ultimi mesi il tasso di inflazione è andato quindi riducendosi, nonostante sia ancora sopra il tasso di riferimento della banca centrale (2%), la politica monetaria continua a prediligere un atteggiamento prudentiale, con un mantenimento dei tassi di interesse al momento invariato. Nell'ultimo incontro del 7 maggio, la Federal Reserve ha infatti deciso di mantenere stabile il range di riferimento dei tassi (4,25%-4,50%).²⁶ Questa decisione fa seguito a quella presa nell'incontro del 19 marzo, dove anche in quel caso non ci furono variazioni nel range di riferimento dei tassi.²⁷

Figura 14: 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>.

²¹ Ha, J., M. A. Kose, and F. Ohnsorge, eds. 2019. Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers and Policies. Washington, DC: World Bank.

²² Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

²³ Gross Domestic Product (Second Estimate), Corporate Profits (Preliminary Estimate), 1st Quarter 2025, <https://www.bea.gov/news/2025/gross-domestic-product-second-estimate-corporate-profits-preliminary-estimate-1st-quarter>.

²⁴ A titolo di esempio si faccia riferimento al seguente link <https://x.com/vmrconstancio/status/1917930078320693527?s=61&t=p-IKXbBQsz9WWqP7OleJXw>.

²⁵ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/data/personal-consumption-expenditures-price-index>.

²⁶ Federal Reserve issues FOMC statement, 07 May 2025, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250507a.htm>.

²⁷ Federal Reserve issues FOMC statement, 19 March 2025, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250319a.htm>.

La posizione della Federal Reserve trova fondatezza in un andamento economico nel complesso dinamico (soprattutto in riferimento agli ultimi trimestri), ad un tasso di inflazione ancora elevato e ad un mercato del lavoro in salute.

Nel complesso, nonostante il calo dei tassi di interesse rispetto al picco raggiunto nel 2023, è importante ricordare che i loro livelli ancora elevati possano avere anche delle potenziali ripercussioni negative sulle economie emergenti, come ampiamente studiato in letteratura.²⁸

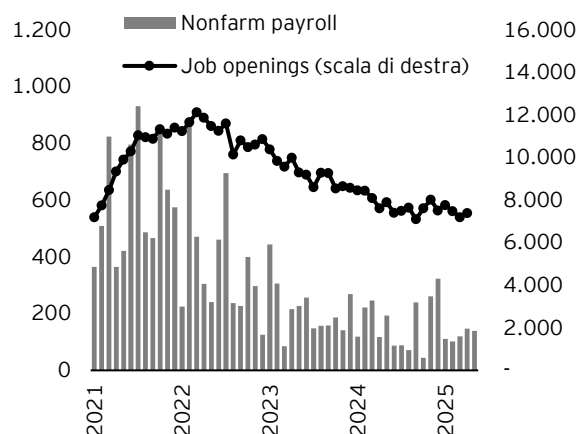
Allargando il perimetro di analisi, si sottolinea inoltre come le variazioni della politica monetaria degli Stati Uniti siano state una delle principali cause di fluttuazione economica a livello globale, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008-2009. Questo è dovuto principalmente alla posizione 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, periodi di politica monetaria restrittiva sono solitamente accompagnati o coincidono con la presenza di 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 alle 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.²⁹

²⁸ 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,

In riferimento ai dettagli dell'andamento dell'economia statunitense negli ultimi mesi, i dati più recenti mostrano come ad aprile 2025 la spesa per consumi abbia segnato una modesta contrazione rispetto al mese precedente (0,1%), dopo una crescita più sostenuta nel mese precedente 0,7%.³⁰ La contrazione è dovuta principalmente ad una riduzione della spesa per il consumo di beni (-0,2% ad aprile, dopo una crescita dell'1,5% e 0,2% rispettivamente a marzo e febbraio 2025) mentre cresce la spesa per servizi (0,3% ad aprile, dopo una crescita dello 0,4% e -0,1% rispettivamente a marzo e febbraio). In riferimento ai beni, il consumo di beni durevoli ha segnato una contrazione dello 0,8%, mentre il consumo di beni non durevoli ha registrato una debole crescita dello 0,1%.

Figura 15: 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>.

I dati dell'economia statunitense si accompagnano ad un mercato del lavoro in salute. A maggio la crescita del numero di occupati è stata pari a 139.000 unità, dopo una crescita di

and A. Queraltó (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.

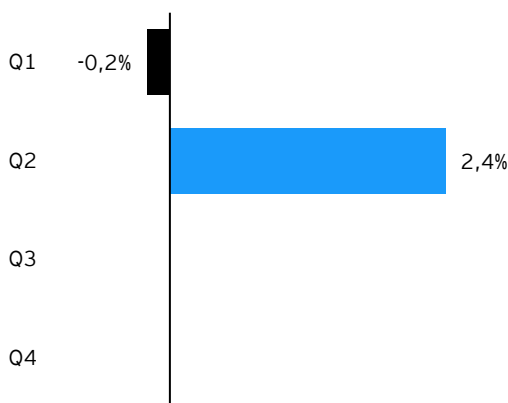
²⁹ Mistak, J., & Ozkan, G. (2024). Asymmetric monetary policy spillovers: the role of supply chains, credit networks and fear of floating.

³⁰ Personal Income and Outlays, April 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2025/personal-income-and-outlays-april-2025>.

147.000 unità nel mese precedente. Questi numeri mostrano un andamento del mercato del lavoro nel complesso migliore rispetto ai primi tre mesi del 2025, dove la crescita media è stata di circa 111.000 unità. Dall'altro lato, i nuovi posti di lavoro (*job openings*) mostrano una tendenza discendente dopo il picco raggiunto nel 2022, ma continuano ad attestarsi a valori superiori alle 7.000 unità mensili. Il tasso di disoccupazione rimane sostanzialmente stabile leggermente sopra al 4%.³¹

L'attività del comparto industriale e manifatturiero non si mostra particolarmente positivo: il primo registra, ad aprile 2025, una crescita nulla (0,0%) rispetto al mese precedente (dopo una contrazione dello 0,3% a marzo 2025 ed una crescita dello 0,9% a febbraio 2025); un andamento diverso si registra per il comparto manifatturiero, caratterizzato da una contrazione dello 0,4% ad aprile 2025 (dopo una crescita dello 0,4% il mese precedente e dell'1,1% a febbraio 2025). In termini tendenziali la produzione industriale e la produzione manifatturiera mostrano un andamento incoraggiante, con una crescita rispettivamente dell'1,5% e 1,2% ad aprile 2025.³²

Figura 16: 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 blu rappresentano le previsioni disponibili per i prossimi trimestri (New York Fed Staff Nowcast). I tassi di variazione sono annualizzati. Ultimo aggiornamento: 23 maggio 2025. Le previsioni per il terzo e quarto trimestre non sono al momento disponibili.

³¹ Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empsit.htm>.

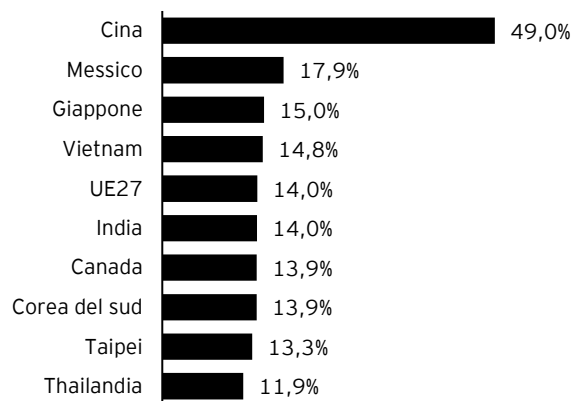
³² Industrial Production and Capacity Utilization, aprile 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/g17/current/default.htm>.

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di maggio 2025 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra il -1,04% ed il +2,63%, con una mediana dello 0,89%,³³ a dimostrazione di un'economia 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 secondo trimestre del 2025, un tasso di crescita annualizzato³⁴ del 2,4%.³⁵

Nel commentare l'economia statunitense è importante considerare il recente esito elettorale degli inizi di novembre. Le incertezze circa gli effetti delle scelte politiche, soprattutto commerciali, rappresentano un ulteriore fattore di incertezza per l'economia statunitense e mondiale.

Al momento la Cina rappresenta il paese su cui grava l'aliquota maggiore sulle esportazioni verso gli Stati Uniti (aliquota media del 49%), a cui fa seguito il Messico (circa il 18%), il Giappone (15%) ed il Vietnam (15%). Segue l'Unione Europea, con un'aliquota media del 14%.

Figura 17: Aliquota media applicata alle esportazioni verso gli USA



Fonte: Elaborazioni EY su Organizzazione Mondiale del Commercio, Fondo Monetario Internazionale. Ultimo aggiornamento: 22 maggio 2025.

³³ 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>.

³⁴ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

³⁵ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

In generale è importante considerare che l'aliquota mostrata rappresenta una media ponderata in base al valore delle esportazioni per ciascun bene verso gli Stati Uniti. Questo vuol dire che su alcuni beni è presente un'aliquota maggiore (minore) con conseguenze più (meno) significative sull'andamento delle esportazioni verso gli Stati Uniti, e quindi sull'andamento del commercio estero di specifici paesi. L'impatto complessivo sull'Eurozona e su altre principali economie globali sarà approfondito alla fine del capitolo 2 di questo report.

Regno Unito

Nel Regno Unito si registra una crescita dello 0,7% nel primo trimestre del 2025, successiva ad una crescita debole nel quarto trimestre del 2024 (0,1%) e ad una crescita sostanzialmente nulla nel terzo trimestre del 2024 (0,0%). La performance del primo trimestre 2025 è dovuta principalmente ad una crescita dei consumi privati (0,2%) e degli investimenti (2,9%), nonché ad un contributo positivo della domanda estera (0,4 punti percentuali).³⁶

I dati a più alta frequenza mostrano un andamento in leggera crescita dell'economia: dopo la crescita (rispetto al mese precedente) dello 0,1% e 0,3% rispettivamente a gennaio e febbraio, a marzo il settore dei servizi ha registrato una crescita più sostenuta, pari allo 0,4%.³⁷

Anche il settore delle costruzioni si mostra in espansione, registrando a marzo una crescita dello 0,5%, dopo una crescita dello 0,2% registrata a febbraio ed una contrazione dello 0,3% a gennaio. Infine, in relazione all'industria, nel mese di marzo si è registrata una contrazione dello 0,7% rispetto al mese precedente, dato che fa seguito ad una crescita dell'1,7% a febbraio e ad una contrazione pari allo 0,4% nel mese di gennaio.³⁸

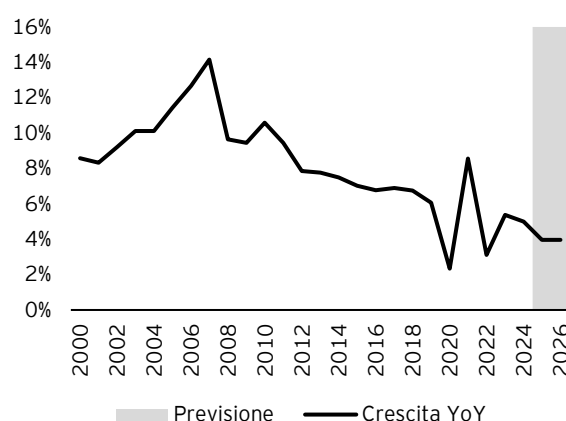
In riferimento all'andamento dei prezzi, ad aprile si è registrata una crescita del 3,5% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, dopo una

crescita del 2,6% a marzo. Anche l'inflazione di fondo (inflazione calcolata sul paniere di beni al netto delle componenti più volatili, quali energia e beni alimentari) rimane elevata, registrando una crescita del 3,8% ad aprile rispetto allo stesso mese dell'anno precedente (3,4% a marzo).⁴⁰

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 2026 (il Fondo Monetario Internazionale stima, nel suo ultimo World Economic Outlook, una crescita della Cina al 2025 del 4,0%, seguita da una crescita dello stesso tenore nel 2026), ma rappresenta una tendenza di lungo termine in atto dal periodo successivo la crisi finanziaria (2008).

Figura 18: PIL, Cina - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni Fondo Monetario Internazionale.

Analizzando gli ultimi dati, l'economia cinese mostra una variazione del PIL nel primo trimestre del 2025 del 5,4% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 5,4% e 4,6% rispettivamente nel quarto e terzo trimestre dell'anno precedente. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, il PIL ha registrato un incremento nel

³⁶ GDP first quarterly estimate, UK: January to March 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/januarytomarch2025>.

³⁷ Office for National Statistics, Index of Services, UK: March 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/march2025>.

³⁸ Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: March 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/constructionoutputinbritain/march2025>.

<https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/january2025>.

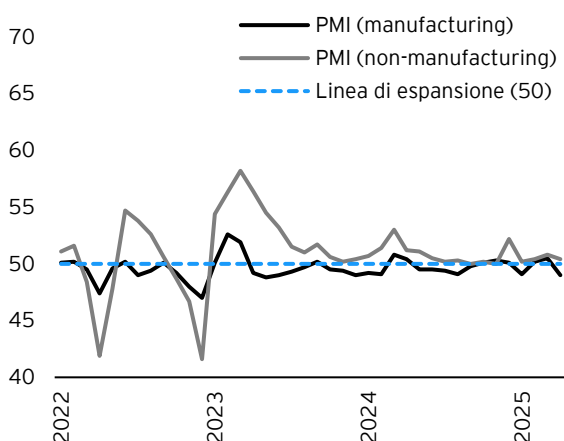
³⁹ Office for National Statistics, Index of Production, UK: March 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/january2025>.

