

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°12 | Settembre 2025

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

Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati	9
03. Il quadro europeo	15
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	15
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	17
04. L'economia italiana	25
04.1 L'andamento dell'economia reale	25
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	27
04.3 Approfondimento: Analisi storica del mercato del lavoro	31
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	35
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	37
07. Appendice Tecnica	39

Executive summary

- L'economia mondiale mostra segnali di ripresa, con una crescita attesa del 3,0% nel 2025 e del 3,1% nel 2026. Le economie emergenti trainano il recupero, mentre le economie avanzate crescono più lentamente. L'inflazione globale è in calo, ma rimane superiore ai livelli pre-pandemici.
- L'incertezza rimane elevata, nonostante alcuni segnali di miglioramento. I prezzi delle materie prime rimangono su livelli superiori rispetto a quelli registrati nel periodo pre-pandemia, ma nel complesso seguono una traiettoria discendente. L'andamento del commercio globale risente del rallentamento degli scambi delle economie avanzate, mentre le economie emergenti registrano un andamento nel complesso positivo.
- Nell'Eurozona, dopo una crescita dello 0,9% nel 2024 ci si attende una leggera accelerazione nel 2025 (1,0%), seguita da una crescita più dinamica nel 2026 (1,2%). Il comparto industriale rimane in difficoltà, nonostante gli indici PMI per il settore mostrino un miglioramento negli ultimi mesi, mentre per il settore dei servizi il quadro si presenta più eterogeneo.
- Nell'ultimo incontro di settembre la BCE ha mantenuto i tassi di interesse di politica monetaria invariati (tasso sui depositi al 2,0%), tenuto anche conto delle previsioni sull'inflazione, attesa essere sotto controllo (2%). 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.
- A luglio l'industria italiana ha segnato il primo tasso di crescita tendenziale positivo dopo ventinove mesi consecutivi di crescita negativa. Se da un lato questo rappresenta un punto positivo, l'indice di produzione industriale continua a mostrare valori significativamente inferiori rispetto al 2021. Permane, inoltre, una forte eterogeneità tra i diversi comparti. Per quanto riguarda il settore dei servizi, il buon andamento del fatturato è determinato in buona parte da un aumento dei prezzi, mentre in termini di volume non si registra una crescita particolarmente incoraggiante.
- L'inflazione è sostanzialmente stabile (intorno all'1,6%), grazie alla persistenza della componente di fondo. Il mercato del lavoro continua a mostrarsi positivo, ma i redditi reali per ora lavorata sono ancora sotto i livelli del 2021.
- Il mercato del lavoro si conferma particolarmente solido secondo le stime, con il tasso di disoccupazione che scende al 6,4% nel 2025, con una leggera risalita stimata al 6,8% nel 2026. La crescita dell'occupazione è trainata principalmente dalle fasce di età più alte, in particolare dagli over-55, che hanno guadagnato circa 5 punti percentuali nella quota totale degli occupati tra il 2018 e il 2024. Negli ultimi dieci anni, ad eccezione del 2020, si è registrata una diminuzione consistente del numero di disoccupati (-50%) e di inattivi (-15%) nella fascia di età dei 20-64 anni.
- Le componenti del PIL hanno un andamento eterogeneo: nel secondo trimestre del 2025 si è registrata una sostanziale stasi dei consumi privati, mentre gli investimenti continuano ad avere una crescita dinamica (1,0% rispetto al trimestre precedente). È invece notevole la contrazione delle esportazioni, con una riduzione dell'1,7% dopo la crescita del 2,1% nel primo trimestre.
- In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,5% nel 2025 e dello 0,7% nel 2026, mentre il tasso di inflazione è atteso crescere dell'1,9% nel 2025 e 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.

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

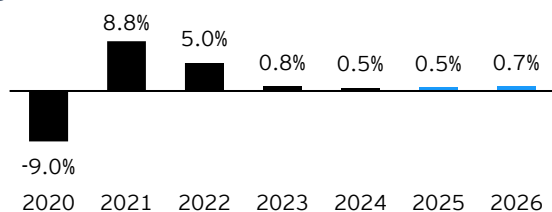
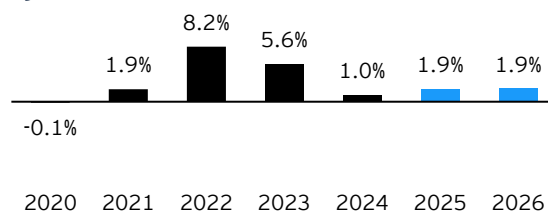


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Lo scenario globale

L'economia mondiale

L'economia globale è ancora caratterizzata da forti elementi di incertezza. Dopo le revisioni al ribasso della crescita globale condivise dal Fondo Monetario Internazionale nel suo World Economic Outlook di aprile 2025,¹ nell'ultima pubblicazione di luglio 2025 i tassi di crescita attesi per il 2025 e 2026 nelle principali economie globali sono stati invece rivisti al rialzo, a dimostrazione di una situazione ancora molto complessa.²

Nello specifico, l'economia mondiale è attesa crescere, nel 2025 e 2026, rispettivamente del 3,0% e 3,1% (0,2 e 0,1 punti percentuali in più nei due anni rispetto alle previsioni di aprile 2025).

Questo è il risultato di un miglioramento delle prospettive di crescita delle economie avanzate e, soprattutto, delle economie emergenti e dei paesi in via di sviluppo. In riferimento alle prime, infatti, ci si attende una crescita dell'1,5% e 1,6% nei due anni di analisi (con una revisione di 0,1 punti percentuali in entrambi gli anni), mentre per le seconde la revisione è stata più consistente (crescita del 4,1% e 4,0% con una revisione di 0,4 e 0,1 punti percentuali rispettivamente, grazie soprattutto ad una accelerazione dell'economia cinese).

Tra le economie avanzate, gli Stati Uniti sono attesi registrare una crescita dell'1,9% e 2,0% nel 2025 e 2026, con una revisione al rialzo nei due anni di 0,1 e 0,3 punti percentuali, a dimostrazione di effetti dell'incertezza economica potenzialmente meno negativi sull'economia statunitense entro il 2026; dall'altro lato l'Eurozona è attesa registrare una crescita più debole, rispettivamente dell'1,0% e 1,2%, con una revisione di 0,2 punti percentuali nel 2025 e nulla nel 2026.

Figura 3: PIL reale - var. %

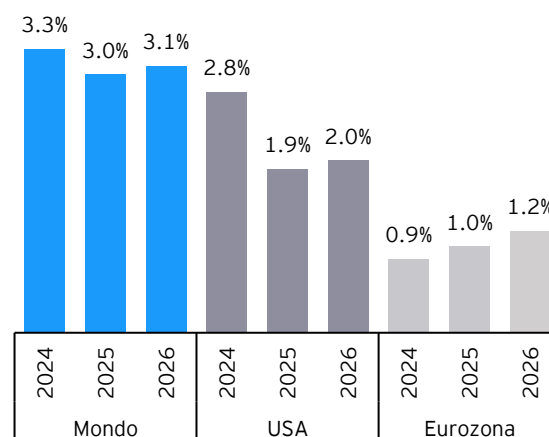
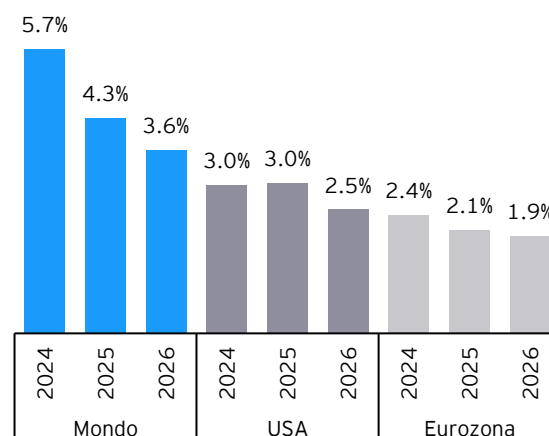


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati IMF World Economic Outlook, luglio 2025 per il PIL; IMF World Economic Outlook, aprile 2025 per i prezzi al consumo.

Nonostante le deboli revisioni al rialzo, rimane importante sottolineare il ruolo dell'incertezza, delle scelte di politica commerciale e di altri fattori nel definire l'andamento economico dei paesi in analisi.

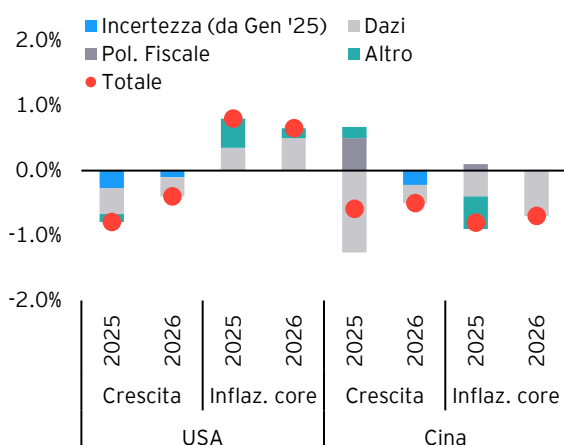
Nel confrontare le attese di crescita tra gennaio 2025 ed aprile 2025, il Fondo Monetario Internazionale ha infatti stimato che le revisioni al

¹ International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2025 - A Critical Juncture amid Policy Shifts.

² International Monetary Fund, World Economic Outlook Update, July 2025 - Global Economy: Tenuous Resilience amid Persistent Uncertainty.

ribasso della crescita per paesi come Stati Uniti e Cina fossero principalmente dovute all'effetto negativo dei nuovi dazi imposti dagli Stati Uniti; più articolato invece è l'effetto sull'inflazione di fondo (inflazione calcolata sul paniere di beni al netto delle componenti volatili quali l'energia e i beni alimentari freschi), dove le dinamiche analizzate sono stimate comportare un aumento dell'inflazione negli USA ed una riduzione in Cina a seguito di una riduzione dell'attività economica.³

Figura 5: Variazione delle previsioni di crescita e di inflazione core del FMI tra gennaio e aprile 2025



Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

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%).

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%).

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).⁴

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.

Nonostante il rientro dell'inflazione, è importante tenere a mente che gli alti tassi sperimentati negli anni precedenti, uniti ad un tasso di inflazione ancora non completamente sotto controllo in alcuni paesi, possono rappresentare un rischio ancora importante dal punto di vista finanziario in diversi paesi avanzati ed economie emergenti, a causa sia dei maggiori costi per lo svolgimento delle attività (e.g., costo del lavoro, costo per specifici servizi), sia per la volatilità dei costi e dei ricavi legati all'andamento dei tassi di interesse di politica monetaria. Da questo punto di vista, un recente studio del Fondo Monetario Internazionale ha mostrato come circa il 3% delle banche nelle economie avanzate e il 6% delle banche nei paesi emergenti presentino al momento un'esposizione al rischio di inflazione e tasso di interesse paragonabile a quella della Silicon Valley Bank nel periodo immediatamente precedente al suo fallimento.^{5,6}

In generale, 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 più alta di quella registrata nel periodo pandemico, nonostante una riduzione negli ultimi mesi.