⁴⁰ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: April 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/april2025>.

primo trimestre dell'1,2%, dopo una crescita dell'1,6% e 1,4% nel quarto e terzo trimestre 2024.⁴¹

In riferimento al comparto industriale, nel mese di aprile il valore aggiunto è cresciuto, rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, del 6,1%, dopo aver registrato nel mese di marzo un aumento significativo (7,7%), segnando una accelerazione rispetto alla dinamica degli ultimi mesi del 2024. Questa performance è in parte dovuta alla crescita del valore aggiunto della produzione di altri mezzi di trasporto (variazione annuale del 17,6%) e della produzione di macchinari e apparecchiature elettriche (13,4%).⁴²

Figura 19: Purchasing Managers Index (PMI), attività manifatturiere e non manifatturiere, Cina



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

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), nonostante negli ultimi mesi sia stata registrata una dinamica negativa.⁴³

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione degli investimenti tra gennaio e aprile del 2025 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente del 10,3%, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.⁴⁴

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita cumulata degli investimenti tra gennaio e aprile del 2025 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente si attesta al 4,0%, con una crescita importante nel comparto della produzione di altri mezzi di trasporto (29,6%), della produzione energetica (25,5%), e del comparto automobilistico (23,6%).⁴⁵

In riferimento alle vendite al dettaglio, ad aprile 2025 si è registrata una crescita annuale (rispetto quindi allo stesso mese dell'anno precedente) del 5,1%, inferiore rispetto a quanto registrato a marzo (5,9%) ma in ogni caso maggiore rispetto ai tassi di crescita mensili dell'anno precedente (ad esempio, a novembre e dicembre del 2024 si è registrata una crescita annuale rispettivamente del 3,0% e 3,7%).⁴⁶

Dal punto di vista del commercio estero, le esportazioni hanno registrato, ad aprile 2025, una crescita tendenziale del 9,3% a fronte di un aumento delle importazioni dello 0,8%.⁴⁷ L'andamento delle esportazioni nei prossimi mesi rappresentano un punto importante da tenere in considerazione alla luce dell'attuale incertezza commerciale dovuta all'introduzione di nuove misure distorsive del commercio.

Sulla base delle informazioni riportate è possibile comunque affermare che l'economia cinese stia sperimentando un rallentamento della crescita economica, alla quale il paese sta facendo fronte anche attraverso specifiche misure fiscali⁴⁸ e monetarie.

⁴¹ Preliminary Accounting Results of GDP for the First Quarter of 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202504/t20250421_1959377.html.

⁴² Industrial Production Operation in April 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202505/t20250526_1959952.html.

⁴³ Purchasing Managers' Index for April 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202505/t20250507_1959690.html.

⁴⁴ Investment in Real Estate Development from January to April 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202505/t20250526_1959953.html.

⁴⁵ Investment in Fixed Assets from January to April 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202505/t20250526_1959951.html.

⁴⁶ Total Retail Sales of Consumer Goods in April 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202505/t20250526_1959954.html.

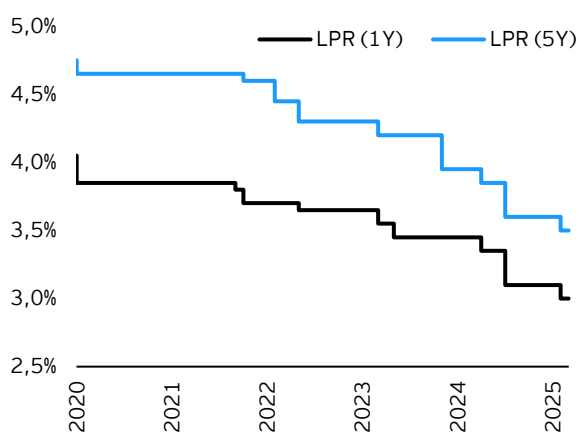
⁴⁷ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La crescita annuale delle esportazioni si attesta al 8,1% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al -0,2%.

⁴⁸ 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,

Dal punto di vista monetario è da considerare come i tassi di interesse di politica monetaria continuino la loro discesa, scelta 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 3,00% e 3,50% a maggio 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).⁴⁹

Figura 20: Loan Prime Rate (LPR) ad 1 e 5 anni, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati People Bank of China. Ultimo dato disponibile: maggio 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.⁵⁰

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),⁵¹ il rallentamento della crescita della produttività (considerata la sua transizione verso lo status di economia avanzata),⁵² nonché i rendimenti decrescenti degli investimenti i quali, alimentati da risparmi (ora ai massimi storici), vengono indirizzati verso settori meno produttivi come quello immobiliare.

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 scendere intorno al 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 2038.⁵³

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, l'incertezza generata dalle misure distorsive del commercio implementate (o minacciate) e relativo rallentamento del commercio, e dei prezzi delle materie prime caratterizzati ancora da un livello elevato rispetto al periodo pre-pandemia.

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

⁴⁹ Per maggiori informazioni,

<http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

⁵⁰ Rotunno, L., & Ruta, M. (2024). Trade Implications of China's Subsidies. IMF Working Paper WP/24/180, 2024 Aug.

⁵¹ 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.

⁵² 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.

⁵³ 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 primo trimestre del 2025 l'Eurozona ha registrato una crescita congiunturale (rispetto quindi al trimestre precedente) dello 0,4%, dopo un trimestre di contrazione (-0,2% nel quarto trimestre del 2024) ed uno di bassa crescita (0,1% nel terzo trimestre). L'andamento del primo trimestre è principalmente dovuto ad una performance positiva della Spagna, che continua a segnare una crescita sostenuta (0,6%, dopo una crescita dello 0,7% nel quarto e terzo trimestre del 2024), ad una crescita più contenuta dell'Italia e della Germania (rispettivamente 0,3% e 0,4%) ed un andamento più debole della Francia (0,1%).

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 primo trimestre del 2,8%, dopo una crescita del 3,3% nel quarto e terzo trimestre del 2024. Anche Francia ed Italia mostrano un andamento positivo, anche se con tassi di crescita più contenuti (rispettivamente pari a 0,6% e 0,7%). In riferimento alla Germania, il primo trimestre del 2025 segna un'interruzione della contrazione del PIL in corso dal terzo trimestre del 2023, nonostante la crescita nel primo trimestre del 2025 sia stata sostanzialmente nulla (0,0%). Nel complesso, l'Eurozona segna una crescita tendenziale nel primo trimestre dell'1,2%.

Figura 21: PIL e contributi per paese, Eurozona - var. % YoY

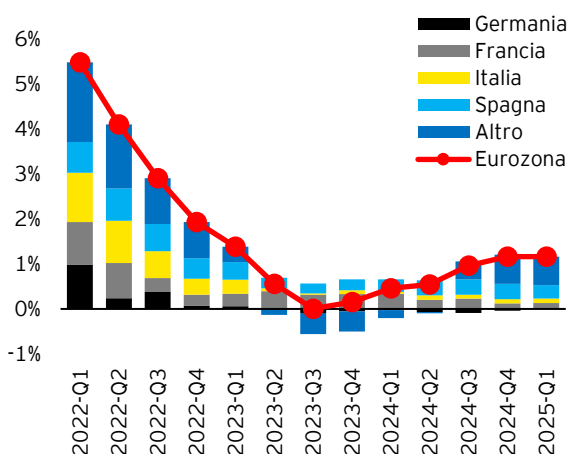
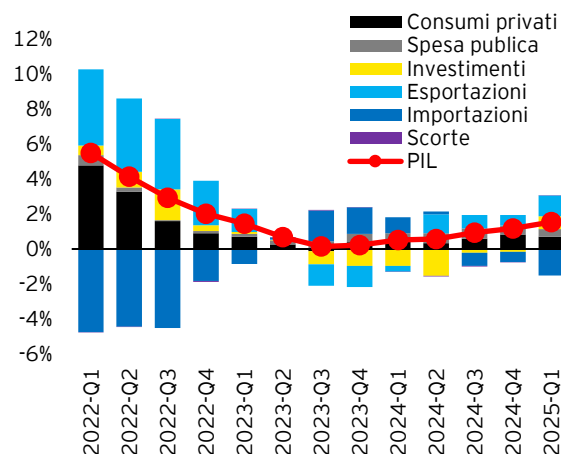


Figura 22: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Dal punto di vista delle componenti del PIL, a trainare la crescita tendenziale nel primo trimestre del 2025 sono stati principalmente i consumi privati e gli investimenti (entrambi con un contributo positivo alla crescita di 0,7 punti percentuali); seguono i consumi pubblici (0,5 punti percentuali), mentre la domanda estera ha contribuito negativamente a seguito di una crescita più sostenuta delle importazioni rispetto alle esportazioni (con una crescita tendenziale rispettivamente del 3,3% e 2,3%).

Allargando lo spettro di analisi, si nota come dei quattro principali paesi dell'Eurozona, solo l'Italia si sia riposizionata lungo la traiettoria di crescita delineata dall'analisi del PIL tra il 2015 ed il 2019, mentre le altre tre grandi economie (Germania, Francia e Spagna) risultano ancora lontane dal raggiungimento di questa tendenza.

Figura 23: PIL trimestrale e tendenza lineare, Germania, Francia - indice, 2019 = 100

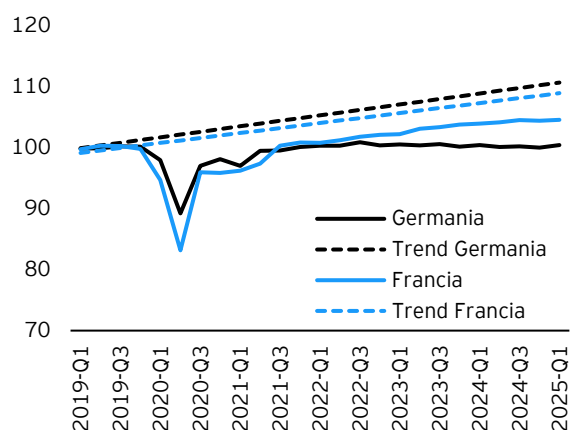
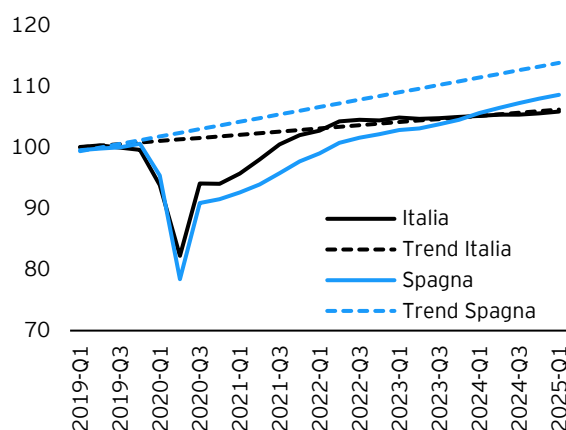


Figura 24: PIL trimestrale e tendenza lineare, Italia, Spagna - indice, 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Nell'interpretare correttamente questo dato è però importante sottolineare come la crescita tendenziale media nel periodo 2015-2019 sia stata diversa per i quattro paesi in analisi, risultando minore in Italia rispetto agli altri tre paesi (crescita media annua pari a 1,0% per l'Italia, 1,8% per la Germania, 1,5% per la Francia e 2,8% per la Spagna). La capacità dell'Italia di riallinearsi ai valori precedenti la pandemia è quindi da considerarsi anche alla luce della debole crescita registrata negli anni precedenti la pandemia.

La produzione industriale dell'Eurozona mostra, a marzo 2025, una ripresa in termini tendenziali e congiunturali. Rispetto all'anno precedente, infatti, l'indice di produzione industriale ha segnato una crescita del 3,9%, successivo ad una crescita dello 0,9% a febbraio, dopo 21 mesi di crescita tendenziale negativa; dal punto di vista congiunturale, l'industria ha registrato una crescita del 2,6%, dopo una crescita a gennaio e febbraio rispettivamente dello 0,8% e 1,1%. Questo ha riportato i valori dell'indice di produzione industriale in linea con il dato medio del 2021.

Figura 25: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

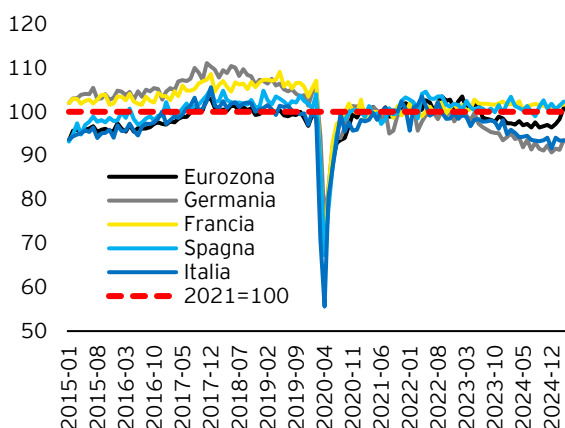
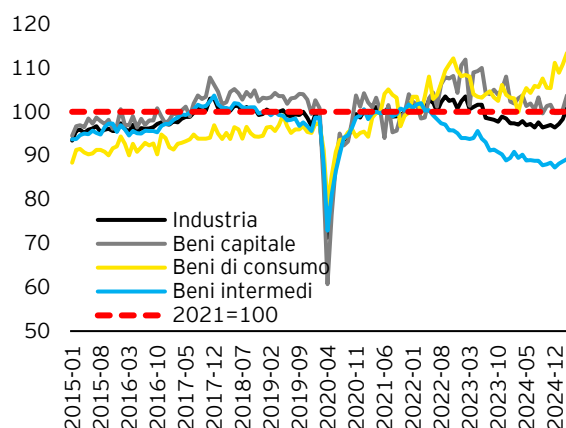


Figura 26: Produzione industriale per tipologia di bene, Eurozona - indice, 2021=100



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: marzo 2025.

Se la performance degli ultimi mesi appare particolarmente positiva a livello aggregato, è da sottolineare come l'andamento per i due principali paesi manifatturieri - Germania ed Italia - rifletta ancora delle forti debolezze del comparto. Inoltre, è da considerare come la performance complessiva dell'Eurozona appaia non coerente con l'andamento della produzione industriale dei quattro principali paesi dell'Eurozona. Questo fenomeno trova spiegazione nell'andamento positivo dell'industria irlandese, che tra gennaio e marzo 2025

ha registrato una crescita media di circa il 32%. Questa crescita e, in generale, la volatilità dell'indicatore di produzione industriale irlandese, è sostanzialmente spiegata dal ruolo centrale che gioca l'Irlanda per numerose multinazionali.

Analizzando le principali macrocategorie dei beni industriali, la produzione dei beni intermedi mostra le maggiori criticità: marzo rappresenta, infatti, il trentaquattresimo mese consecutivo di contrazione tendenziale con una riduzione dello 0,3%, che segue una riduzione del 2,4% a febbraio. Da un punto di vista congiunturale, invece, a marzo si è registrata una crescita dello 0,6% rispetto a febbraio, dopo una crescita di simile portata nel mese precedente (0,6% a febbraio e 1,0% a gennaio). Risulta invece in crescita la produzione di beni capitali e beni di consumo, che rispetto al mese precedente segnano una crescita dell'indice della produzione rispettivamente del 3,2% e 2,3% (a cui corrisponde una crescita tendenziale dello 0,6% e 13,5%).

L'analisi degli indicatori PMI⁵⁴ per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e tempestivi sull'andamento dei principali settori dell'economia. Le ultime rilevazioni del PMI manifatturiero evidenziano un clima complessivamente poco ottimista, anche se in parziale miglioramento. I quattro maggiori paesi dell'Eurozona mostrano, ad aprile 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 due anni (con poche eccezioni), nonostante una ripresa negli ultimi mesi.

Altrettanto complicata appare la situazione nel settore dei servizi, dove Spagna ed Italia si posizionano sopra la soglia di espansione (nonostante la prima mostri un andamento decrescente e la seconda un trend in miglioramento), mentre la Francia rimane sotto la linea di riferimento e la Germania mostra un calo della fiducia nel settore dall'inizio del 2025.

Figura 27: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

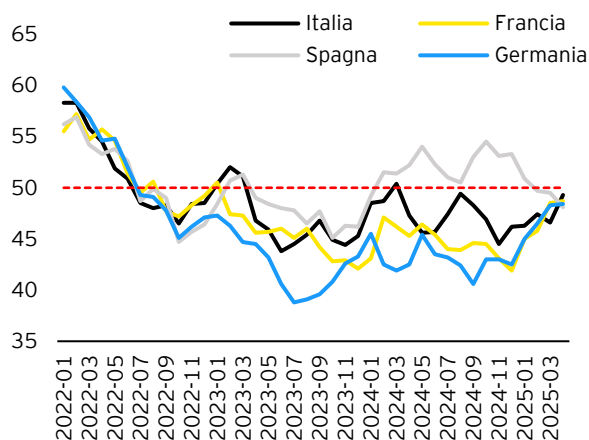
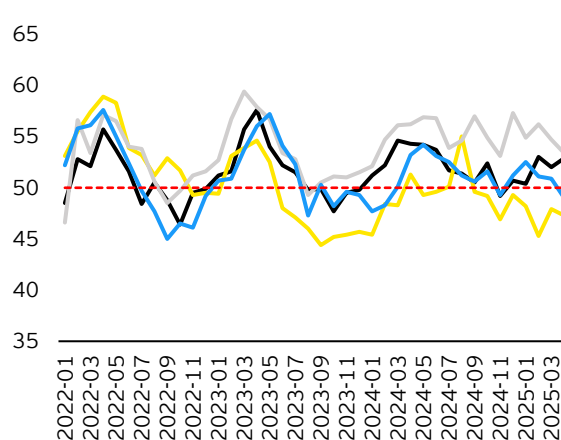


Figura 28: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



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

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Il 5 giugno 2025 la Banca Centrale Europea ha deciso di procedere con una nuova riduzione dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria,⁵⁵ taglio che trova giustificazione anche nell'andamento atteso dell'inflazione e nelle dinamiche sottostanti.

⁵⁴ 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.

⁵⁵ ECB, Monetary policy decisions, 5 June 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp250605~3b5f67d007.en.html>.

In base alle ultime proiezioni contenute nell'*Eurosystem staff macroeconomic projections*, infatti, l'inflazione *headline* è attesa in media al 2,0% nel 2025, all'1,6% nel 2026 e al 2,0% nel 2027.⁵⁶ Le revisioni al ribasso rispetto alle proiezioni di marzo, pari a 0,3 punti percentuali sia per il 2025 che per il 2026, riflettono principalmente ipotesi di prezzi dell'energia più contenuti ed un apprezzamento del tasso di cambio. In riferimento all'inflazione di fondo (inflazione *core*), inoltre, ci si attendono in media dei valori compresi tra il 2,4% (nel 2025) e l'1,9% (nel 2026 e nel 2027), sostanzialmente invariati rispetto a marzo.⁵⁷

Le proiezioni sopra citate trovano giustificazione anche nel contesto complessivo di elevata incertezza, in cui politiche commerciali avverse potrebbero comportare un ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali nei prossimi mesi e comportare una crescita economica e del livello dei prezzi inferiore rispetto alle attese.

I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale⁵⁸ si attestano quindi rispettivamente al 2,15%, al 2,40% e al 2,00 %.

Figura 29: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

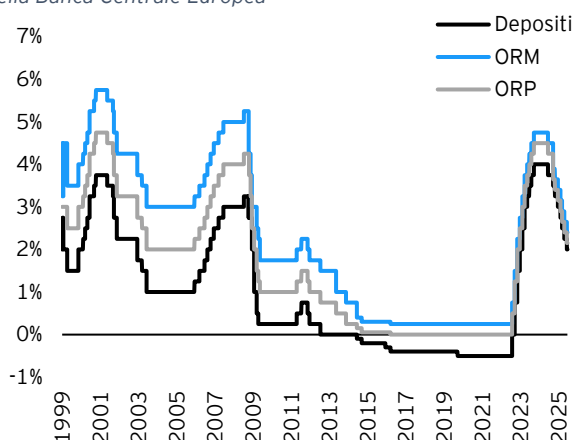
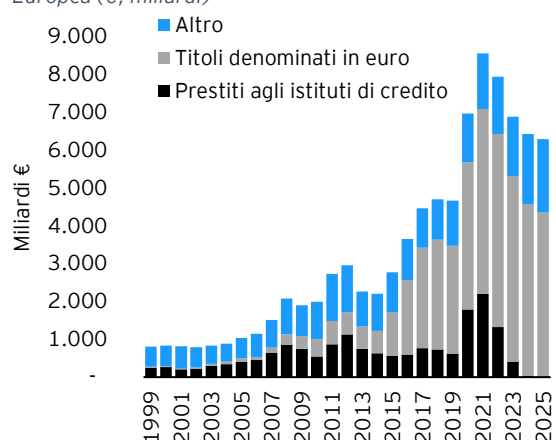


Figura 30: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



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 23 maggio 2025.

Soffermandosi 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), insieme a significativi aumenti degli spread sui titoli di stato, deprezzamenti delle valute locali e una riduzione

⁵⁶ Eurosystem staff Macroeconomic projections for the euro area, June 2025. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202506_eurosystemstaff~16a68fbaf4.en.pdf.

⁵⁷ Eurosystem staff Macroeconomic projections for the euro area, March 2025. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202503_ecbstaff~106050a4fa.en.html.

⁵⁸ 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.

significativa della produzione.⁵⁹ 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 modo prevedibile, ma possono diventare significativi se il ritmo della stretta viene accelerato inaspettatamente. Infine, gli effetti negativi tendono a essere più pronunciati sotto un regime di tasso di cambio fisso rispetto a un regime di *inflation targeting* con una cambio flessibile.

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, fino agli ultimi dati disponibili (maggio 2025), è possibile delineare una classifica sull'intensità della riduzione dell'acquisto di debito pubblico da parte della BCE 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 4,6%, 4,8% e 6,1% 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, Slovenia e Lussemburgo registrano acquisti netti complessivi lievemente negativi.

Figura 31: Acquisti netti di debito pubblico da luglio 2022 a maggio 2025 (% su somma ultimi quattro trimestri del PIL)

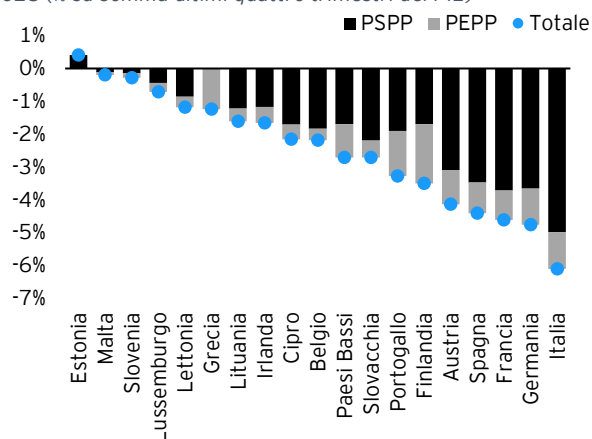
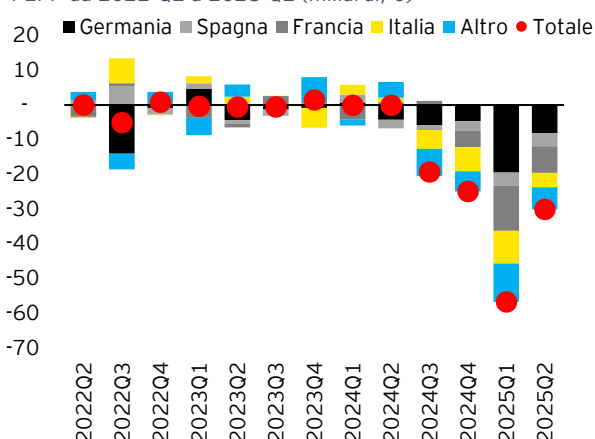


Figura 32: Acquisti netti di titoli di debito pubblico tramite PEPP da 2022-Q2 a 2025-Q2 (miliardi, €)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Banca Centrale Europea. Ultimo dato disponibile: maggio 2025; il secondo trimestre del 2025 mostra dei dati parziali (fino a maggio 2025).

Il ciclo restrittivo di politica monetaria in atto dalla metà del 2023, 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.

⁵⁹ 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.

Figura 33: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % YoY

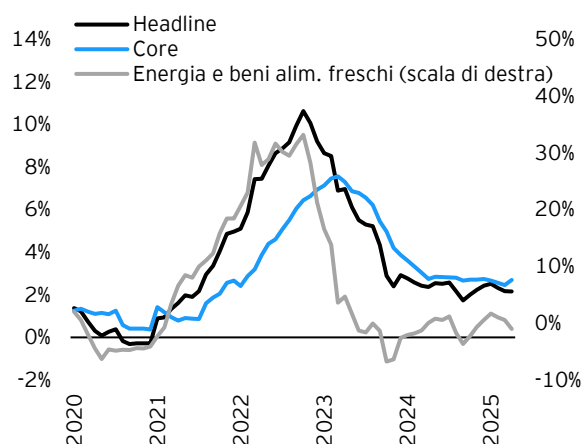
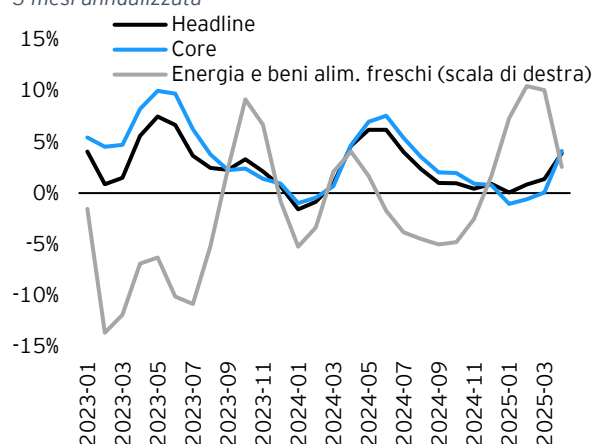


Figura 34: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % 3 mesi su 3 mesi annualizzata



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: aprile 2025.

Ad aprile l'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi), si è attestata nell'Eurozona al 2,2%. Nonostante questo dato sia in riduzione rispetto a quello registrato a gennaio (2,5%), è importante sottolineare come l'inflazione abbia registrato un aumento sostenuto da settembre 2024 (1,7%) fino all'inizio del 2025; l'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)⁶⁰ continua a mostrare valori più elevati e persistenti (2,7% ad aprile, dopo il 2,5% di marzo). 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.

Le dinamiche inflattive descritte si confermano anche nell'analisi trimestrale dell'indice dei prezzi al consumo, che negli ultimi mesi ha rallentato la sua riduzione. Calcolando il tasso di variazione annualizzato⁶¹ della media trimestrale dell'indice dei prezzi al consumo rispetto al trimestre precedente si nota inoltre come, se da un lato la componente di beni energetici e alimentari non lavorati si sia ridotta negli ultimi mesi dopo una crescita significativa verso la fine del 2024, dall'altro lato la componente di fondo sta registrando dei valori in aumento, riflettendosi così anche nell'indice complessivo dei prezzi al consumo.

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).⁶²

La persistenza di alcune componenti dell'indice dei prezzi al consumo è in parte spiegata anche dall'andamento positivo del mercato del lavoro nell'Eurozona. Quest'ultimo, infatti, continua a mostrarsi in salute anche se caratterizzato da un parziale raffreddamento. Uno strumento che permette di analizzare la sua dinamica è la curva di Beveridge, che indaga la relazione tra tasso di disoccupazione e posti vacanti

⁶⁰ 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.

⁶¹ 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>.

⁶² 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.

nell'economia (*job vacancy rate*⁶³), restituendo così informazioni sullo stato di salute dell'economia stessa e sulle caratteristiche del mercato del lavoro.

La relazione tra le due variabili in analisi è generalmente inversa: ad un più elevato tasso di disoccupazione generalmente si accompagna un *vacancy rate* minore, e viceversa. Analizzando la dinamica della curva di Beveridge nei tre periodi principali che hanno caratterizzato gli ultimi 15 anni, ovvero il periodo compreso tra il 2010 ed il 2014 (successivo alla crisi finanziaria e comprensivo della crisi dei debiti sovrani), il periodo compreso tra il 2015 ed il 2020 (comprensivo dello scoppio della pandemia) ed il periodo compreso tra il 2021 ed il 2025 (periodo successivo alla pandemia e caratterizzato da un aumento dell'incertezza a causa di eventi geopolitici avversi), è possibile ottenere delle informazioni interessanti.

Il segmento della curva di Beveridge relativo al periodo 2021-2025 è stato infatti caratterizzato inizialmente da una pendenza maggiore rispetto a quello dei due periodi precedenti, a dimostrazione di un mercato del lavoro in cui le aziende fanno maggiore fatica nel trovare la manodopera necessaria allo svolgimento delle loro attività. Questo si traduce, a sua volta, in maggiore potere contrattuale dei lavoratori, che può portare ad un maggiore aumento dei salari in fase di contrattazione. Negli ultimi trimestri si è inoltre assistito ad un calo del *vacancy rate*, segnale di un parziale raffreddamento del mercato del lavoro, che rimane però caratterizzato da un tasso di disoccupazione ai minimi storici (vicino al 6% a fine 2024). L'andamento descritto del mercato del lavoro nell'Eurozona ha un effetto duplice sul tasso di inflazione: da un lato, infatti, la riduzione del *vacancy rate* si traduce in minori pressioni al rialzo dei salari, che riduce a sua volta il supporto che questi ultimi possono dare ai consumi e quindi all'aumento dei prezzi; dall'altro la diminuzione del tasso di inflazione si traduce in un aumento del reddito reale delle famiglie, con potenziali impatti positivi sui consumi e, di conseguenza, sul rialzo dei prezzi.