³ IMF Blog (2025), The Global Economy Enters a New Era. Per maggiori informazioni, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2025/04/22/the-global-economy-enters-a-new-era>.

⁴ IMF World Economic Outlook, October 2024.

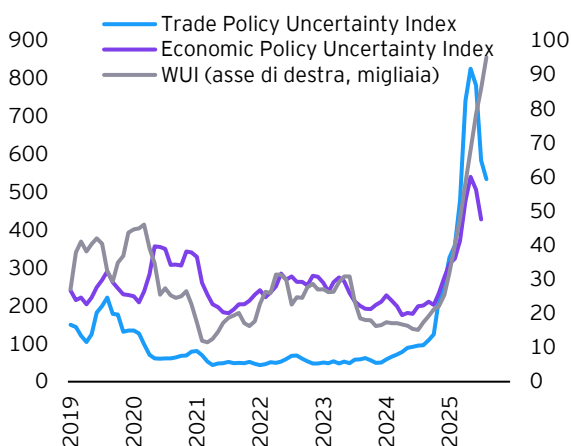
⁵ Bergant, K., Kirti, M. D., Hakamada, M. M., & Mano, R.

(2025). *Inflation and Bank Profits: Monetary Policy Trade-offs* (No.

2025/001). International Monetary Fund, Staff Discussion Notes No. 2025/001, <https://doi.org/10.5089/9798400294723.006>.

⁶ IMF Blog (2025), Rising Rates May Trigger Financial Instability, Complicating Fight Against Inflation. Per maggiori informazioni, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2025/02/13/rising-rates-may-trigger-financial-instability-complicating-fight-against-inflation>.

Figura 6: Indici di incertezza, Mondo - medie trimestrali

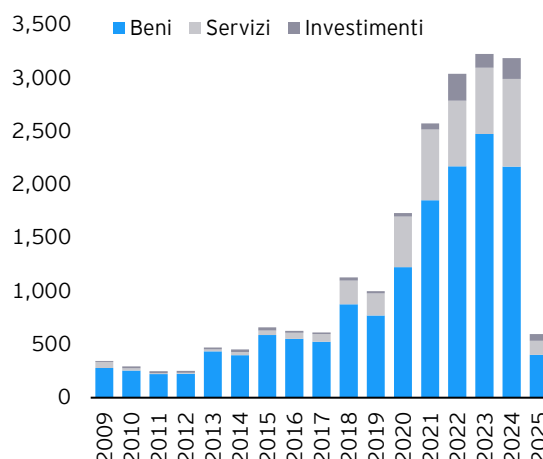


Fonte: Elaborazioni EY su dati Caldara et al. (2019),⁷ Economic Policy Uncertainty database. WUI: World Uncertainty Index. Ultimo dato disponibile: agosto 2025.

L'incertezza commerciale è anche dovuta al numero crescente di misure protezionistiche già attuate 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 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.

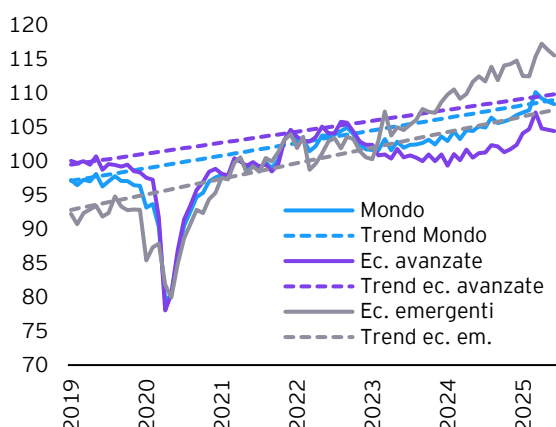
Gli effetti delle nuove politiche commerciali e delle possibili ritorsioni da parte dei paesi colpiti potrebbero tradursi in un rallentamento ulteriore del commercio mondiale di beni. Analizzando l'andamento del commercio di beni negli ultimi mesi, e confrontandolo con l'andamento desumibile dalle dinamiche 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 la 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 (ed in via di sviluppo), si nota però come tale 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.

⁷ 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.

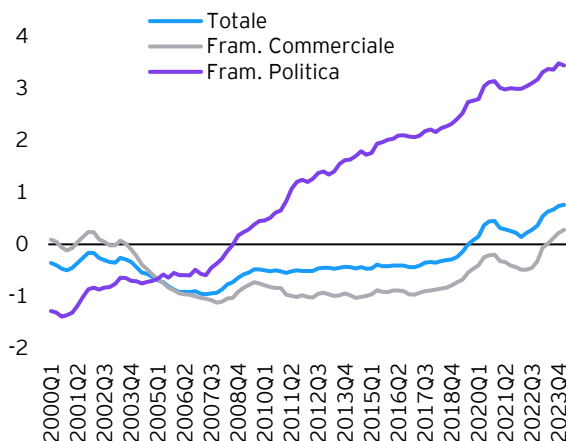
Figura 8: Commercio di beni in volume e trend lineare (2010-2019), Mondo - indice, 2021=100



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

La frammentazione commerciale in atto tra diverse economie globali si accompagna ad una frammentazione geopolitica, fenomeno in atto dal periodo successivo alla crisi finanziaria del 2007-2008.

Figura 9: Indice di frammentazione geopolitica

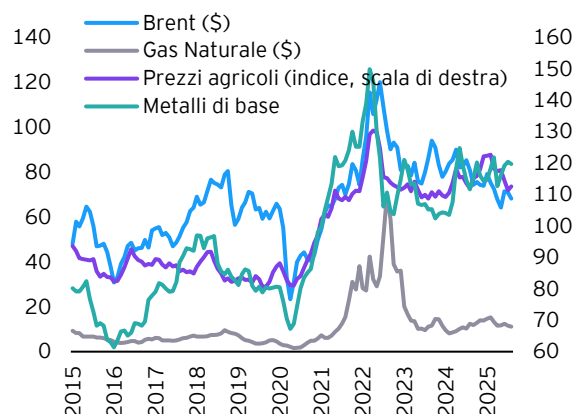


Fonte: Banca Mondiale. L'indice di frammentazione geopolitica estrae il fattore comune tra vari indicatori relativi al commercio, alla finanza, alla mobilità delle persone, all'instabilità geopolitica e al disallineamento, così come in Fernández-Villaverde, J., T. Mineyama, D. Song. 2025. "Are We Fragmented Yet? Measuring Geopolitical Fragmentation and Its Causal Effects." NBER Working Paper 32638, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Un valore più alto implica una maggiore frammentazione. Ultima osservazione: 2024-Q1.

La frammentazione complessiva e l'incertezza che ne scaturisce rappresentano dei fattori negativi per l'economia mondiale, comportando una riduzione della domanda aggregata a seguito di una minore fiducia e una possibile riduzione del reddito dei consumatori nel medio termine; l'incertezza comporta inoltre un potenziale rallentamento degli investimenti e del commercio globale,^{8,9} nonché possibili effetti sull'andamento dei prezzi delle materie prime.

A questo proposito, il prezzo medio del Brent, ad agosto 2025 è stato pari a 68,2 \$/bbl,¹⁰ in calo rispetto a quanto registrato nel mese precedente (71,0 \$/bbl). Dopo il minimo registrato a maggio 2025 (64,2 \$/bbl), il prezzo del petrolio ha registrato un incremento a giugno e luglio dovuto alle maggiori tensioni legate allo scontro Iran-USA ed alla questione mediorientale e clima di incertezza in generale.

Figura 10: 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: agosto 2025.

Le tensioni tra Iran e USA dei mesi scorsi hanno riportato all'attenzione il tema dei prezzi delle materie prime energetiche, nello specifico del petrolio e, più in generale, della fragilità dell'approvvigionamento delle catene globali del valore.

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.

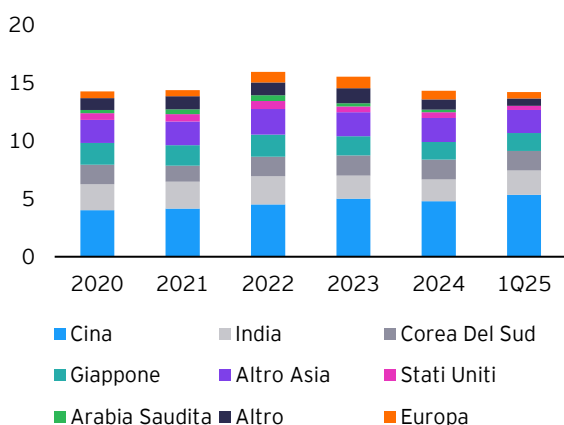
⁹ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo. 2020. "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty." *Journal of Monetary Economics* 109: 38-59.

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

A titolo di esempio, anche se non di stretta attualità, si pensi allo Stretto di Hormuz, punto nevralgico attraverso il quale transitano volumi di petrolio pari a circa il 20% del totale mondiale, in territorio iraniano. L'interruzione, anche parziale, di questi flussi a seguito delle maggiori tensioni tra USA e Iran avrebbe comportato (e comporterebbe) un aumento del prezzo del greggio significativo.¹¹

Oltre che per il petrolio, lo Stretto di Hormuz rappresenta un punto nevralgico anche per il transito di gas, essendo un punto di passaggio per circa il 20% dell'LNG globale.¹²

Figura 11: Volume di greggio trasportato attraverso lo Stretto di Hormuz per paese di destinazione, milioni di b/g



Fonte: Elaborazioni EY su dati U.S. Energy Information Administration (EIA).

In riferimento al gas naturale quotato sul mercato europeo, questo si è assestato, ad agosto, intorno ai valori registrati nei mesi precedenti, con una quotazione pari a 11,1 \$/mmtbu¹³, nonostante l'incremento registrato a giugno (12,4 \$/mmtbu). La quotazione complessiva continua quindi lungo il suo percorso discendente, dopo l'incremento registrato tra il 2024 ed i primi mesi del 2025.

I prezzi dei beni agricoli, dopo una accelerazione tra gli ultimi mesi del 2024 ed i primi mesi del 2025, sono posizionati su una

tendenza al ribasso, registrando una riduzione rispetto ai valori dei primi mesi dell'anno.

Infine, i metalli di base hanno registrato un aumento di circa il 7% rispetto ai valori dello stesso mese dell'anno precedente. L'aumento delle quotazioni fa riferimento ai principali componenti dell'indice (e.g., alluminio, rame, piombo, stagno, zinco) con la sola eccezione del nickel. 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 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

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.¹⁵ 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

¹¹ US EIA (2025). Amid regional conflict, the Strait of Hormuz remains critical oil chokepoint, <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=65504>.

¹² US EIA (2025). About one-fifth of global liquefied natural gas trade flows through the Strait of Hormuz, <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=65584>.

¹³ Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

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

prezzi, con impatti negativi crescenti sull'economia globale.¹⁶

Nel complesso, la situazione geopolitica ed economica rimane ancora complessa, caratterizzata da una elevata incertezza circa gli sviluppi futuri degli assetti mondiali. Le previsioni di crescita risentono delle possibili misure distorsive del commercio, mentre i prezzi delle materie prime, nonostante il loro parziale rientro, continuano a mostrare dei valori superiori a quelli registrati precedentemente la crisi pandemica.

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 secondo trimestre del 2025 una crescita dello 0,8% (3,3% il tasso di crescita annualizzato),¹⁷ dopo una contrazione congiunturale dello 0,1% nel primo trimestre dell'anno.

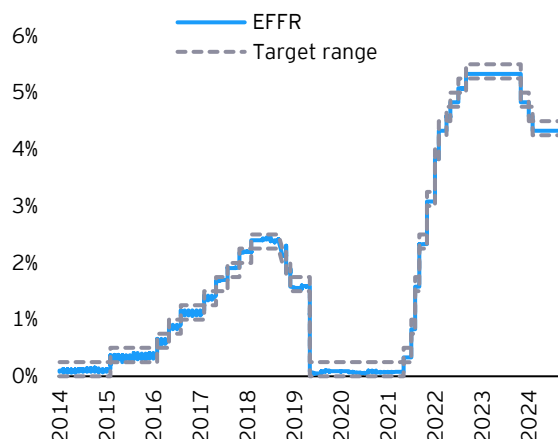
Questo risultato è dovuto principalmente ad un contributo positivo della componente del commercio estero (1,4 punti percentuali) e ad una crescita dei consumi privati (crescita congiunturale dello 0,4% per un contributo positivo di 0,3 punti percentuali). In riferimento alle esportazioni nette, il risultato positivo è legato ad una forte contrazione delle importazioni (-8,5%) e ad una modesta contrazione delle esportazioni (-0,3%).

In contrazione anche gli investimenti privati, che segnano una riduzione del 3,6% rispetto al trimestre precedente, a cui corrisponde un contributo negativo alla crescita congiunturale pari a -0,7 punti percentuali.¹⁸

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti ha registrato, negli ultimi mesi, una leggera ripresa. Si pensi, a questo proposito, che a luglio 2025 l'inflazione è

stata del 2,7%, valore in linea con quanto registrato a giugno e maggiore rispetto alla media dei tre mesi precedenti (marzo-maggio, 2,4%). Una dinamica simile si registra anche per gli altri indici dei prezzi (ad esempio il Personal Consumer Expenditure Price Index).¹⁹

Figura 12: Tassi di riferimento di politica monetaria della Federal Reserve, Stati Uniti



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

Nonostante l'andamento del tasso di inflazione (non ancora in linea con i target della Banca Centrale), la Federal Reserve ha deciso, nel suo ultimo incontro, di procedere con una riduzione dei tassi di riferimento di politica monetaria, ponendosi su un range compreso tra il 4,00% ed il 4,25%.²⁰

La scelta della Federal Reserve si inserisce in un contesto di andamento economico incerto, accompagnato da un andamento del mercato del lavoro in rallentamento. Si ricorda, a questo proposito, che la Banca Centrale statunitense ha un doppio mandato statutario che le indica il perseguimento della piena occupazione e gestione dell'andamento dei prezzi.

Come accennato, però, il mercato del lavoro appare in rallentamento. Ad agosto la crescita del numero di occupati è stata pari a 22.000 unità, dopo una crescita di 79.000 unità nel mese

¹⁶ Alvarez, Jorge, Mehdi Benatiya Andaloussi, Chiara Maggi, Alexandre Sollaci, Martin Stuermer, and Petia Topalova. 2023. "Goeconomic Fragmentation and Commodity Markets." IMF Working Paper 2023/201.

¹⁷ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

¹⁸ Gross Domestic Product, 2nd Quarter 2025 (Second Estimate) and Corporate Profits (Preliminary),

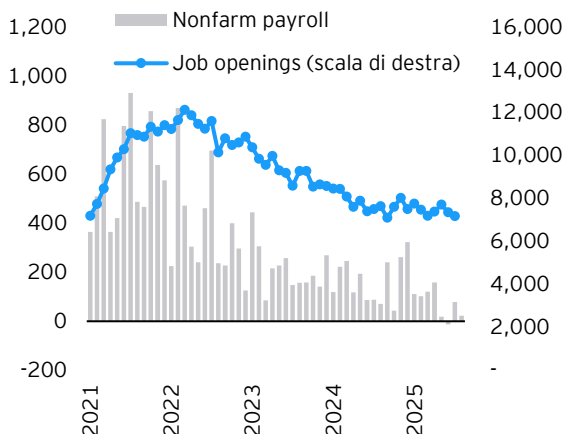
<https://www.bea.gov/news/2025/gross-domestic-product-2nd-quarter-2025-second-estimate-and-corporate-profits-preliminary>.

¹⁹ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/data/personal-consumption-expenditures-price-index>.

²⁰ Federal Reserve issues FOMC statement, 17 September 2025, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250917a.htm>.

precedente. Dall'altro lato, i nuovi posti di lavoro (*job openings*) mostrano una tendenza stabile da metà 2024, dopo il picco raggiunto nel 2022, con valori superiori alle 7.000 unità mensili. Il tasso di disoccupazione rimane sostanzialmente stabile sopra al 4%.²¹

Figura 13: Variazione nel numero di nonfarm payroll e apertura di nuovi posti di lavoro - USA



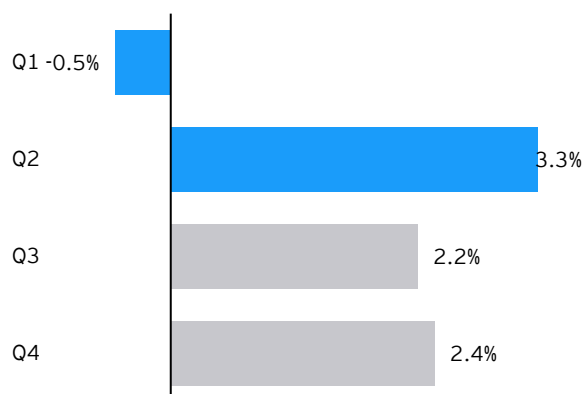
Fonte: Elaborazioni EY su dati Bureau of Labor Statistics (BLS). Con *nonfarm payroll* si fa riferimento al numero di lavoratori statunitensi nell'economia esclusi i proprietari delle aziende, i dipendenti delle famiglie, i volontari non retribuiti, i dipendenti delle aziende agricole e i lavoratori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

In riferimento ai dettagli dell'andamento dell'economia statunitense negli ultimi mesi, i dati più recenti mostrano come a luglio 2025 la spesa per consumi abbia segnato una crescita rispetto al mese precedente (0,3%), dopo una crescita più debole nel mese precedente (0,1%).²² La crescita è dovuta principalmente ad un incremento della spesa per il consumo di beni (0,9% a luglio, dopo una leggera contrazione nel mese precedente pari a -0,1% ed una riduzione più marcata a maggio, pari al -0,7%), e ad una più modesta crescita della spesa per servizi (0,1%, crescita di entità simile a quella sperimentata nel mese precedente e successiva).

L'attività del comparto industriale e manifatturiero si mostra incerto: il primo registra,

a luglio 2025, una lieve contrazione (-0,1%) rispetto al mese precedente (dopo una crescita dello 0,4% a giugno 2025 ed una crescita dello 0,1% a maggio 2025); un andamento simile si registra per il comparto manifatturiero, caratterizzato da una sostanziale stasi nel mese di luglio che segue una crescita dello 0,3% e 0,2% rispettivamente nei mesi di giugno e maggio. In termini tendenziali la produzione industriale e la produzione manifatturiera mostrano un andamento incoraggiante, con una crescita dell'1,4% in entrambi i casi.²³

Figura 14: PIL 2025 - USA, var. % QoQ annualizzata



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Le barre grigie rappresentano le previsioni disponibili per i prossimi trimestri (New York Fed Staff Nowcast). I tassi di variazione sono annualizzati. Ultimo aggiornamento: 20 Agosto 2025.

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di agosto 2025 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra il -0,56% ed il +3,04%, con una mediana dell'1,34%,²⁴ 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 terzo e

²¹ Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empst.htm>.

²² Personal Income and Outlays, July 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2025/personal-income-and-outlays-july-2025>.

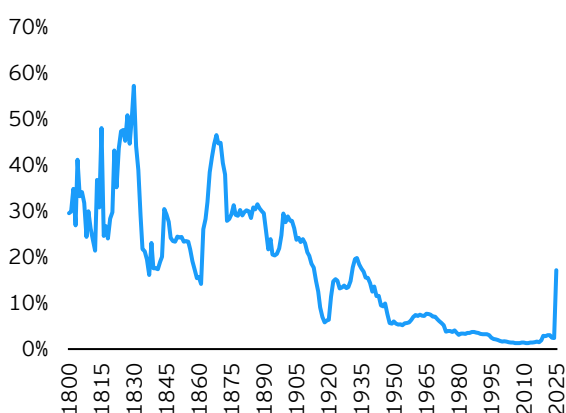
²³ Industrial Production and Capacity Utilization, July 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/q17/current/default.htm>.

²⁴ 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>.

quarto trimestre del 2025, un tasso di crescita annualizzato²⁵ rispettivamente del 2,2% e 2,4%.²⁶

Nel commentare l'economia statunitense è importante considerare le recenti scelte di politica commerciale e i relativi cambiamenti repentini, che rappresentano un ulteriore fattore di incertezza per l'economia statunitense e mondiale. L'aliquota effettiva attualmente applicata dagli Stati Uniti verso il resto del mondo è circa il 17%, un valore che non si registrava dalla prima metà del '900. Questo dato è significativo considerato il potenziale effetto negativo sulla crescita e sull'inflazione globale.