Figura 35: Curva di Beveridge, Eurozona

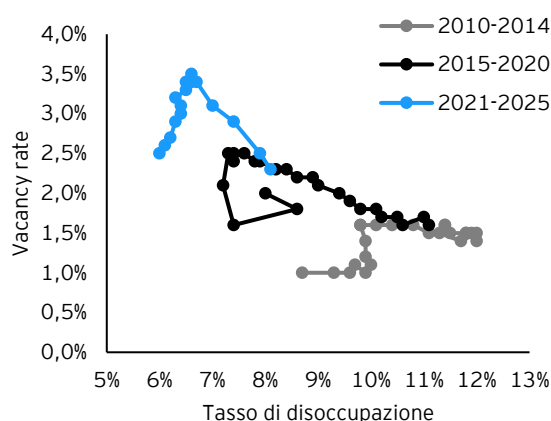
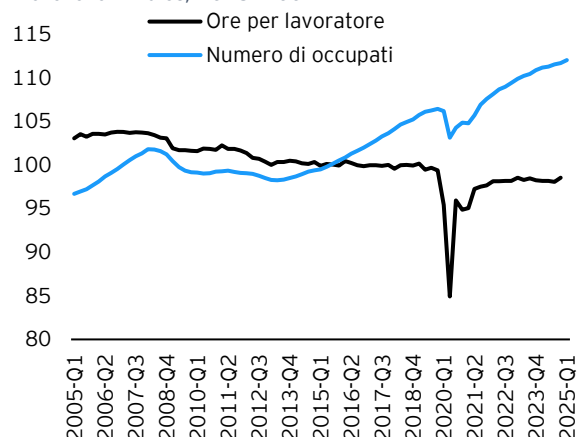


Figura 36: Ore per lavoratore e numero di occupati, Eurozona - indice, 2015=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Sempre in riferimento al mercato del lavoro, anche il numero di occupati continua ad aumentare, raggiungendo i massimi storici dal 1995 (circa 172 milioni nel primo trimestre 2025).⁶⁴ È interessante però notare che, nonostante l'aumento del numero di occupati, il numero di ore lavorate per occupato è in calo, ad indicare una trasformazione del mercato del lavoro.

Questo fenomeno non riguarda solo gli ultimi trimestri, ma rappresenta una tendenza strutturale di lungo periodo,⁶⁵ come mostrato dalla figura 36, e non riguarda solo le economie dell'Eurozona: le ore di lavoro

⁶³ Il *job vacancy rate* è definito come rapporto tra numero di posti vacanti e la somma tra numero di posti occupati e numero di posti vacanti. Una posizione vacante è definita come un posto retribuito che è di nuova creazione, non occupato o che sta per diventare vacante (i) per il quale il datore di lavoro sta prendendo provvedimenti attivi ed è pronto a prendere ulteriori misure per trovare un candidato idoneo al di fuori dell'impresa interessata; e (ii) che il datore di lavoro intende riempire immediatamente o entro un periodo di tempo specifico. Per maggiori informazioni, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job_vacancy_rate_\(JVR\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job_vacancy_rate_(JVR)).

⁶⁴ Si considerano sia occupati dipendenti che autonomi. Per maggiori informazioni, https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/namq_10_esms.htm.

⁶⁵ Astinova, D., Duval, R., Hansen, N. J., Park, B., Shibata, I., Toscani, F. (2024). Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe. International Monetary Fund, Working Paper, WP/24/2, January 2024.

medie nelle economie sviluppate sono state in calo a lungo termine sin dal XIX secolo, ad esempio dimezzandosi tra il 1870 e il 2000 in Germania.⁶⁶ Più in generale, le ore di lavoro medie nei paesi dell'OCSE sono diminuite di circa lo 0,5 per cento l'anno tra il 1870 e i primi anni 2000, con gli Stati Uniti del dopoguerra che costituiscono un'eccezione importante.⁶⁷ La riduzione strutturale del numero di ore lavorate è stata approfondita anche in diversi rapporti dell'OCSE;^{68,69} numerosi studi hanno rinvenuto, oltre che nell'aumento dei diritti dei lavoratori, anche nel progresso tecnologico uno dei principali fattori a supporto della diminuzione delle ore di lavoro medie negli ultimi duecento anni.⁷⁰

Considerata la riduzione del tasso di inflazione ed un livello ancora elevato, ancorché in riduzione, dei tassi di interesse di politica monetaria, i tassi di interesse reali sono tornati a valori positivi dalla fine del 2023.

Figura 37: Tasso di interesse reale, Eurozona - Famiglie (acquisto di una abitazione)

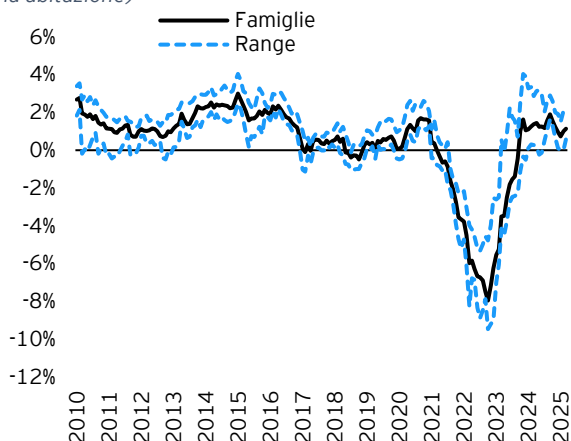
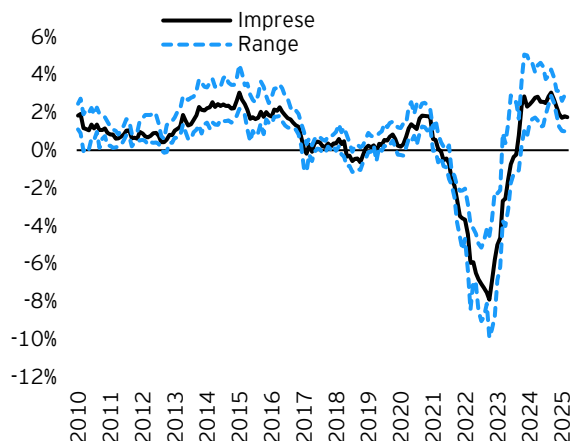


Figura 38: Tasso di interesse reale, Eurozona - Imprese



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, BCE. Ultimo dato disponibile: marzo 2025.

Al tema dei tassi di interesse è strettamente connessa l'analisi del credito bancario e il suo impatto sulla crescita. 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.⁷¹ A questo proposito, le informazioni fornite dall'ultima edizione della Bank Lending Survey⁷² dell'Eurozona offrono degli spunti interessanti per approfondire il tema.⁷³

Nel primo trimestre del 2025, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un lieve inasprimento netto delle condizioni di offerta del credito alle imprese (percentuale netta del 3%). Questo rappresenta una prosecuzione del restringimento già osservato nel quarto trimestre del 2024, sebbene l'intensità sia stata inferiore rispetto alle attese rilevate nella precedente indagine (10%). In particolare, l'inasprimento è stato più contenuto del previsto in Germania e Francia, mentre in Italia le condizioni di offerta sono rimaste nel complesso invariate, contrariamente alle aspettative di un allentamento.

⁶⁶ Messenger, J. C., Sangheon, L., McCann, D., (2007). Working Time Around the World: Trends in Working Hours, Laws, and Policies in a Global Comparative Perspective, International Labour Organization, Routledge, May 2007.

⁶⁷ Boppart, T., Krusell, P., (2020). Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective. The University of Chicago Press, January 2020, 128 (1), 118-157.

⁶⁸ OECD, "Working Hours: Latest Trends and Policy Initiatives," in "OECD Employment Outlook 1998: June" OECD Employment Outlook, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1998, pp. 153-188.

⁶⁹ OECD, "Working Time and Its Regulation in OECD Countries: How Much Do We Work and How?," in "OECD Employment Outlook 2021: Navigating the COVID-19 Crisis and Recovery" OECD Employment Outlook, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, July 2021.

⁷⁰ Greenwood, J., Vandenbroucke, G., (2005). Hours Worked: Long-Run Trends. NBER, Working Paper 11629.

⁷¹ 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).

⁷² 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.

⁷³ The euro area bank lending survey - First quarter of 2025.

L'inasprimento è stato guidato principalmente dalle banche tedesche, mentre nei restanti tre principali paesi dell'Eurozona (Francia, Italia e Spagna) i criteri sono rimasti pressoché stabili. Il dato complessivo (percentuale netta di banche che hanno inasprito le condizioni di offerta pari al 3%) si colloca al di sotto della media storica di lungo periodo (9%, a partire dal 2003).

Le principali motivazioni alla base di questo ulteriore restringimento risiedono nella maggiore percezione del rischio, legata sia all'andamento dell'economia in generale, sia alla situazione specifica delle singole imprese. Questo è coerente con l'andamento degli indicatori di qualità degli asset - come il rapporto tra crediti deteriorati (NPL) e totale degli impieghi - sui criteri di concessione. Inoltre, alcune banche hanno segnalato un aumento della prudenza nella valutazione delle imprese più esposte all'incertezza macroeconomica e alle politiche economiche, ad esempio quelle che dipendono fortemente dalle esportazioni verso gli Stati Uniti.

La tolleranza al rischio da parte delle banche ha avuto un effetto sostanzialmente neutro, dopo aver contribuito ad un inasprimento nel trimestre precedente. Anche il costo della raccolta dei fondi, i vincoli di bilancio e la concorrenza tra istituti hanno avuto un impatto generalmente neutro, in linea con quanto osservato nei trimestri precedenti. Le banche di Germania, Francia e Italia hanno segnalato un aumento delle percezioni di rischio.

Figura 39: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le imprese, Eurozona - percentuale netta di rispondenti

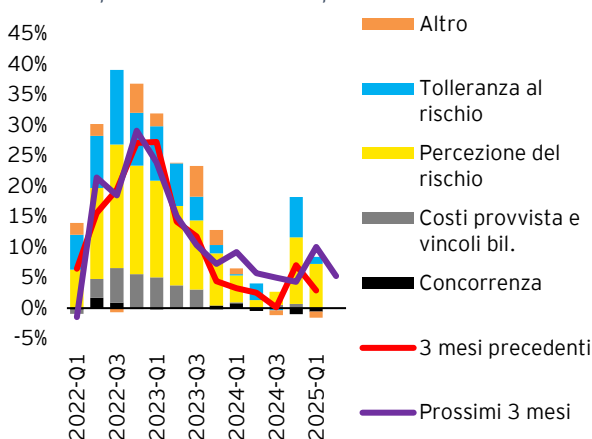
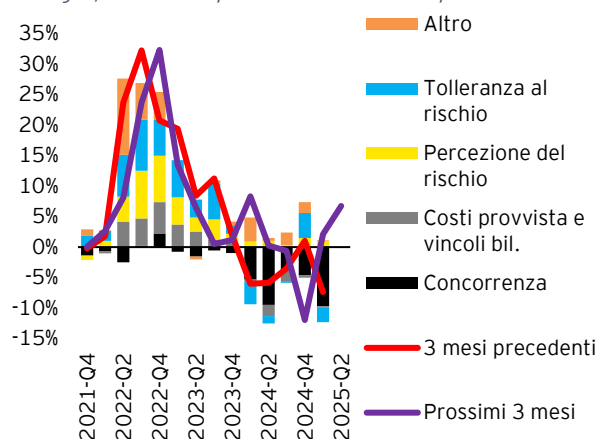


Figura 40: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



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

In riferimento al credito alle famiglie, nel primo trimestre del 2025 le banche dell'Eurozona hanno segnalato un allentamento moderato dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (percentuale netta del 7%). Si tratta di una ripresa nel processo di allentamento, nonostante fosse stato previsto un lieve irrigidimento (2%), dopo che nel quarto trimestre del 2024 i criteri erano rimasti sostanzialmente invariati.

Questo dato presenta una certa eterogeneità tra i principali paesi dell'Eurozona. In Francia, le banche hanno continuato ad allentare i criteri per il quinto trimestre consecutivo, mentre in Germania è stato registrato il primo allentamento da quando sono iniziate le riduzioni dei tassi di interesse. In Spagna, i criteri per la concessione di credito per l'acquisto di una casa sono rimasti invariati, mentre in Italia si è osservato un ulteriore irrigidimento per il secondo trimestre consecutivo.

Il principale fattore alla base dell'allentamento delle condizioni di prestito sui mutui immobiliari è stata la concorrenza tra banche, a cui si è aggiunto un contributo marginale derivante da una maggiore tolleranza

al rischio da parte delle banche rispondenti all'indagine. Per il secondo trimestre del 2025, le banche dell'Eurozona prevedono un irrigidimento dei criteri per questa tipologia di crediti, con un saldo netto atteso del 7%. Questo irrigidimento atteso è attribuibile in particolare alle banche di Francia e Germania, mentre gli istituti di credito italiani e spagnoli si aspettano criteri sostanzialmente stabili.

Tornando al tema della crescita dell'indice dei prezzi al consumo, è interessante notare come le dinamiche dell'inflazione possano dipendere 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.⁷⁴

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.