Figura 15: Aliquota tariffaria media effettiva, USA



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

A questo proposito si fa riferimento all'analisi di scenario condotta dalla Banca Mondiale. In questo esercizio, sono stati individuati due scenari (*downside* e *upside*) a seconda della maggiore o minore severità delle politiche commerciali imposte dagli Stati Uniti.²⁷

Nel primo scenario (*downside*) si ipotizza un aumento medio ponderato dell'aliquota tariffaria di circa 10 punti percentuali rispetto allo scenario configuratosi a maggio 2025, con conseguenti ritorsioni da parte dei partner commerciali. Il rinnovato aumento delle tensioni commerciali comporta anche un aumento più persistente dell'incertezza e una crescente volatilità nei mercati finanziari. L'effetto complessivo sulla crescita globale sarebbe di una riduzione di 0,5 e 0,4 punti percentuali nel 2025 e nel 2026 rispetto

allo scenario di base. In questo scenario, l'impatto sulla crescita delle economie avanzate e sui paesi in via di sviluppo nel 2025 è sostanzialmente simile, poiché lo shock globale sui mercati finanziari e sulla fiducia complessiva comporterebbe una riduzione generalizzata dell'attività economica. Gran parte dell'effetto sulla crescita globale è attribuibile alla minore domanda globale in un contesto di forte aumento delle barriere commerciali, con conseguente calo dei prezzi dell'energia. Questi due aspetti sono attesi ridurre l'inflazione mondiale di 0,4 punti percentuali rispetto allo scenario base nel 2025, prima che la pressione al rialzo sui prezzi derivante dall'aumento dei dazi si manifesti nel suo complesso, portando un aumento del tasso di inflazione di 0,5 punti percentuali al di sopra dello scenario base nel 2026. In questo contesto, le banche centrali di molte economie avanzate e dei paesi emergenti e in via di sviluppo non potranno attuare un significativo allentamento della politica monetaria a supporto delle economie negli anni successivi.

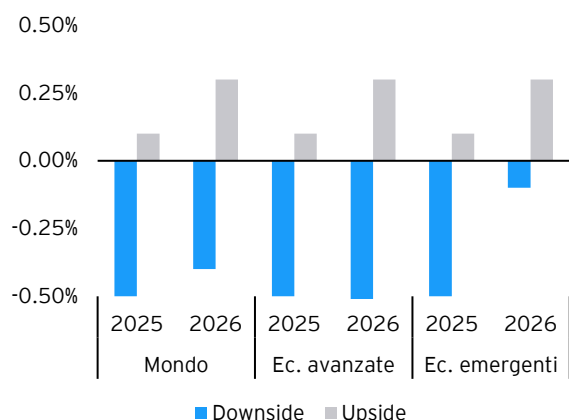
Nel secondo scenario (*upside*) l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti, pur rimanendo al di sopra dei livelli del 2024, è attesa ridursi di circa la metà rispetto allo scenario di base (che fa riferimento alla situazione configuratasi a fine maggio 2025); a questo è attesa una revoca di tutte le politiche commerciali di ritorsione. Un simile risultato potrebbe verificarsi a seguito di negoziati tra gli Stati Uniti e i loro principali partner commerciali, che porterebbero a una serie di accordi commerciali bilaterali e a un generale allentamento delle tensioni commerciali. Si ipotizza che la riduzione delle aliquote tariffarie sia accompagnata da una diminuzione dell'incertezza e da un miglioramento del clima di fiducia a partire dalla seconda metà del 2025. Il contesto commerciale più favorevole e il miglioramento diffuso della fiducia determinerebbero un aumento della crescita globale di 0,1 e 0,3 punti percentuali nel 2025 e nel 2026 rispetto allo scenario di base. L'impatto è atteso essere simile tra le varie economie.

²⁵ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

²⁶ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

²⁷ World Bank, Global Economic Perspective, June 2025.

Figura 16: Variazione della crescita mondiale nei diversi scenari - punti percentuali



Fonte: Banca Mondiale.

Regno Unito

Nel Regno Unito si è registrata una crescita dello 0,3% nel secondo trimestre del 2025, successiva ad una crescita più dinamica nel primo trimestre del 2025 (0,7%) e ad una crescita moderata nell'ultimo trimestre del 2024 (0,1%). La performance del primo trimestre 2025 è dovuta principalmente ad una debole crescita dei consumi privati (0,1%), ad una crescita significativa dei consumi della pubblica amministrazione (1,2%), ad un modesto contributo delle esportazioni nette ed una contrazione degli investimenti (-1,1%).²⁸

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 maggio e giugno, a luglio il settore dei servizi è tornato a registrare una crescita debole pari allo 0,1%.²⁹

Anche il settore delle costruzioni si mostra in espansione, registrando a luglio una crescita dello 0,2%, dopo una crescita dello 0,3% registrata a giugno ed una contrazione dello 0,5% a maggio.³⁰ Infine, in relazione all'industria, nel mese di luglio si è registrata una contrazione dello 0,9% che fa seguito ad un'espansione dello 0,7% e ad una

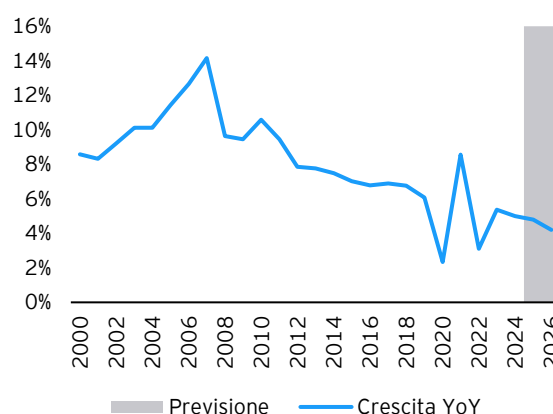
contrazione dell'1,3% rispettivamente nei mesi di giugno e maggio 2025.³¹

Infine, in riferimento all'andamento dei prezzi, ad agosto il tasso di inflazione è rimasto sostanzialmente invariato rispetto a quanto registrato nel mese precedente (3,8%), in aumento rispetto al dato di giugno (3,6%) e di maggio (3,4%). Il tasso di inflazione nel Regno Unito continua a seguire quindi una traiettoria ascendente, se si considera che a fine 2024 il valore si attestava al 2,5%. Il tasso di inflazione core rimane anch'esso elevato e sostanzialmente stabile intorno a valori leggermente superiori al 3,5% (3,6% ad agosto, 3,8% a luglio, 3,7% a giugno).³²

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 4,8%, seguita da una crescita del 4,2% nel 2026), ma rappresenta una tendenza di lungo termine in atto dal periodo successivo alla crisi finanziaria (2008).

Figura 17: PIL, Cina - var. %



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

²⁸ GDP first quarterly estimate, UK: April to June 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/apriltojune2025>.

²⁹ Office for National Statistics, Index of Services, UK: July 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/july2025>.

³⁰ Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: July 2025,

<https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/july2025>.

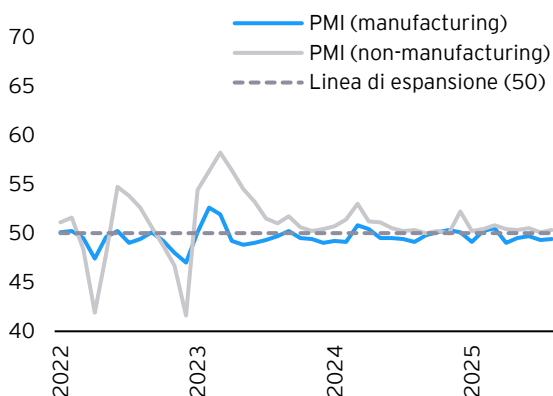
³¹ Office for National Statistics, Index of Production, UK: July 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/july2025>.

³² Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: August 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/august2025>.

Analizzando gli ultimi dati, l'economia cinese mostra una variazione del PIL nel secondo trimestre del 2025 del 5,2% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 5,4% nei due trimestri precedenti. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, il PIL ha registrato un incremento nel secondo trimestre dell'1,1%, dopo una crescita dell'1,2% e 1,6% rispettivamente nel primo trimestre del 2025 e nell'ultimo trimestre del 2024.³³

Il comparto industriale è in leggero rallentamento: nel mese di luglio il valore aggiunto è cresciuto, rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, del 5,7%, dopo aver registrato nel mese di giugno una crescita del 6,8%. La crescita registrata a luglio è in parte dovuta alla crescita del valore aggiunto della produzione di altri mezzi di trasporto (variazione annuale del 13,7%) e della produzione di macchinari e apparecchiature elettriche (10,2%).³⁴

Figura 18: Purchasing Managers Index (PMI), attività manifatturiere e non manifatturiere, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati National Bureau of Statistics of China. Ultimo dato disponibile: agosto 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 sostanzialmente in linea con la soglia di espansione (50).³⁵

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione degli investimenti tra gennaio e luglio del 2025 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente del 12%, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.³⁶

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita cumulata degli investimenti tra gennaio e luglio del 2025 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente si attesta all'1,6%, con una dinamica fortemente più debole da maggio 2025 (crescita cumulata gennaio-aprile pari al 4,0%, seguita da una crescita cumulata gennaio-maggio e gennaio-giugno pari rispettivamente al 3,7% e 2,8%).³⁷

In riferimento alle vendite al dettaglio, a luglio 2025 si è registrata una crescita annuale (rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) del 3,7%, inferiore rispetto a quanto registrato a giugno (4,8%) e a maggio (6,4%). Tra le diverse categorie di beni, gli elettrodomestici e i mobili hanno registrato i maggiori tassi di crescita (rispettivamente 28,7% e 20,6%).³⁸

Dal punto di vista del commercio estero, le esportazioni hanno registrato, a luglio 2025, una crescita tendenziale dell'8,0% a fronte di un aumento delle importazioni del 4,8%.³⁹ Considerati questi dati e analizzando i valori registrati nei mesi precedenti, nel complesso al momento non si notano dei segnali di debolezza dovuti alla forte incertezza commerciale dovuta principalmente alle scelte di politica commerciale statunitense.

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

³³ Preliminary Accounting Results of GDP for the Second Quarter and First Half of 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202507/t20250728_1960507.html.

³⁴ Industrial Production Operation in April 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202505/t20250526_1959952.html.

³⁵ Purchasing Managers' Index for August 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202508/t20250807_1960606.html.

³⁶ Investment in Real Estate Development from January to July 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202508/t20250821_1960856.html.

³⁷ Investment in Fixed Assets from January to July 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202508/t20250821_1960855.html.

³⁸ Total Retail Sales of Consumer Goods in July 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202508/t20250821_1960854.html.

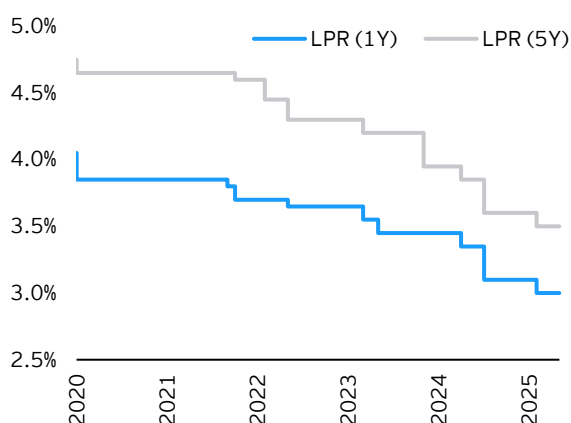
³⁹ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La crescita annuale delle esportazioni si attesta al 8,1% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al -0,2%.

fronte anche attraverso specifiche misure fiscali⁴⁰ e monetarie.