Figura 41: Variazioni del rapporto debito pubblico su PIL, 2019-Q4-2024-Q4

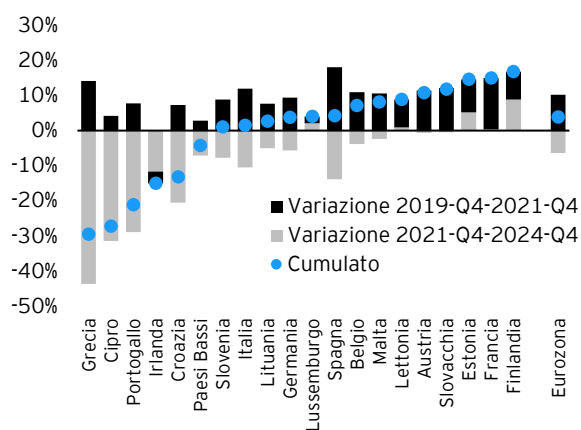
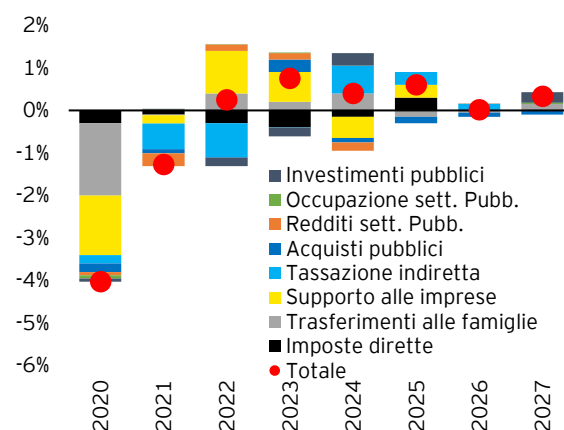


Figura 42: Misure di politica fiscale per tipologia di intervento, Eurozona - % del PIL



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea.

È importante considerare però che le misure di politica fiscale adottate dal 2020 hanno avuto effetti macroeconomici significativi, soprattutto nel sostenere la crescita del PIL reale tra il 2020 e il 2022, mentre negli anni successivi l'impatto sulla crescita è risultato più contenuto o sostanzialmente nullo. Per quanto riguarda l'inflazione, le misure specifiche introdotte nel 2022 hanno contribuito a ridurre gli effetti avversi dello shock energetico.⁷⁵ Tuttavia, a partire dal 2023, il progressivo ritiro delle misure e l'accumularsi delle pressioni derivanti dallo stimolo fiscale precedente hanno comportato delle pressioni al rialzo sui prezzi.⁷⁶

⁷⁴ 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.

⁷⁵ Checherita-Westphal, C., & Dorrucci, E. (2023). Update on euro area fiscal policy responses to the energy crisis and high inflation. *Economic Bulletin Boxes*, 2.

⁷⁶ Angelini, E., Bańkowski, K., Checherita-Westphal, C., Muggenthaler-Gerathewohl, P., & Zimic, S. (2025). The macroeconomic impact of euro area discretionary fiscal policy measures since the start of the pandemic. *Economic Bulletin Boxes*, 3.

Figura 43: Effetto delle misure di politica fiscale sulla crescita del PIL reale

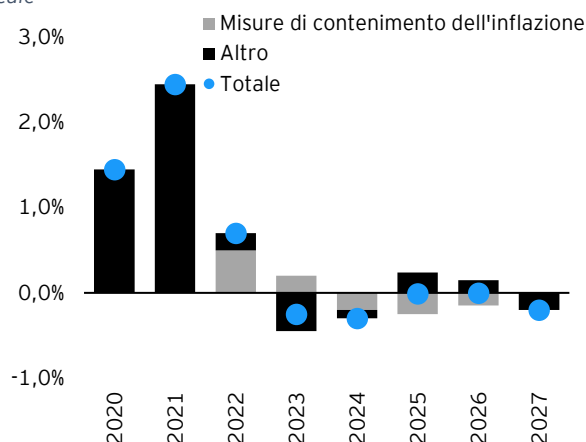
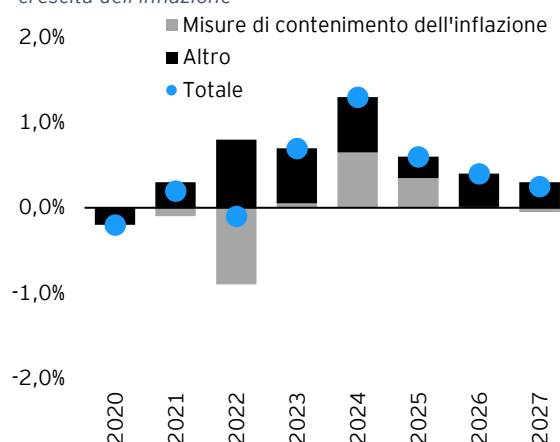


Figura 44: Effetto delle misure di politica fiscale sulla crescita dell'inflazione



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea.

Vi sono inoltre possibili pressioni sulla spesa nel medio e lungo termine derivanti dai maggiori esborsi previste nel settore della difesa e per affrontare temi strutturali quali la transizione climatica e l'invecchiamento della popolazione. In questo contesto potrebbe aumentare, 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.⁷⁷

Il quadro dell'Eurozona rimane quindi complesso. Da un lato l'attività economica risulta sostanzialmente debole, 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 agli impatti delle politiche commerciali distorsive (e.g., barriere tariffarie su 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 ed Eurozona.⁷⁸

Nello specifico, nell'analisi del team Economic Advisory di EY si stima un picco di impatto sul PIL nel 2027 rispetto ad uno scenario senza dazi aggiuntivi per l'Unione Europea (ed Eurozona), con un impatto stimato pari ad una riduzione di 0,7 punti percentuali sul PIL che si sarebbe raggiunto in assenza di queste misure aggiuntive. Gli effetti minori saranno registrati in Spagna (-0,4 punti percentuali), mentre gli effetti più significativi sono attesi in Irlanda (-1,2 punti percentuali); l'Italia è attesa registrare una contrazione di portata simile a quella dell'Eurozona (-0,7 punti percentuali) e di poco inferiore rispetto a quella attesa per la Germania (-0,8 punti percentuali).

⁷⁷ 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.

⁷⁸ EY - European Economic Outlook: What Will the Tariffs Bring?. Per maggiori informazioni, https://www.ey.com/en_pl/insights/economic-analysis-team/ey-european-economic-outlook-may-2025.

Figura 45: Deviazione percentuale dal PIL nell'anno di massimo effetto dei dazi aggiuntivi imposti - punti percentuali

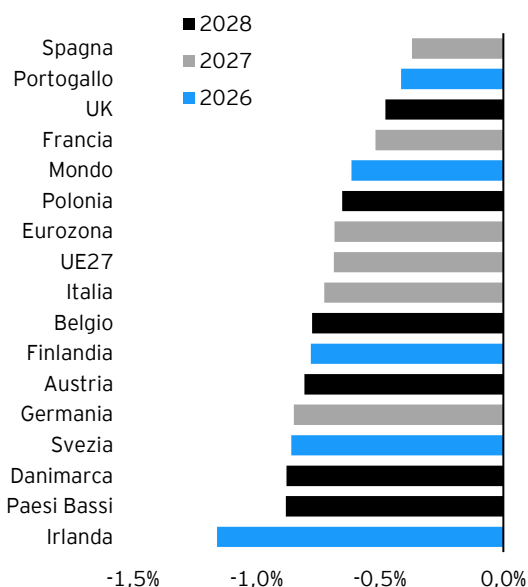
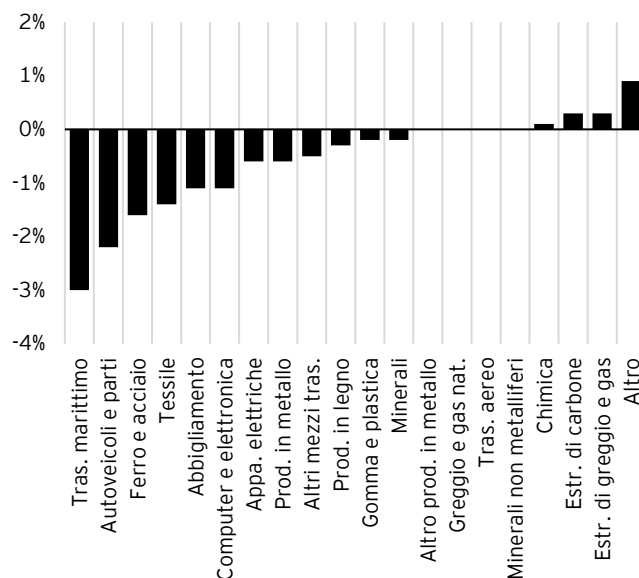


Figura 46: Deviazione percentuale dal valore aggiunto nel lungo termine (10 anni) a seguito dei dazi aggiuntivi imposti e delle ritorsioni commerciali - punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY Economic Advisory team.

La stima degli effetti sul PIL delle misure tariffarie prodotta dal team di *Economic Advisory* di EY è in linea con le stime della BCE, che quantifica l'effetto delle distorsioni commerciali in una riduzione dei tassi di crescita del PIL nel 2025, 2026 e 2027 rispettivamente dallo 0,9%, 1,1% e 1,3% allo 0,5%, 0,7% e 1,1%, con una riduzione cumulata del PIL al 2027 di 1 punto percentuale rispetto ad uno scenario di assenza di nuove misure restrittive del commercio. Queste stime fanno riferimento a quello che nell'ultimo *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area* della BCE viene definito come "severe scenario".⁷⁹

In riferimento agli effetti settoriali di lungo termine (10 anni), i settori attesi subire, nell'Eurozona, l'effetto negativo maggiore sono il trasporto marittimo, la produzione di autoveicoli e relative parti e la produzione di ferro e acciaio con una riduzione rispettivamente di 3,0, 2,2 e 1,6 punti percentuali. All'opposto, il settore dell'estrazione di greggio e gas, estrazione di carbone e la chimica sono attesi registrare una crescita maggiore, seppur modesta, rispetto ad uno scenario di assenza di dazi aggiuntivi (con una deviazione dalla baseline rispettivamente di 0,3, 0,3 e 0,1 punti percentuali).

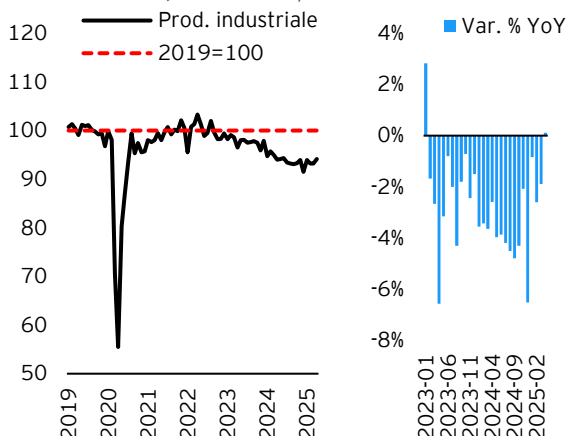
⁷⁹ Eurosystem staff Macroeconomic projections for the euro area, June 2025. Nel "severe scenario" si prevede un ulteriore aumento generalizzato dei dazi statunitensi (in linea con l'annuncio dei cosiddetti dazi "reciproci" negli Stati Uniti), una ritorsione simmetrica da parte dell'UE e una persistente maggiore incertezza in materia di politica commerciale. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202506_eurosystemstaff~16a68fbaf4.en.pdf

L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale

La produzione industriale italiana continua a registrare un andamento complessivamente negativo, nonostante la crescita registrata nel mese di aprile (0,3% sulla serie corretta per gli effetti di calendario, 0,1% sui dati destagionalizzati). Il dato di aprile rappresenta il primo dato positivo, dal punto di vista di crescita tendenziale, dopo ventisei mesi di crescita negativa.

Figura 47: 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: aprile 2025.

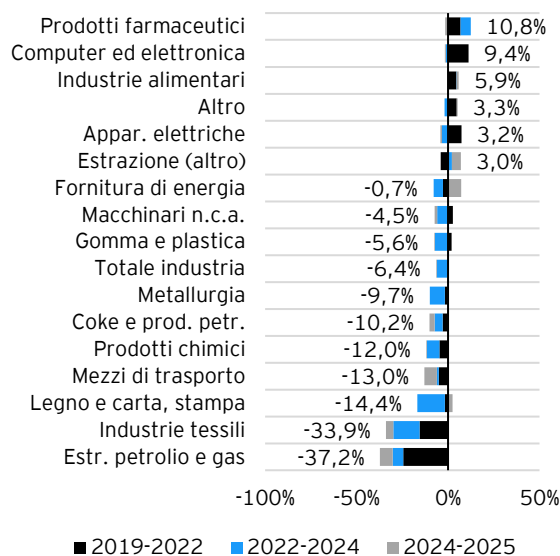
Questo dato fa seguito ad una crescita tendenziale negativa registrata nei mesi di marzo e febbraio, rispettivamente pari al -1,9% e -2,6%.

Nonostante la leggera ripresa nel mese di aprile, è importante sottolineare come, nel complesso, la produzione industriale rimanga ancora al di sotto dei valori medi sperimentati nel 2021 (circa il 6% in meno). È importante altresì considerare che, nel complesso, esiste una forte eterogeneità settoriale.

Nello specifico della manifattura, ad aprile 2025 la farmaceutica ha registrato una contrazione rispetto allo stesso mese dell'anno precedente del -10,5%, a cui seguono la fabbricazione di mezzi di trasporto (-9,7%) e la fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio (-5,0%). All'opposto, l'industria del legno e della carta e l'industria alimentare hanno segnato la crescita più significativa (3,8% e 2,5%).

Assumendo un'ottica di più lungo periodo, è possibile ottenere delle informazioni aggiuntive sull'andamento dell'industria in Italia. Rispetto al 2019, infatti, 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 10,8%, 9,4% e 5,9%.

Figura 48: Indice della produzione industriale per comparti industriali, Italia - var % rispetto al 2019 e contributi per anni analizzati

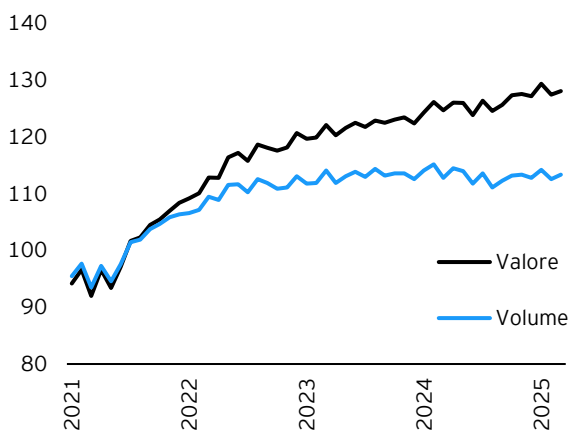


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Macchinari n.c.a.: Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature non classificate altrove.

All'opposto 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 37,2%, 33,9%, 14,4% e 13,0%).

In riferimento all'andamento del settore dei servizi, che pesano sul totale del valore aggiunto italiano per più del 70%, si nota come l'andamento non sia particolarmente positivo, nonostante mostri nel complesso delle dinamiche migliori rispetto a quelle dell'industria. Nello specifico, analizzando l'andamento del fatturato del settore dei servizi, si può notare come, in termini nominali, la crescita sia stata significativa (incremento di poco inferiore al 30% dal 2021); questa crescita è però per lo più attribuibile in buona parte all'aumento del livello dei prezzi sperimentato dal 2022: in termini reali, infatti, la crescita complessiva è stata più contenuta (intorno al 13%), con una dinamica sostanzialmente nulla dal 2023.

Figura 49: Indice del valore e volume del fatturato dei servizi, Italia - indice, 2021=100

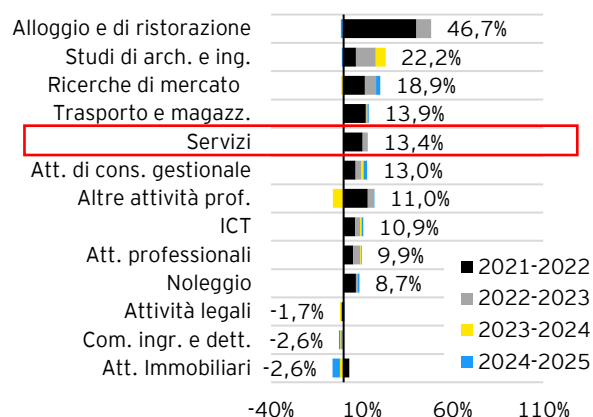


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: marzo 2025.

Analizzando questo dato per i diversi comparti del settore dei servizi, si nota una certa eterogeneità in termini di crescita. In generale, il contributo alla crescita più significativo è stato registrato tra il 2021 ed il 2022, principalmente come risultato della ripresa post-crisi pandemica. Negli anni successivi, invece, la crescita è andata riducendosi, facendo così registrare un rallentamento complessivo della crescita del fatturato reale dei servizi.

Tra le diverse attività, i servizi di alloggio e ristorazione si mostrano come il settore più dinamico, con una crescita complessiva di circa il 47%, in larga parte attribuibile alla ripresa post-pandemica. Seguono poi altre attività quali quelle degli studi di architettura e ingegneria, la pubblicità e le ricerche di mercato, i servizi di trasporto e magazzinaggio e le attività di consulenza gestionale.

Figura 50: Indice del volume del fatturato dei servizi, Italia - var. % 2021-2025



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.

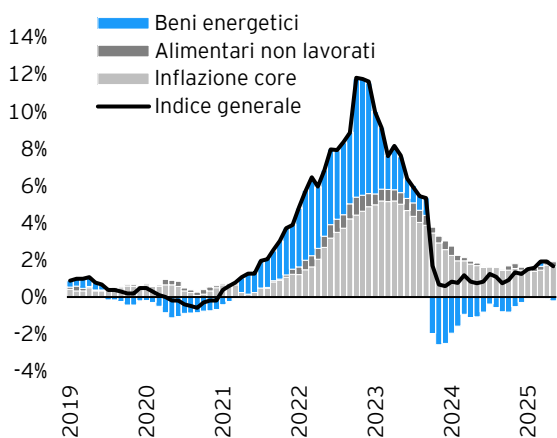
Dall'altra parte le attività legali, il commercio all'ingrosso e al dettaglio e le attività immobiliari mostrano una crescita rispetto al 2021 nel complesso negativa (rispettivamente -1,7%, -2,6% e -2,6%).

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

Rispetto agli ultimi mesi del 2024, il tasso di inflazione continua a mostrare dei valori più elevati, con un tasso dell'1,7% a maggio 2025 (il tasso di inflazione medio tra ottobre e dicembre 2024 è stato pari all'1,2%). Questo rialzo è principalmente dovuto ad una riduzione del contributo negativo della componente energetica, nonché ad un andamento sostanzialmente stabile della componente di fondo (inflazione core, ovvero l'inflazione calcolata sul paniere di beni

totale al netto dei beni alimentari non lavorati e dei beni energetici).

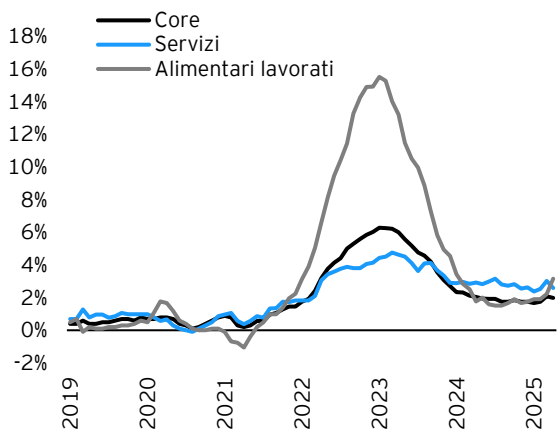
Figura 51: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



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

L'inflazione di fondo si è attestata a maggio al 2,0%, in riduzione rispetto al dato del mese precedente (2,1%), ma maggiore rispetto a quanto registrato nei primi tre mesi del 2025 (valori intorno all'1,7% e 1,8%). L'andamento dell'inflazione di fondo si mostra quindi persistente. La componente dei servizi rappresenta uno dei fattori principali della sua persistenza, il cui indice ha mostrato un incremento del 2,6% a maggio dopo aver registrato, nei due mesi precedenti, dei valori compresi tra il 2,5% ed il 3,0%. In risalita invece l'inflazione riferita alla componente dei beni alimentari lavorati (3,2%, dopo il 2,2% di aprile).

Figura 52: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali

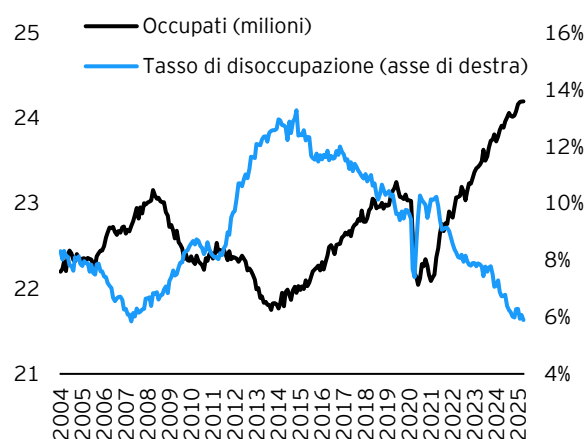


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: maggio 2025.

L'andamento dell'inflazione è in parte legata anche alle dinamiche del mercato del lavoro. A questo proposito, il numero di occupati totali rimane ai massimi storici (circa 24,2 milioni); il tasso di disoccupazione è tornato invece in linea con i valori registrati nel periodo precedente la grande crisi finanziaria del 2007 (circa il 6%).

Una dinamica positiva si registra anche dal lato delle retribuzioni interne lorde reali, che continuano a crescere recuperando il terreno perso precedentemente (crescita di circa il 4,7% al primo trimestre 2025 rispetto al valore medio del 2021).

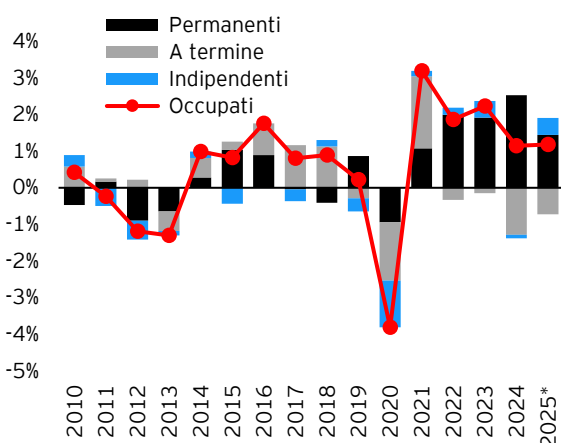
Figura 53: Occupati e tasso di disoccupazione, Italia



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

Sempre in riferimento all'andamento del mercato del lavoro, è da sottolineare come la crescita del numero di occupati negli ultimi mesi ed anni sia stata principalmente una crescita di occupati permanenti, fornendo così un'occupazione più stabile con possibili contributi positivi all'andamento dei consumi.

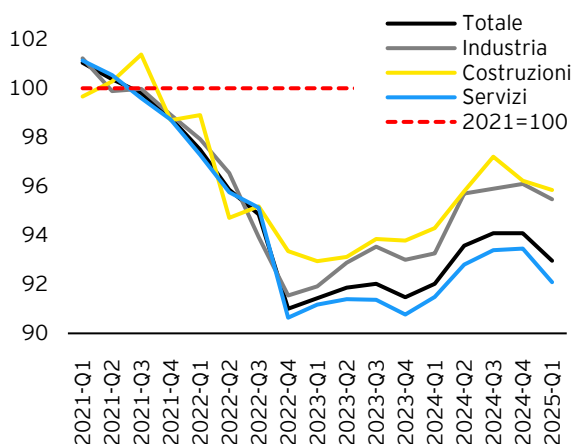
Figura 54: Occupati per tipologia di contratto, Italia - var. % e contributi alla crescita



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. La variazione al 2025 è data dal rapporto tra il valore di aprile al 2025 sul valore di aprile al 2024.

La dinamica positiva dei redditi totali nasconde però l'andamento negativo, anche se nel complesso in miglioramento, dei salari reali per ora lavorata, che si attestano al momento sotto al livello del 2021 per circa 7 punti percentuali.

Figura 55: Retribuzioni reali per ora lavorata nei macro-settori dell'economia, Italia - indice, 2021=100

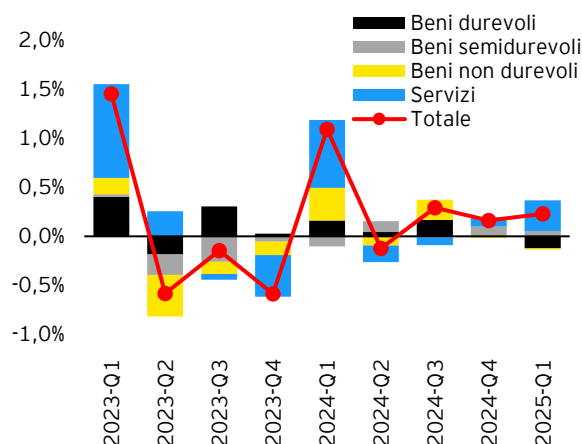


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

L'andamento in ogni caso positivo del mercato del lavoro si riflette in un andamento positivo dei consumi, che nel primo trimestre del 2025 segnano una crescita rispetto al trimestre precedente dello 0,2%, dopo una crescita dello stesso tenore nei due trimestri precedenti (0,2% e 0,3% rispettivamente nel quarto e terzo trimestre del 2024).

La crescita è stata principalmente sostenuta dalla crescita dei consumi di servizi, mentre i consumi di beni durevoli si sono contratti (-1,3%).

Figura 56: Spesa per consumi finali delle famiglie per voce di spesa, Italia - var. % QoQ e contributi alla crescita

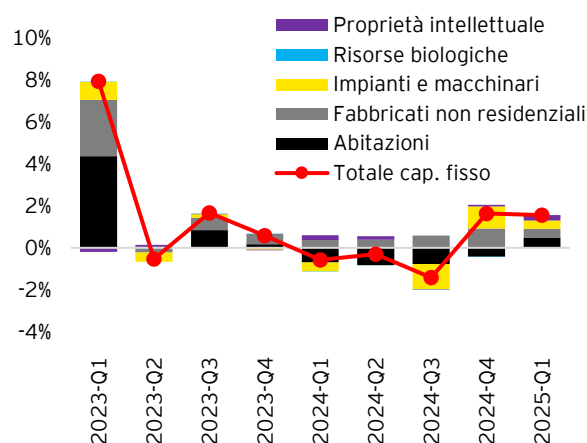


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

In riferimento alle altre componenti del PIL, gli investimenti continuano a mostrare un andamento positivo, dopo quello registrato nell'ultimo trimestre del 2024, con una crescita rispetto al trimestre precedente dell'1,6%, in modo simile a quanto registrato nel trimestre precedente.

Questa crescita è stata in parte sostenuta da una ripresa degli investimenti in abitazioni (1,7%), nonché da una crescita degli investimenti in fabbricati non residenziali ed impianti e macchinari (che hanno registrato una crescita rispettivamente dell'1,8% e 1,2%).

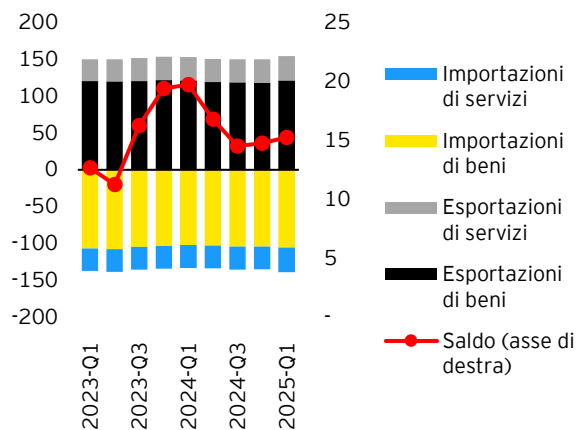
Figura 57: Investimenti, Italia - var. QoQ e contributi alla crescita



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Infine, in riferimento alla componente di commercio estero, nel primo trimestre del 2025 l'Italia continua a segnare un surplus commerciale (€15 miliardi), principalmente supportato dall'esportazione di beni (€121 miliardi).

Figura 58: Esportazioni ed importazioni, Italia - miliardi, €



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Il tema del commercio rimane in ogni caso un fattore di rischio da monitorare con attenzione, considerati i possibili cambiamenti nello scenario geopolitico e delle scelte di politica commerciale minacciate o applicate che rendono il contesto complessivo particolarmente incerto.

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, nonostante attualmente non si attesti a livelli elevati.