Dal punto di vista monetario è da considerare come i tassi di interesse di politica monetaria continuino a rimanere contenuti rispetto a quanto registrato negli anni precedenti, 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% ad agosto 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).⁴¹

Figura 19: Loan Prime Rate (LPR) ad 1 e 5 anni, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati People Bank of China. Ultimo dato disponibile: agosto 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.⁴²

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),⁴³ il rallentamento della crescita della produttività (considerata la sua transizione verso lo status di economia avanzata),⁴⁴ 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 2038.⁴⁵

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, degli effetti delle misure distorsive del commercio implementate e relativo rallentamento del commercio, e dei prezzi delle materie prime caratterizzati ancora da un livello elevato rispetto al periodo pre-pandemia.

⁴⁰ The State Council Information Office of the People's Republic of China, "China vows 'highly proactive' fiscal policy to shore up economy". Per maggiori informazioni,

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

⁴¹ Per maggiori informazioni,

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

⁴² Rotunno, L., & Ruta, M. (2024). Trade Implications of China's Subsidies. IMF Working Paper WP/24/180, 2024 Aug.

⁴³ 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.

⁴⁴ 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.

⁴⁵ 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

Dopo una crescita congiunturale dello 0,6% nel primo trimestre del 2025, l'Eurozona ha registrato una crescita del PIL più moderata (0,1%). Questo dato riflette una crescita del PIL dello 0,7% in Spagna e dello 0,3% in Francia, mentre si registra una contrazione in Germania (-0,3%) e in Italia (-0,1%).

Dal punto di vista tendenziale, cioè confrontando il secondo trimestre del 2025 con il secondo trimestre dell'anno precedente, la crescita del PIL nell'Eurozona è pari all'1,5%, un valore simile a quello registrato nel primo trimestre del 2025 (1,6%). Anche in questo caso, il dato è la risultante di una crescita dinamica in Spagna (2,8%) ed una crescita positiva ma meno significativa per Germania, Francia e Italia (rispettivamente, 0,2%, 0,8% e 0,4%).

Figura 20: PIL e contributi per paese, Eurozona - var. % YoY

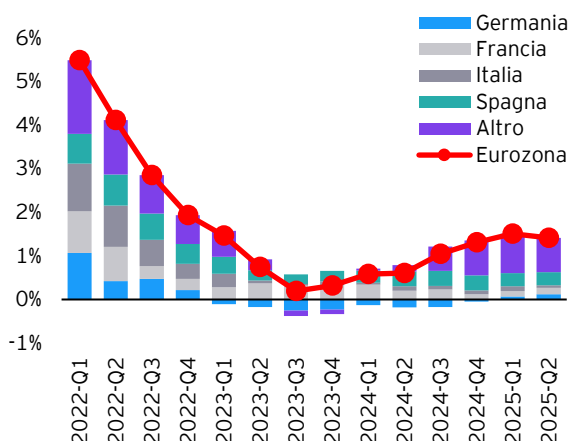
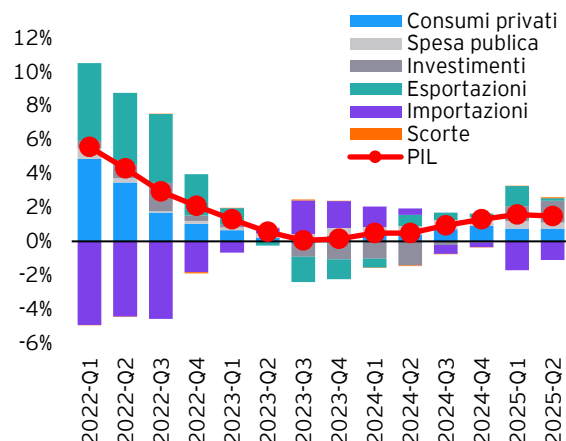


Figura 21: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Dal punto di vista delle componenti del PIL, a trainare la crescita nel secondo trimestre del 2025 sono stati principalmente i consumi privati e gli investimenti (con un contributo positivo alla crescita rispettivamente pari a 0,7 e 1,3 punti percentuali); seguono i consumi pubblici (0,4 punti percentuali), mentre la domanda estera ha contribuito negativamente, con una crescita più sostenuta delle importazioni rispetto alle esportazioni.

La produzione industriale dell'Eurozona mostra a giugno 2025 una leggera ripresa in termini tendenziali, anche grazie ai tassi di crescita registrati a marzo e maggio (rispettivamente, 3,8% e 2,9%). A giugno 2025 si è registrata una crescita modesta dell'indice della produzione industriale (0,5%), ma si tratta del quinto mese consecutivo di crescita tendenziale positiva dell'industria dell'Eurozona. Dal punto di vista congiunturale, però, è stata registrata una contrazione significativa (-1,3%) dopo la crescita dell'1,1% a maggio e la riduzione del 2,5% ad aprile. Nel complesso, quindi, l'indice della produzione industriale mostra un'industria nell'Eurozona ancora caratterizzata da elementi di debolezza, con dei valori vicini ma leggermente al di sotto dei valori medi del 2021.

Nello specifico dei principali paesi dell'unione monetaria, l'industria tedesca ed italiana continua a mostrare un andamento non positivo, con valori ben al di sotto della media registrata nel 2021 e con un andamento sostanzialmente stabile.

Figura 22: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

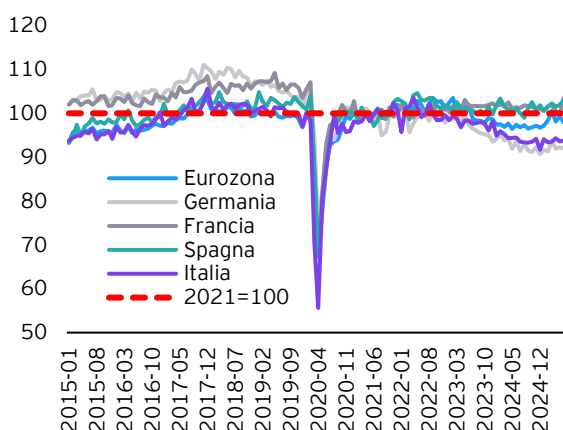
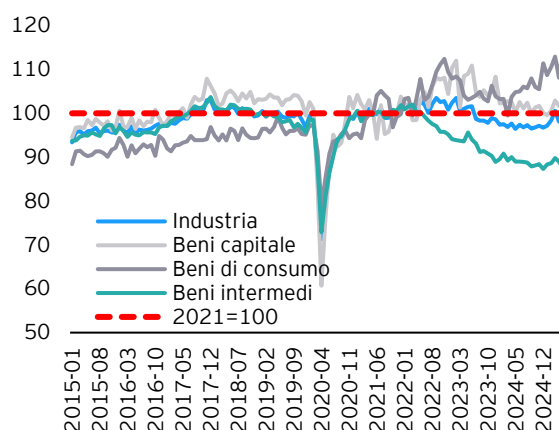


Figura 23: Produzione industriale per tipologia di bene, Eurozona - indice, 2021=100



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: giugno 2025.

Analizzando le principali macrocategorie dei beni industriali, la produzione dei beni intermedi mostra le maggiori criticità: giugno rappresenta, infatti, il trentasettesimo mese consecutivo di contrazione tendenziale (interrotte solo dalla lieve crescita di marzo 2025) con una riduzione dell'1,9%, che segue una riduzione dell'1,7% del mese precedente. Da un punto di vista congiunturale, invece, a giugno si è registrata una contrazione dello 0,2% rispetto a maggio, dopo una contrazione significativa dell'1,7% e dello 0,9% nei due mesi precedenti. Risulta invece in una traiettoria di crescita la produzione di beni di consumo, nonostante dei movimenti altalenanti negli ultimi mesi (contrazione congiunturale del 4,3% a giugno, dopo una crescita del 6,8% a maggio).

I numeri appena descritti mostrano quindi una situazione congiunturale complessa per l'industria europea. In questo contesto, i paesi europei stanno lavorando all'implementazione di politiche industriali per affrontare la crescente frammentazione geopolitica, per stimolare la produttività e accelerare la transizione verde (si pensi ad esempio al Green Deal o all'*Important Projects of Common European Interests*, IPCEI). Strategie ben mirate possono correggere eventuali fallimenti di mercato, migliorare l'efficienza produttiva e sfruttare economie di scala; tuttavia, anche quando progettate con attenzione, politiche industriali "unilaterali" possono generare esternalità produttive negative, con effetti sfavorevoli sulla produzione e riducendo possibili vantaggi comparati, creando eccessi di offerta e peggiorando i termini di scambio, con possibili effetti negativi per lo stesso paese che le attua. Un maggiore coordinamento tra paesi, a questo proposito, consentirebbe un'ottimizzazione complessiva del settore industriale, evitando rilocalizzazioni inefficienti e creando incentivi reciproci all'adozione di politiche più efficienti.⁴⁶

Continuando l'analisi di dati congiunturali, l'analisi degli indicatori PMI⁴⁷ per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e tempestivi sull'andamento dei principali settori dell'economia. Partendo dall'analisi degli indici relativi al settore manifatturiero, la percezione generale degli operatori è in miglioramento nei quattro principali paesi dell'Eurozona, con Germania, Francia e Italia per i quali si registra una tendenza positiva e crescente rispetto ai mesi precedenti, riportando così i valori vicini alla soglia di espansione (50); andamento ancor più positivo per la Spagna, dove l'indice mostra dei valori ampiamente sopra il livello di riferimento appena citato, a dimostrazione di un clima sostanzialmente positivo degli operatori del settore.

Situazione diversa, invece, per il settore dei servizi, per il quale si registrano delle dinamiche in parte più articolate. Nello specifico, per Francia e Germania l'indice segna dei valori prossimi o inferiori alla soglia di

⁴⁶ Andrew Hodge, Roberto Piazza, Fuad Hasanov, Xun Li, Maryam Vaziri, Atticus Weller, and Yu Ching Wong. "Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective", *IMF Working Papers* 2024, 249 (2024), accessed July 18, 2025, <https://doi.org/10.5089/9798400295690.001>.

⁴⁷ 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.

espansione (in calo per la Germania, in aumento per la Francia), mentre per Spagna ed Italia l'indice registra valori al di sopra della soglia di espansione ma con un andamento più o meno costante.

Figura 24: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

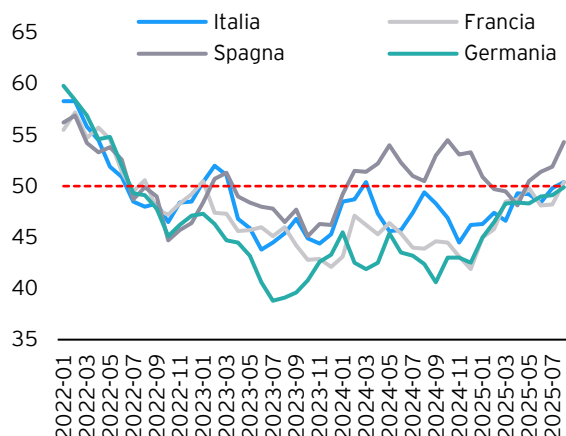
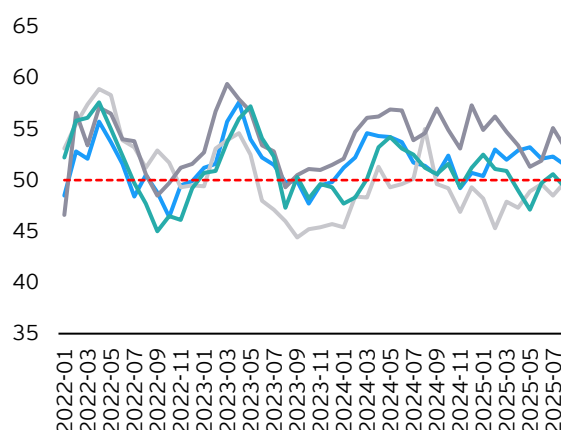


Figura 25: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



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

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

L'11 settembre 2025 la Banca Centrale Europea ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della politica monetaria,⁴⁸ tenuto conto dell'andamento e delle prospettive di inflazione (intorno al 2%), nonché del contesto generale e delle possibili dinamiche che possono comportare un rialzo dell'indice dei prezzi.

L'ultima *Survey of Professional Forecasters* (terzo trimestre 2025)⁴⁹ della Banca Centrale Europea conferma le attese della BCE in merito all'andamento del tasso di inflazione. Questo è atteso, infatti, al 2,0% nel 2025, 1,8% nel 2026 e 2,0% nel 2027, con una revisione al ribasso per il 2025 ed il 2026 di 0,2 punti percentuali, in modo simile a quanto presentato nelle *ECB staff projections* di settembre 2025.⁵⁰ I rispondenti hanno individuato nel calo dei prezzi dell'energia, in particolare del petrolio e del gas naturale, alcuni dei fattori di riduzione dell'inflazione complessiva nell'orizzonte temporale di previsione; a questo si aggiunge, inoltre, l'apprezzamento dell'euro che comporta un effetto "disinflazionistico" (minore costo relativo dei beni denominati in dollari). Dall'altra parte, alcuni rispondenti hanno sottolineato la possibile persistenza di inflazione della componente dei beni alimentari, a seguito di specifici fattori dal lato dell'offerta e di fattori climatici.

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 centrale⁵¹ si attestano quindi rispettivamente al 2,15%, al 2,40% e al 2,00 %.

⁴⁸ ECB, Monetary policy decisions, 11 September 2025. Per maggiori informazioni,

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp250911~6afb7a9490.en.html>.

⁴⁹ The ECB Survey of Professional Forecasters, Third quarter of 2025, July 2025. Per maggiori informazioni,

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/pdf/ecb.spf2025q3.en.pdf.

⁵⁰ ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2025. Per maggiori informazioni,

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202509_ecbstaff~c0da697d54.en.pdf.

⁵¹ 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.

Figura 26: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

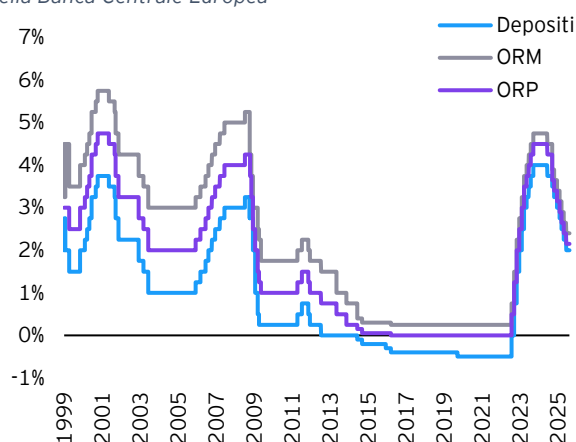
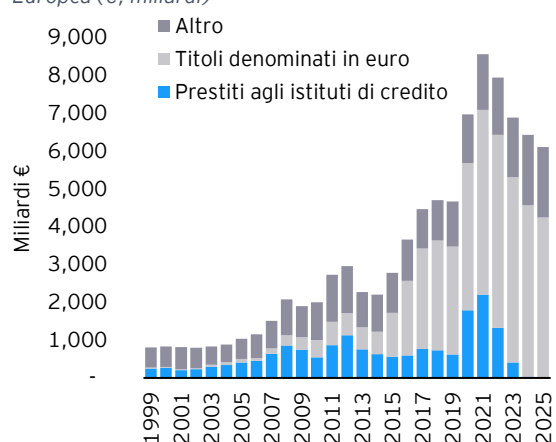


Figura 27: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



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 2025 fa riferimento al *weekly financial statement* del 1 agosto 2025.

Soffermendosi sugli effetti della politica monetaria restrittiva posta in essere negli anni precedenti, questa non solo ha permesso un rientro dell'inflazione verso valori in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi, ma ha anche avuto 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”⁵² insieme a significativi aumenti degli spread sui titoli di stato, deprezzamenti delle valute locali e una riduzione significativa della produzione.⁵³ 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 un cambio flessibile.

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.

⁵² 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).

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

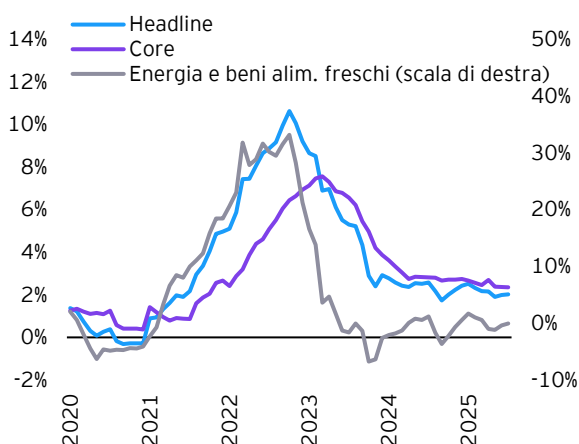
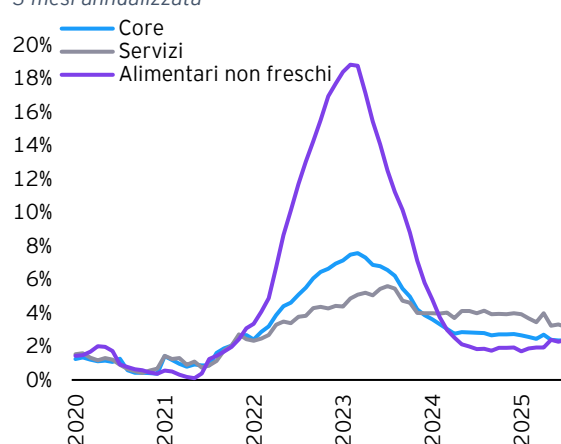


Figura 29: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % 3 mesi su 3 mesi annualizzata



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. La misura *headline* considera tutti i beni nel paniere di calcolo della variazione dei prezzi; la misura *core* considera i beni del paniere *headline* al netto di energia e beni alimentari freschi. I tassi fanno riferimento ai tassi armonizzati. Ultimo dato disponibile: luglio 2025.

A luglio l'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi) si è attestata nell'Eurozona al 2,0%. Il dato si mostra in linea con l'obiettivo della BCE, nonostante permangano fonti di rischio per possibili aumenti dell'inflazione (e.g., tensioni geopolitiche); in merito all'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)⁵⁴ continua a mostrare valori più elevati e persistenti (2,4% a luglio, valore simile al dato registrato nei due mesi precedenti). 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.

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).⁵⁵

L'analisi dell'andamento dei prezzi al consumo e, in particolare, della componente energetica, è importante anche dal punto di vista dell'occupazione. Uno studio della Banca Centrale Europea ha infatti dimostrato come una crescita persistente del 10% dei prezzi dell'energia (nello specifico, dell'energia elettrica) possa comportare una riduzione fino al 2% dell'occupazione nei settori a maggiore intensità energetica,⁵⁶ con possibili ulteriori conseguenze negative (e.g., ad una riduzione dell'occupazione nella manifattura di prodotti high-tech corrisponde una ulteriore maggiore riduzione del numero di occupati nel settore dei servizi ad esso connessi).⁵⁷ Questi effetti sono attesi essere ancora più significativi nelle aree in cui sono concentrate imprese manifatturiere ad alto consumo energetico, tra cui la Germania meridionale, la Ruhr, l'Italia settentrionale e, sebbene in misura minore, il Belgio settentrionale.

Un altro studio della Banca Centrale Europea ha sottolineato come l'aumento dei tassi di interesse necessario per gestire un aumento dei tassi di inflazione (ad esempio dovuti ad uno shock dei prezzi

⁵⁴ 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.

⁵⁵ Allayioti, A., Górnicka, 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.

⁵⁶ How enduring high energy prices could affect jobs. The ECB Blog, May 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250505~86c88d726c.en.html>.

⁵⁷ Bijmens, G. et al. (2021), "The interplay between green policy, electricity prices, financial constraints and jobs: firm-level evidence", Working Paper Series, No 2537, ECB.

dell'energia) comporti degli effetti negativi sull'occupazione.⁵⁸ Nello specifico, uno studio condotto sulla Lettonia, Estonia e Lituania mostra come una politica monetaria restrittiva comporti un calo persistente delle *job openings*, mentre politiche espansive ne stimolano l'aumento. In media, un incremento inatteso di 1 punto percentuale nei tassi a breve riduce le *job openings* del 2% in un arco di tempo di circa 15 giorni nei paesi analizzati.