Approfondimento: L'integrazione dell'Italia all'interno delle GVC e i rischi derivanti dal commercio internazionale

Messaggi principali:

1. Nell'attuale contesto internazionale e geopolitico è importante analizzare le caratteristiche delle esportazioni italiane (nazionali e regionali) al fine di ottenere una maggiore consapevolezza dei possibili rischi connessi.
2. Tra il 2010 ed il 2022, il valore delle esportazioni di beni italiani è cresciuto principalmente grazie ad un aumento delle esportazioni integrate nelle catene globali del valore. Questo fenomeno è stato un fenomeno trasversale riguardante tutte le tipologie di beni.
3. Se da un lato l'Europa rappresenta il primo mercato di sbocco dei beni italiani (circa €392 miliardi al 2024), è importante tenere a mente che gli Stati Uniti sono il secondo paese per dimensione delle esportazioni italiane (circa €65 miliardi) secondi solo alla Germania (circa €71 miliardi). Oltre che l'esposizione diretta, è importante considerare anche l'esposizione indiretta che l'Italia ha verso gli Stati Uniti tramite le catene globali del valore.
4. L'alto grado di integrazione dell'Italia rappresenta sia un punto di forza che di maggiore esposizione a cambiamenti delle politiche commerciali di altri paesi. Tra i vari aspetti positivi è da sottolineare la maggiore resilienza a possibili shock di domanda interna o commercio "tradizionale", essendo il bacino di riferimento ampio e diffuso tra le diverse regioni del mondo; dall'altro però una forte integrazione nelle GVC comporta una maggiore esposizione a shock esterni, che possono ripercuotersi nei diversi comparti e settori interni.

Nel trattare il tema del commercio, e nello specifico delle esportazioni italiane, in un contesto geopolitico ed economico caratterizzato da una elevata incertezza, è importante soffermarsi sul grado di esposizione delle esportazioni italiane verso specifici paesi e la sua integrazione all'interno delle catene di fornitura mondiali.

Figura 59: Esportazioni di beni manifatturieri, Italia - % commercio «tradizionale» e commercio GVC per destinazione, 2010

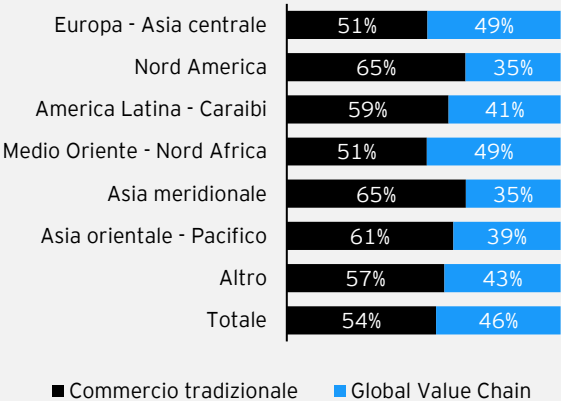
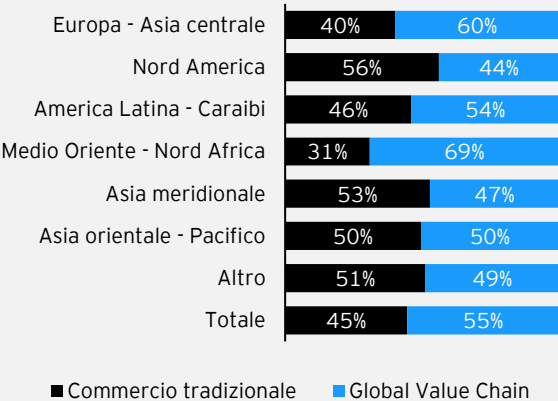


Figura 60: Esportazioni di beni manifatturieri, Italia - % commercio «tradizionale» e commercio GVC per destinazione, 2022



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Mondiale (WITS), si veda Borin et al. (2021), Economic Consequences of Trade and Global Value Chain Integration, Policy Research Working Paper 9785, World Bank Group. Commercio tradizionale: beni e/o servizi che attraversano solo una frontiera; Global Value Chains: beni e/o servizi che superano più di una frontiera.

A questo proposito si nota come, tra il 2010 ed il 2022, le esportazioni di beni italiani integrati all'interno delle catene globali del valore (GVC) siano andate crescendo indipendentemente dalla destinazione geografica delle esportazioni: se nel 2010 circa il 46% delle esportazioni di beni italiani era integrato all'interno delle catene del valore (ovvero superavano più di una frontiera), e di converso il 54% delle esportazioni di beni avveniva attraverso un tipo di commercio "tradizionale" (ovvero valicava una sola frontiera), nel 2022 queste percentuali si sono sostanzialmente ribaltate, registrando così il 55% di esportazioni di beni che avveniva all'interno delle catene globali del valore ed il 45% di beni che veniva esportato in modo "tradizionale".

La maggiore importanza dell'integrazione delle esportazioni all'interno delle catene globali del valore è testimoniata anche dalla crescita delle esportazioni totali per canale di esportazione. Questo rappresenta, infatti, una diversa prospettiva del fenomeno analizzato nei grafici precedenti. Tra il 2010 ed il 2022 la crescita complessiva delle esportazioni (circa €325 miliardi) è stata principalmente attribuibile ad una crescita delle esportazioni all'interno delle GVC (circa €210 miliardi). Le esportazioni (e più in generale il commercio) all'interno delle GVC possono essere, inoltre, ulteriormente scomposte a seconda dell'origine degli input e della destinazione dei beni esportati.

A questo proposito è possibile segmentare il commercio all'interno delle GVC in "Backward" (beni esportati i cui beni intermedi utilizzati provengono da altri paesi), "Forward" (beni che vengono consumati in paesi diversi rispetto a quello di destinazione delle esportazioni), "Mix" (ovvero beni che vengono consumati in paesi diversi rispetto a quello di destinazione delle esportazioni e prodotti tramite beni intermedi importati da altri paesi). Tenendo a mente questa destinazione, si nota come la componente "Forward" sia quella maggioritaria all'interno delle esportazioni integrate nelle catene globali del valore, dimostrando anche il ruolo dell'Italia come paese fornitore di beni intermedi.

Figura 61: Esportazioni di beni manifatturieri per destinazione, Italia - differenza 2010-2022, €, miliardi

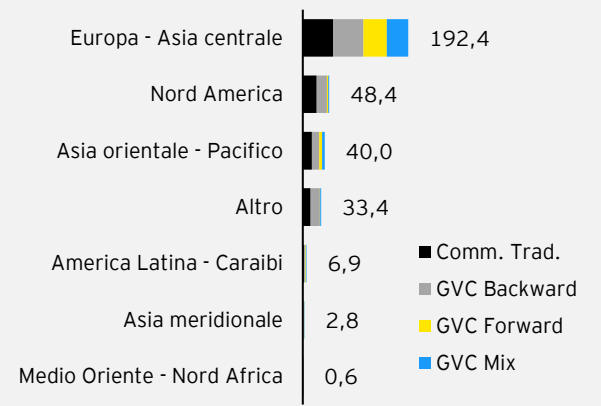
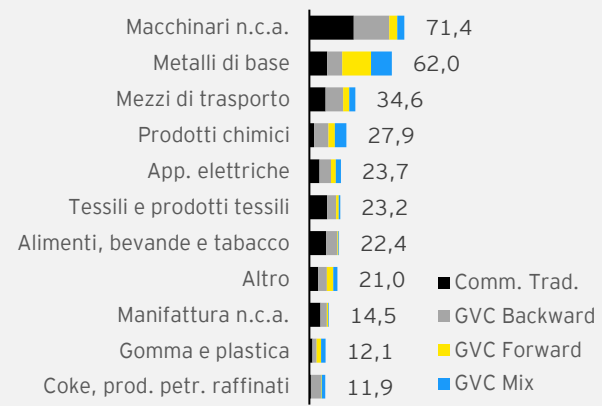


Figura 62: Esportazioni di beni manifatturieri per prodotto, Italia - differenza 2010-2022, € miliardi



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Mondiale (WITS), si veda Borin et al. (2021), Economic Consequences of Trade and Global Value Chain Integration, Policy Research Working Paper 9785, World Bank Group. Commercio tradizionale: beni che attraversano solo una frontiera; Global Value Chains: beni che superano più di una frontiera; GVC Backward: beni importati che vengono successivamente esportati; GVC Forward: beni esportati che vengono poi nuovamente esportati; GVC Mix: beni importati che vengono poi esportati per essere nuovamente esportati.

L'integrazione all'interno delle GVC per l'Italia è quindi un punto cruciale da tenere in considerazione nel parlare delle possibili forze e vulnerabilità del paese dal punto di vista commerciale. Un ulteriore elemento da tenere in considerazione è rappresentato dalla destinazione delle esportazioni. Se è vero che, da un punto di vista di macro-regioni globali, l'Europa rappresenta il primo mercato di sbocco dei beni italiani (circa €392 miliardi al 2024; a seguire l'Asia con circa €99 miliardi e successivamente l'America con €92 miliardi), è importante tenere a mente che gli Stati Uniti sono il secondo paese per dimensione delle esportazioni italiane (circa €65 miliardi) secondi solo alla Germania (circa €71 miliardi).

Figura 63: Esportazioni di beni manifatturieri per macro-regioni di destinazione, Italia - 2024, €, miliardi

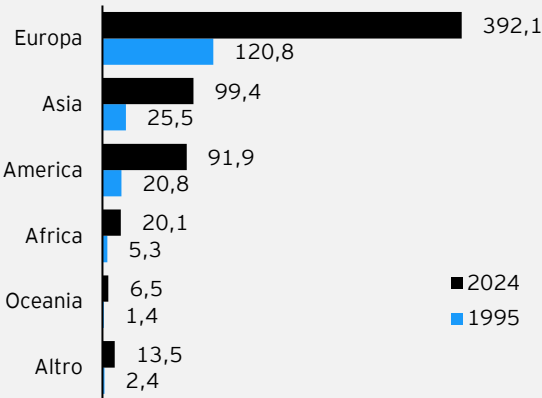
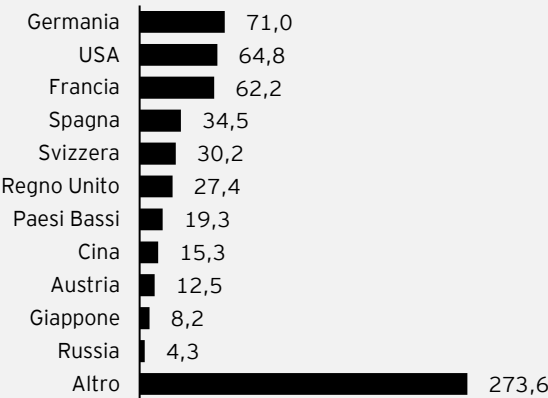


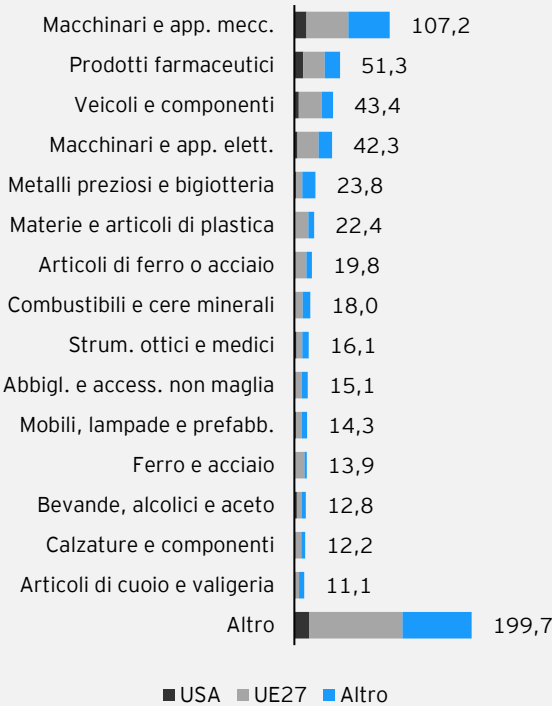
Figura 64: Esportazioni di beni manifatturieri per paese di destinazione, Italia - 2024, €, miliardi



Fonte: Elaborazioni EY su dati UN Comtrade.

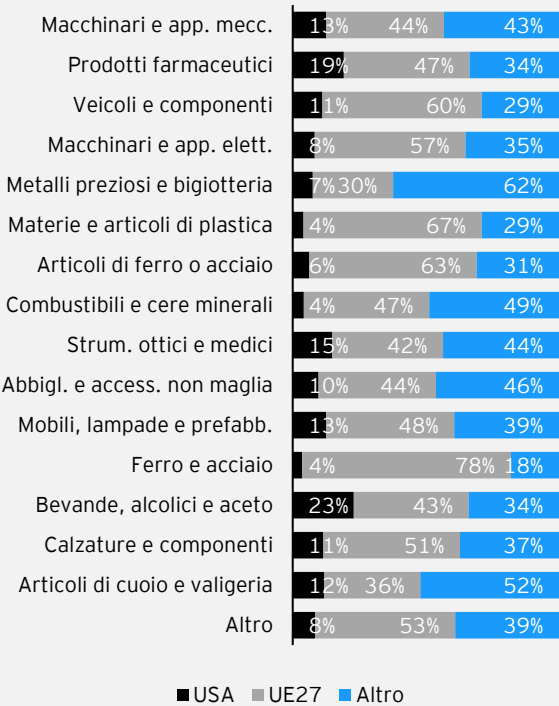
L'Italia risulta quindi esposta verso gli Stati Uniti, ma in misura minore rispetto a quanto sia esposta verso altri paesi o macro-regioni di riferimento, con una certa eterogeneità tra i diversi settori. Oltre che il valore assoluto delle esportazioni per ciascun bene verso gli USA, è interessante soffermarsi anche sul peso che il mercato statunitense ha sul totale delle esportazioni del bene stesso. Gli USA, infatti, rappresentano un mercato di importanza strategica per beni quali le bevande e gli alcolici (23% del totale delle esportazioni al 2024 è destinato agli USA), i prodotti farmaceutici (19%) e gli strumenti ottici e medici (circa il 15%).

Figura 65: Esportazioni di beni manifatturieri per destinazione, Italia - 2024, €, miliardi



■ USA ■ UE27 ■ Altro

Figura 66: Esportazioni di beni manifatturieri per destinazione, Italia - 2024, % per prodotto



■ USA ■ UE27 ■ Altro

Fonte: Elaborazioni EY su dati UN Comtrade.

Questa eterogeneità si traduce anche in un diverso impatto complessivo delle possibili misure protezionistiche e distorsive del commercio imposte dagli Stati Uniti a seconda della tipologia di bene considerato, con effetti eterogenei tra le diverse branche manifatturiere. Valutare i rischi delle scelte di politica commerciale in base alla sola esposizione direttamente osservabile dai dati di commercio internazionale è però fuorviante. L'Italia, così come altri paesi, è infatti esposta verso gli Stati Uniti anche in via indiretta: si pensi a questo proposito alle esportazioni di beni intermedi e semilavorati verso un paese che utilizza questi beni per produrre un bene che sarà a sua volta esportato negli Stati Uniti. Questo tipo di esposizione, quandanche non di facile quantificazione, rappresenta un ulteriore fattore di rischio per le esportazioni ed il commercio italiano.