Giova ricordare, a questo proposito, che l'aumento del prezzo dell'energia non comporta in ogni caso un diretto e lineare aumento dell'inflazione: l'effetto sull'andamento dei prezzi al consumo, infatti, dipende da specifiche caratteristiche settoriali (e.g., elasticità dei prezzi al variare dei costi dell'energia), nonché dalla presenza di fattori di trasmissione non-lineari tra i prezzi dell'energia e i prezzi al consumo.^{59,60}

Come accennato precedentemente, l'inflazione di fondo rimane ancora alta. Questo dipende anche dall'andamento della componente dei servizi all'interno del paniere considerato per l'analisi dell'inflazione: la crescita salariale nel settore dei servizi svolge infatti un ruolo cruciale nell'andamento dei prezzi dei servizi, con possibili effetti persistenti sul livello generale dei prezzi.⁶¹

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

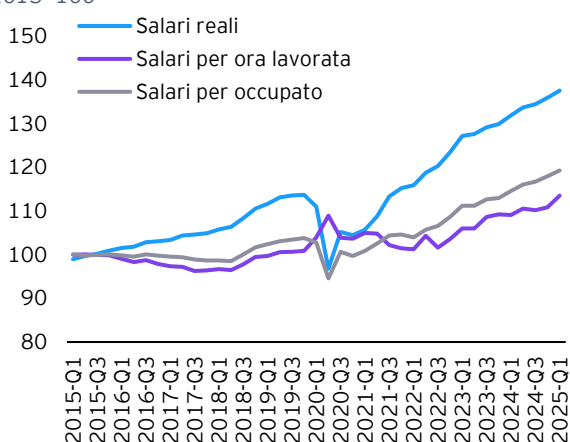
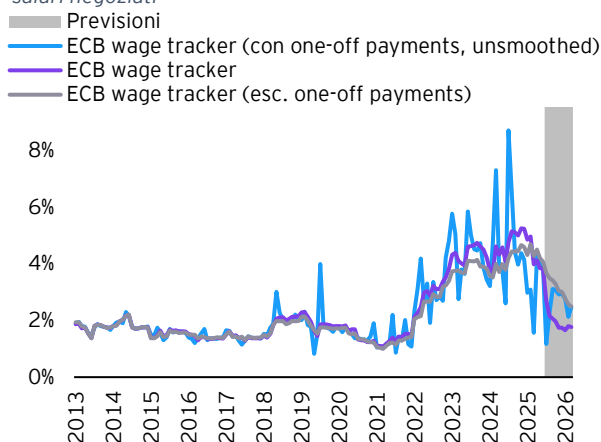


Figura 31: ECB wage tracker, Eurozona - crescita dei salari negoziati



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

Se quindi le dinamiche della componente dei servizi nel paniere dell'indice dei prezzi sta giocando un ruolo importante nella persistenza dell'inflazione nell'Eurozona, è importante considerare che queste pressioni si stanno riducendo negli ultimi mesi. L'*ECB wage tracker* ci offre, a questo proposito, delle indicazioni interessanti. Questo indicatore fa leva su un'ampia e dettagliata base di dati provenienti dai contratti collettivi del lavoro, raccogliendo ed aggregando, in questo modo, informazioni sulla crescita salariale dagli accordi tra sindacati e associazioni di datori di lavoro.⁶² Uno dei vantaggi dell'indicatore è quello di fornire informazioni tempestive anche su accordi entrati in vigore recentemente.⁶³

Nonostante l'*ECB wage tracker* non sia quindi uno strumento di previsione, questo indicatore può fornirci delle informazioni a più alta frequenza, potenzialmente anticipando quindi quelli che saranno i dati strutturati derivanti dalla contabilità nazionale o da altre fonti. I dati mostrati, che considerano gli accordi

⁵⁸ Cevik, S., Fan, A., & Naik, S. (2025). Monetary Shocks and Labor Markets: Evidence from Online Job Vacancy Postings. IMF Working Papers, 2025(058). Retrieved Jul 18, 2025, from <https://doi.org/10.5089/9798229004251.001>.

⁵⁹ Alvarez, J. A., & Kroen, T. (2025). The Energy Origins of the Global Inflation Surge. IMF Working Papers, 2025(091). Retrieved Jul 18, 2025, from <https://doi.org/10.5089/9798229008310.001>.

⁶⁰ Bobeica, E., Holton, S., Huber, F., & Hernández, C. M. (2025). Beware of large shocks! A non-parametric structural inflation model. ECB Working Paper Series No 3052.

⁶¹ Chen, S., & Igan, D. (2024). Inflation and Labor Markets: A Bottom-Up View October 2024. IMF Working Paper WP/24/220, 2024 Oct.

⁶² The headline "ECB wage tracker" aims to track the annual growth of employees' salaries at any point in time and includes one-off payments smoothed over the twelve months that follow each payment. As one-off payments can make series very volatile, smoothing them renders the series easier to interpret and more aligned to their economic intent (that they cover a period of time even if they are disbursed in one payment). The ECB wage tracker also publishes an indicator with unsmoothed one-off payments.

⁶³ Lane, P. (2024), "[Underlying inflation: an update](#)", Speech at the Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024 organised by the Federal Reserve Bank of Cleveland and the ECB; Bing, M., S. Holton, G. Koester, and M. Roca I Llevadot (2024): "[Tracking euro area wages in exceptional times](#)", ECB Blog post, 23 May 2024; Gornicka, L. and G. Koester (eds) (2024): "[A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#)", Occasional Paper Series, No 338, ECB.

firmati fino a giugno 2025, puntano ad una riduzione delle tensioni dal punto di vista dei salari durante il 2025 e 2026. Questo fenomeno sembra ancora più accentuato per la serie che non considera i pagamenti "eccezionali" (one-off payments)⁶⁴ che sono stati erogati nel 2024 per far fronte ad esigenze specifiche (ad esempio bonus) e che non saranno più erogati nel 2025.⁶⁵

Oltre al mercato del lavoro, il tema dell'inflazione è strettamente legato all'andamento del credito bancario. Gli effetti che l'attuale livello dei tassi ha sul credito bancario sono desumibili dall'ultima edizione della Bank Lending Survey⁶⁶ dell'Eurozona, la quale offre degli spunti interessanti.⁶⁷ Nel secondo trimestre del 2025, le banche dell'Eurozona hanno registrato una sostanziale stabilità delle condizioni di offerta del credito alle imprese (percentuale netta di banche pari a -1%). Questo dato fa seguito a un lieve irrigidimento degli standard di credito per i prestiti alle imprese nel primo trimestre del 2025 (percentuale netta del 3%), che è stata però inferiore a quanto previsto dalle banche nell'indagine precedente (attese di una percentuale netta del 5%).

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

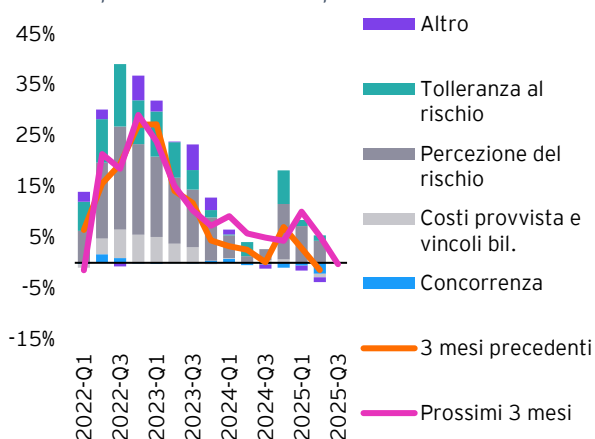
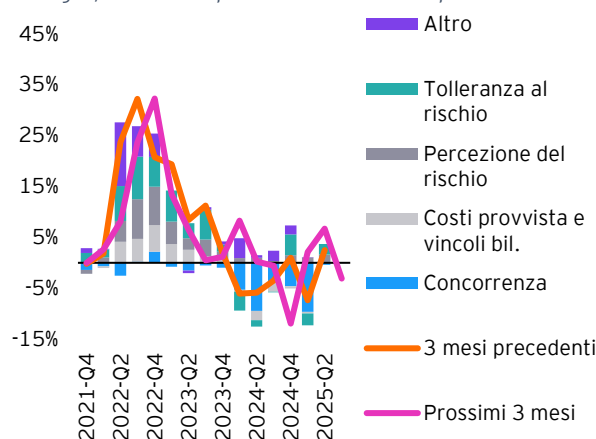


Figura 33: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



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

Tra i principali paesi dell'Eurozona, le banche in Germania hanno segnalato un irrigidimento netto delle condizioni di offerta per i prestiti alle imprese, quelle in Italia un allentamento netto, mentre in Spagna e in Francia le condizioni sono rimaste sostanzialmente invariate. I rischi percepiti legati alla situazione economica generale e alle prospettive di specifici settori hanno contribuito a un irrigidimento delle condizioni di offerta in tutti e quattro i principali paesi dell'Eurozona. Altri fattori importanti da considerare sono l'incertezza geopolitica attuale e le tensioni commerciali che non hanno giocato però, secondo i rispondenti, un ruolo significativo nella restrizione delle condizioni di offerta.

La concorrenza da parte di altre banche e, in misura minore, di intermediari non bancari, ha avuto un effetto di allentamento netto sulle condizioni di offerta per i prestiti alle imprese. Tra i quattro principali paesi dell'area dell'euro, l'effetto di allentamento dovuto alla concorrenza è stato principalmente registrato in Italia. La tolleranza al rischio delle banche dell'Eurozona, così come il costo della raccolta e la solidità di

⁶⁴ Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr241218_1-1acca7fac8.en.html.

⁶⁵ New data release: ECB wage tracker continues to show easing wage pressures, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250730-a2ed7e7d9e.en.html>.

⁶⁶ 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.

⁶⁷ The euro area bank lending survey - Second quarter of 2025.

bilancio, hanno invece avuto un impatto sostanzialmente neutro. Per il terzo trimestre del 2025, le banche dell'Eurozona si attendono delle condizioni di offerta invariati per i prestiti alle imprese (percentuale netta pari a 0%), siano essi prestiti per piccole e medie imprese, o imprese di grandi dimensioni.

In riferimento al credito alle famiglie, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un lieve irrigidimento netto delle condizioni di offerta per i mutui per l'acquisto di abitazioni nel secondo trimestre del 2025 (percentuale netta di banche pari al 2%). Il leggero irrigidimento netto segue un allentamento degli standard di credito nel primo trimestre (-7%) ed è stato il più elevato dalla conclusione del ciclo di rialzi nel terzo trimestre del 2023. Tuttavia, il dato è risultato inferiore alle attese (7%). Tra i quattro principali paesi dell'Eurozona, le banche in Germania hanno riportato un irrigidimento netto, mentre in Spagna, Francia e Italia le condizioni di offerta sono rimaste invariate.

L'aumento dei rischi percepiti e la minore tolleranza al rischio sono stati i principali fattori alla base dell'irrigidimento netto delle condizioni di offerta, mentre l'effetto di allentamento derivante dalla concorrenza, osservato dalla fine del 2023, è stato sostanzialmente nullo. L'impatto restrittivo dovuto alla percezione del rischio è stato determinato da preoccupazioni riguardo alla situazione economica generale e alla solvibilità dei debitori, fattore segnalato in particolare dalle banche in Germania e Francia. In Germania, la minore tolleranza al rischio è risultata il principale elemento di irrigidimento delle condizioni di offerta. Per il terzo trimestre del 2025, le banche dell'area dell'euro si attendono un allentamento delle condizioni di offerta per i mutui per l'acquisto di una abitazione (percentuale netta pari a -3%).