Nel complesso, quindi, l'Italia presenta un grado di integrazione all'interno delle GVC significativo, il che rappresenta sia un punto di forza che di maggiore esposizione a cambiamenti delle politiche commerciali di altri paesi. Tra i vari aspetti positivi è da sottolineare la maggiore resilienza a possibili shock di domanda interna o commercio "tradizionale", essendo il bacino di riferimento ampio e diffuso tra le diverse regioni del mondo; dall'altro però una forte integrazione nelle GVC comporta una maggiore esposizione a shock esterni, che possono ripercuotersi nei diversi comparti e settori interni.

Gli effetti di un eventuale shock dipendono da numerosi fattori, quali (i) la natura dello shock; (ii) il posizionamento del paese e delle imprese nelle GVC (a monte o a valle - per chi è a monte si amplifica l'effetto di shock di domanda originati a valle e viceversa); (iii) la qualità del lavoro (gli shock colpiscono principalmente i fornitori poco qualificati e subordinati; le imprese in «GVC relazionali», cioè imprese qualificate con un ruolo decisionale attivo nella GVC, sono più protette dall'impatto negativo complessivo).⁸⁰

È importante inoltre considerare che molti degli scambi all'interno delle GVC sono scambi intra-gruppo, che presentano una minore sensibilità alle variazioni di prezzo dei beni intermedi: l'integrazione verticale rappresenta quindi un possibile elemento di riduzione degli effetti negativi delle interruzioni temporanee delle GVC.⁸¹ Inoltre, un elevato livello di specializzazione dei prodotti permette di fornire beni difficilmente sostituibili, anche in questo caso riducendo i possibili effetti negativi derivanti da specifici shock.

Infine, è necessario tenere a mente che la dipendenza da input strategici crea rischi significativi. I settori a monte, che producono input per una grande frazione del PIL, sono a rischio a livello sistemico, mentre i settori che producono output finali non generano rischi sistemici.⁸² Per esempio, si stima che il 15% delle aziende italiane sia esposto alla Cina attraverso l'approvvigionamento di input critici, che rappresentano circa il 25% del valore aggiunto e dell'occupazione nel settore manifatturiero.⁸³ Tali rischi vanno affrontati anche a livello di Unione Europea (e.g., partnership sulle materie prime, accordi multilaterali e bilaterali, ecc.).⁸⁴

⁸⁰ Acemoglu, D., Akcigit, U., & Kerr, W. (2016). Networks and the macroeconomy: An empirical exploration. *Nber macroeconomics annual*, 30(1), 273-335.; Barrot, J. N., & Sauvagnat, J. (2016). Input specificity and the propagation of idiosyncratic shocks in production networks. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(3), 1543-1592.; Borin, A., Mancini, M., & Taglioni, D. (2021). *Measuring exposure to risk in global value chains* (pp. 1-43). Washington, DC: World Bank.; Brancati, E., Brancati, R., & Maresca, A. (2017). Global value chains, innovation and performance: firm-level evidence from the Great Recession. *Journal of Economic Geography*, 17(5), 1039-1073.; Carvalho, V. M., & Tahbaz-Salehi, A. (2019). Production networks: A primer. *Annual Review of Economics*, 11(1), 635-663.

⁸¹ European Commission (2024). *Global trade outlook and the resilience of Global Value Chains*.

⁸² Dew-Becker, I. (2023). Tail risk in production networks. *Econometrica*, 91(6), 2089-2123.

⁸³ Borin, A., Cariola, G., Gentili, E., Linarello, A., Mancini, M., Padellini, T., & Sette, E. (2023). *Inputs in Geopolitical Distress: A Risk Assessment Based on Micro Data* Author-Name: Alessandro Borin. Bank of Italy Occasional Paper, (819).

⁸⁴ Amighini, A., Maurer, A., Garnizova, E., Hagemejer, J., Stoll, P. T., Dietrich, M., & Tentori, D. (2023). *Global value chains: Potential synergies between external trade policy and internal economic initiatives to address the strategic dependencies of the EU*. European Commission.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Nel primo trimestre del 2025 si è registrata una crescita congiunturale (rispetto al trimestre precedente) del PIL dello 0,3%. 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%, dopo una crescita di ugual misura nel trimestre precedente. I consumi privati mostrano una crescita contenuta (0,2%), mentre dal punto di vista del commercio estero le importazioni e le esportazioni hanno registrato una crescita sostenuta (rispettivamente 2,6% e 2,8%), per un contributo della domanda estera alla crescita di circa 0,1 punti percentuali. L'andamento delle scorte ha, invece, avuto un effetto negativo sulla crescita congiunturale, con un contributo negativo di 0,2 punti percentuali.

Spostandosi verso una prospettiva tendenziale, l'Italia ha registrato una crescita del PIL dello 0,7%, principalmente trainata dai consumi privati (0,6%, per un contributo alla crescita di 0,3 punti percentuali) e dagli investimenti (crescita dell'1,4%, per un contributo alla crescita di 0,3 punti percentuali). Un contributo negativo significativo si registra invece dalla componente estera (-0,9 punti percentuali) dovuta ad una forte crescita delle importazioni (4,3%).

Figura 67: Componenti del PIL, Italia - contributi alla crescita, punti percentuali

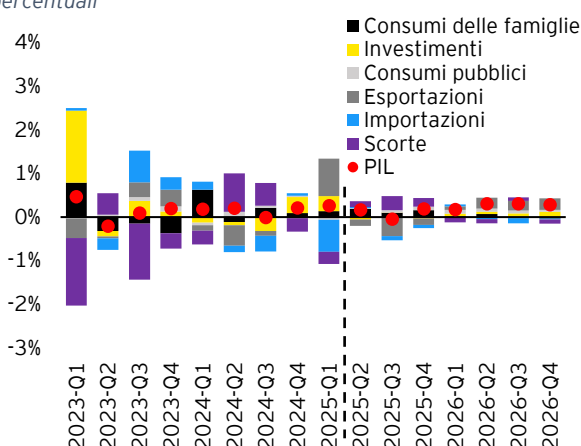
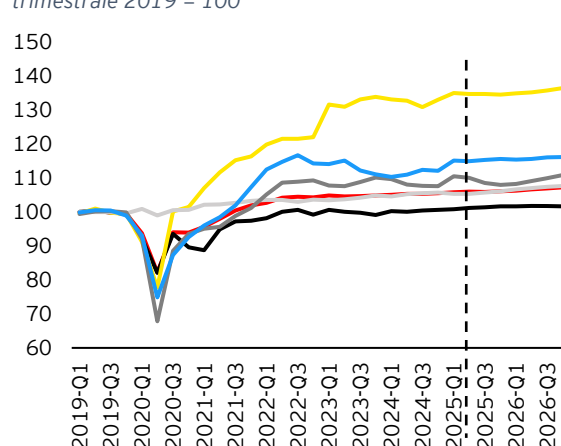


Figura 68: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat e previsioni EY. La linea tratteggiata rappresenta l'orizzonte di previsione. Le previsioni EY cominciano dal secondo 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 una crescita congiunturale dello 0,3% nel primo trimestre, ci si attende, nel secondo trimestre, una crescita più debole (0,2%) sostenuta principalmente dai consumi privati (crescita dello 0,3% a cui corrisponde un contributo positivo alla crescita di 0,2 punti percentuali). Il commercio estero contribuirà alla crescita negativamente (-0,1 punti percentuali), in modo simile a quanto atteso per gli investimenti (-0,1 punti percentuali). Il terzo ed il quarto trimestre saranno invece caratterizzati da un andamento dei consumi privati sostanzialmente in linea con quanto descritto nel secondo trimestre, ma il commercio estero contribuirà in negativo alla crescita in modo più significativo specialmente nel terzo trimestre, nel quale ci si attende una sostanziale stasi del PIL.

Nel complesso, per il 2025 si prevede una crescita dello 0,6% sostenuta da consumi ed investimenti, mentre la domanda estera contribuirà negativamente (-0,7 punti percentuali). Il 2026 vedrà invece una

crescita leggermente più dinamica (0,8%) grazie principalmente ai consumi privati (contributo alla crescita pari a 0,3 punti percentuali) e ad una possibile ripresa della produzione.

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIL, var. %	8,8%	5,0%	0,8%	0,5%	0,6%	0,8%
Consumi delle famiglie, var. %	5,8%	5,3%	0,4%	0,4%	0,9%	0,5%
Investimenti, var. %	21,5%	7,7%	9,2%	0,0%	1,8%	0,6%
Esportazioni, var. %	14,2%	10,6%	0,5%	-0,3%	1,0%	0,3%
Importazioni, var. %	16,0%	13,6%	-1,3%	-1,5%	3,4%	0,5%
Tasso di disoccupazione	9,5%	8,1%	7,7%	6,6%	6,5%	6,8%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	1,9%	8,2%	5,6%	1,0%	1,7%	1,9%
Deficit, % del PIL	-8,9%	-8,1%	-7,2%	-3,5%	-3,4%	-3,1%
Debito pubblico, % del PIL	146,1%	138,4%	134,6%	135,5%	135,4%	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 la crescita nel 2025 sia in buona parte supportata dagli investimenti pubblici (crescita del 7,7%), mentre risultano meno dinamici gli investimenti privati (0,6%). Queste differenze sono attese permanere anche nel 2026, dove gli investimenti privati sono previsti contrarsi leggermente (-0,2%) mentre gli investimenti pubblici continueranno a supportare la crescita (4,4%). Un'analisi più approfondita delle voci di investimento mostra come la debolezza degli investimenti privati sia sostanzialmente legata ad una contrazione degli investimenti in abitazioni (-2,8% nel 2025 e -2,9% nel 2026), dovuta a sua volta al termine degli incentivi pubblici (e.g., "Superbonus 110%").

Le altre categorie di investimento sono invece attese crescere: nel complesso degli investimenti pubblici e privati, gli investimenti in fabbricati non residenziali sono attesi sperimentare una crescita del 5,5% e 0,2% rispettivamente nel 2025 e 2026; gli investimenti in macchinari sono attesi mostrare una crescita del 2,8% e 3,3%; infine, gli investimenti in intangibili continueranno lungo il loro percorso di crescita, con un tasso del 3,3% e 2,1%.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, ci si aspetta un tasso di disoccupazione al 6,5% nel 2025 a cui farà seguito una leggera accelerazione (6,8%) nel 2026. L'inflazione rimarrà intorno alla soglia del 2% nel 2025 e 2026 (rispettivamente, 1,7% e 1,9%), in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

Il deficit pubblico è atteso al 3,4% nel 2025 ed al 3,1% nel 2026, mentre il rapporto del debito pubblico sul PIL si ridurrà, 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.



Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili al 13 giugno 2025.

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

- **Domanda estera di beni italiani:** si ipotizza una crescita complessiva al 2025 di circa l'1,8%, a cui seguirà una crescita più dinamica nel 2026 (superiore al 2%);
- **Gas naturale:** si assume che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 12,4 \$/mmbtu nel 2025; per il 2026 si ipotizza una quotazione media di 11,0 \$/mmbtu;
- **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio medio intorno ai 67,8\$ al barile nel 2025, raggiungendo una quotazione media di circa 62,5\$ al barile nel quarto trimestre del 2025,⁸⁵ e che si riduca ulteriormente nel 2026 (quotazione media di 60,4\$ al barile);
- **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,10;
- **Spesa pubblica:** sono state considerate le informazioni contenute nel Rapporto dell'UPB sulla politica di bilanci di giugno 2025,⁸⁶ e gli ultimi dati sul settore pubblico da contabilità nazionale ISTAT;
- **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza una riduzione dei tassi di interesse di 0,25 punti percentuali entro la fine del 2025, in linea con le attese mostrate nella *Bloomberg Survey of Economists* del 23-28 maggio; si considera un mantenimento costante dei tassi nel 2026. Ci si attende inoltre che il tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) mostri un differenziale con il tasso a breve termine in progressiva crescita.

Infine, tenuto conto dello scenario attuale caratterizzato da 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 nel periodo di previsione.

Rischi al rialzo

- **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:** una minore pressione della componente salariale sul livello dei prezzi può comportare una riduzione del rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- **Politica monetaria:** un'accelerazione dell'allentamento della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea potrebbe supportare la crescita nei paesi dell'Eurozona;
- **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 di materie prime e del commercio mondiale;
- **Accelerazione della domanda estera:** una maggiore crescita economica per partner commerciali importanti quali Cina, Germania e Stati Uniti, anche grazie alla fine dell'incertezza sulle politiche commerciali, si tradurrebbe in un contributo maggiore del commercio estero alla crescita italiana;

⁸⁵ Si fa riferimento al prezzo del Brent.

⁸⁶ Rapporto dell'UPB sulla politica di bilancio - giugno 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.upbilancio.it/rapporto-dellupb-sulla-politica-di-bilancio-giugno-2025/>.

- Nuova legislatura europea: le scelte di policy della nuova legislatura europea potrebbero 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: i conflitti attualmente in atto potrebbero non trovare una soluzione nel breve/medio periodo, aggiungendo incertezza ad un contesto mondiale già precario. A questo si potrebbe aggiungere un aggravarsi del conflitto tra Israele ed Iran.⁸⁷ 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, con conseguenze negative per il commercio mondiale;
- Politica monetaria più restrittiva: la BCE e le altre banche centrali mondiali potrebbero muoversi nuovamente verso una politica monetaria più restrittiva in caso di inflazione persistente o nuove pressioni inflazionistiche. 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, anche se in riduzione, 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 ai tassi di interesse più alti rispetto al periodo pre-pandemia, pone nuove sfide alla sua sostenibilità fiscale 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 esplicitare i propri effetti;⁸⁸
- 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.

⁸⁷ Per un'analisi sulle possibili implicazioni per le imprese di un peggioramento del conflitto tra Israele e l'Iran, si faccia riferimento a EY (2024) How potential Middle East conflict scenarios could affect businesses, https://www.ey.com/en_us/insights/strategy/how-potential-middle-east-conflict-scenarios-could-affect-businesses.

⁸⁸ 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 MModel for the Macroeconomy⁸⁹

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).⁹⁰ 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.

⁸⁹ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

⁹⁰ "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@parthenon.ey.com



Alberto Caruso

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



Luca Butiniello

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