Se da un lato quindi la Bank Lending Survey della BCE mostra un miglioramento delle condizioni di offerta di credito nell'Eurozona, che si riflette in un andamento positivo del credito, è importante notare come gli elevati tassi di interesse, soprattutto nei trimestri precedenti, abbiamo comportato un peggioramento della capacità di ripagare il debito contratto dalle famiglie dell'Eurozona. Questo peggioramento è stato più marcato nei casi di debito a tasso variabile, che quindi ha risentito maggiormente dell'aumento dei tassi di interesse di politica monetaria necessario per far fronte all'elevato tasso di inflazione,⁶⁸ un fenomeno simile a quanto avvenuto a seguito della grande crisi finanziaria del 2007-2008.⁶⁹

Inoltre, maggiori tassi di interesse comportano generalmente un aumento della quota di nuovi prestiti a tasso variabile (e viceversa in caso di riduzione del livello dei tassi) modificando così nel tempo la composizione dello stock di prestiti, definendo la rigidità dei vincoli di bilancio delle famiglie e modulando l'intensità di alcuni canali di trasmissione della politica monetaria verso l'economia reale (e.g., maggiori effetti sui consumi tanto maggiore è la quota dei prestiti a tasso variabile).⁷⁰

⁶⁸ Palligkinis, S. (2025). Bank lending rates and the riskiness of euro area household loans. ECB Working Paper Series No 3053.

⁶⁹ Di Maggio, Marco, Amir Kermani, Benjamin J. Keys, Tomasz Piskorski, Rodney Ramcharan, Amit Seru, and Vincent Yao (2017), Interest rate pass-through: mortgage rates, household consumption, and voluntary deleveraging, *American Economic Review*, 107(11), 3550-3588.

⁷⁰ De Stefani, A., & Mano, R. (2025). Long-Term Debt and Short-Term Rates: Fixed-Rate Mortgages and Monetary Transmission. *IMF Working Papers*, 2025(024). Retrieved Jul 18, 2025, from <https://doi.org/10.5089/9798400296086.001>

Figura 34: Prestiti ad imprese e famiglie, Eurozona - var. YoY

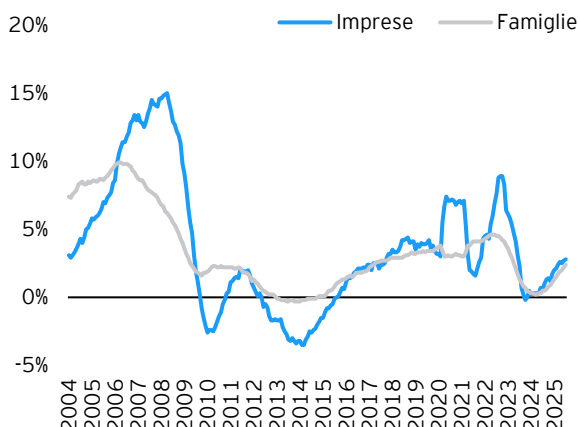
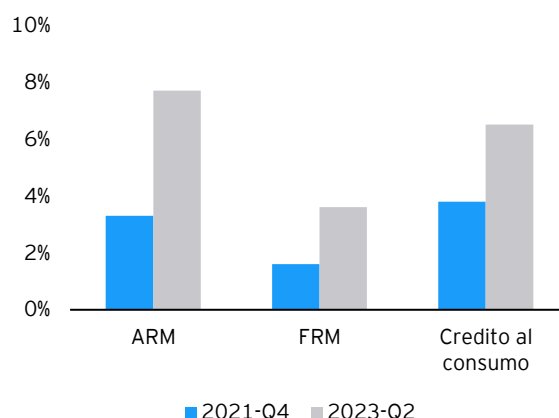


Figura 35: Percentuale di prestiti deteriorati, Eurozona

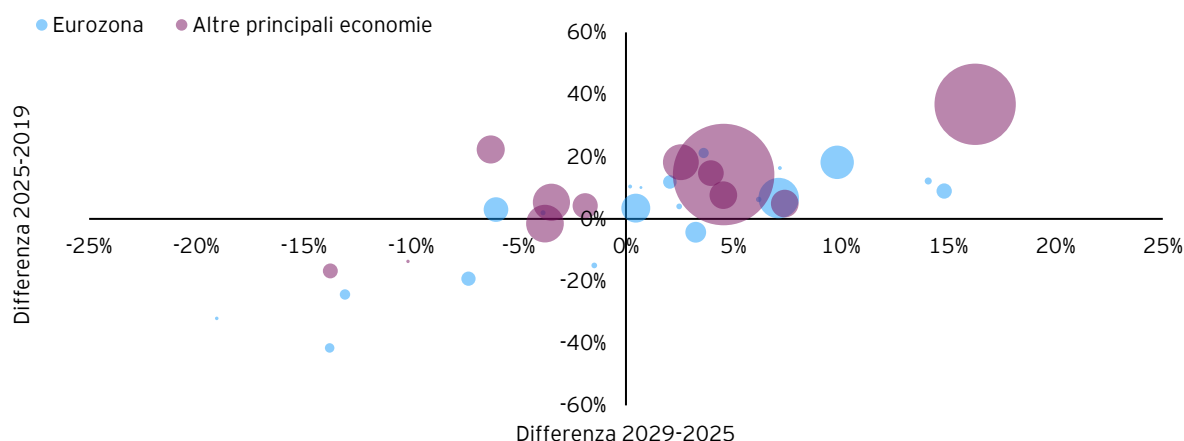


Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea. ARM: adjustable-rate mortgages; FRM: fixed-rate mortgages.

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 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.⁷¹

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 36: Variazioni del rapporto debito pubblico su PIL nell'Eurozona e altre principali economie mondiali, 2025-2019 e 2029-2025



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea. La dimensione rappresenta il PIL in dollari. Le "Altre principali economie" comprendono: Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea, Giappone, India, Islanda, Regno Unito, Russia, Stati Uniti.

⁷¹ 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., & Pessô, T. (2024). Fiscal policy and inflation: accounting for non-linearities in government debt. ECB Working Paper Series No 2996.

Vi sono inoltre possibili pressioni sulla spesa nel medio e lungo termine derivanti dai maggiori esborsi previsti 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, ma che continui lungo una traiettoria di aumento nei prossimi anni. L'aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL non è però un fenomeno che caratterizza unicamente i paesi dell'Eurozona, ma rappresenta un trend diffuso a livello globale, anche tra le economie avanzate.⁷² È da considerare, però, che nell'Eurozona i programmi di acquisto di titoli della Banca Centrale hanno permesso ai paesi di mantenere un profilo di emissione a lunga scadenza, alleviando le pressioni di finanziamento a breve termine.⁷³

Il quadro dell'Eurozona rimane nel complesso non semplice. 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. L'attuale livello del debito pubblico e le prospettive di una crescita nei prossimi anni costituiscono inoltre una sfida importante per le economie dell'Eurozona, rappresentando un limite alle possibili manovre di politica fiscale necessarie per affrontare le complessità future (e.g., spese per la difesa, transizione climatica, e altro). Infine, è da tenere in considerazione anche l'incertezza politica che sta caratterizzando, in questi mesi, alcuni paesi dell'Eurozona, nello specifico la Francia, che si traduce in un ulteriore fattore di complicazione del contesto macroeconomico generale, con possibili spillover anche nei restanti paesi dell'Unione Monetaria.

⁷² IMF Blog (2025), Debt is Higher and Rising Faster in 80 Percent of Global Economy. Per maggiori informazioni, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2025/05/29/debt-is-higher-and-rising-faster-in-80-percent-of-global-economy>.

⁷³ Armendariz, S., Cabezón, 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.

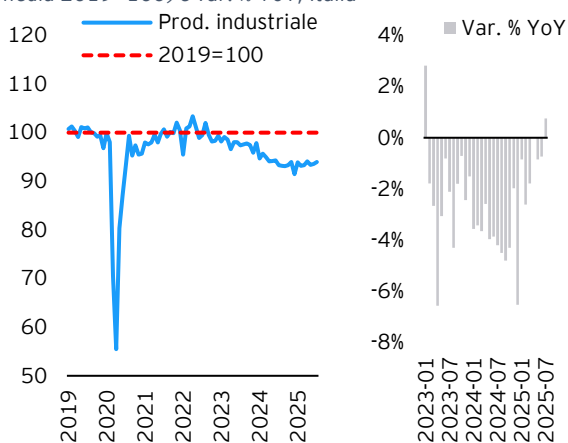
L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale

Il comparto industriale italiano rimane in crisi, nonostante nel mese di luglio sia stata registrata una crescita tendenziale (rispetto quindi allo stesso mese dell'anno precedente) positiva dopo 29 mesi di crescita negativa. A luglio, infatti, l'indice di produzione industriale in Italia ha registrato una crescita tendenziale dello 0,7%, dopo una contrazione dello stesso tenore a giugno e maggio (rispettivamente -0,7% e -0,8%).

Se la crescita del mese di luglio rappresenta sicuramente un aspetto positivo, dall'altro lato si nota come il valore dell'indice sia significativamente inferiore rispetto ai valori medi del 2021 (circa 6 punti percentuali inferiore).

Figura 37: Indice di produzione industriale (media 2019=100) e var. % YoY, Italia



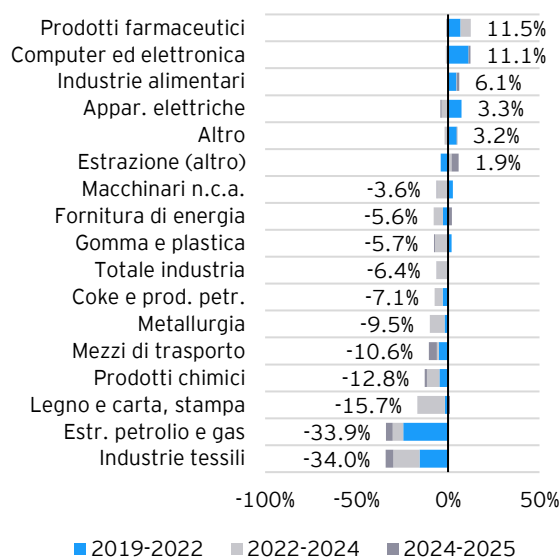
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: luglio 2025.

Positiva è anche la variazione congiunturale nei due mesi di giugno e luglio 2025, dove si è registrata una crescita rispettivamente dello 0,2% e 0,4%.

L'indice della produzione industriale analizzata fornisce un quadro complessivo della situazione industriale in Italia, ma è possibile ottenere delle informazioni di dettaglio analizzando le dinamiche degli indici riferiti ai diversi comparti industriali.

Nello specifico della manifattura, a luglio 2025 la fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio ha registrato la crescita tendenziale più alta, del 10,7%, a cui seguono la fabbricazione di computer ed elettronica (5,8%) e la produzione di beni alimentari (5,1%). All'opposto, la chimica, la produzione di gomma e plastica e l'industria tessile hanno registrato delle contrazioni su base tendenziale (rispettivamente -2,9%, -1,5% e -0,7%).

Figura 38: 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.

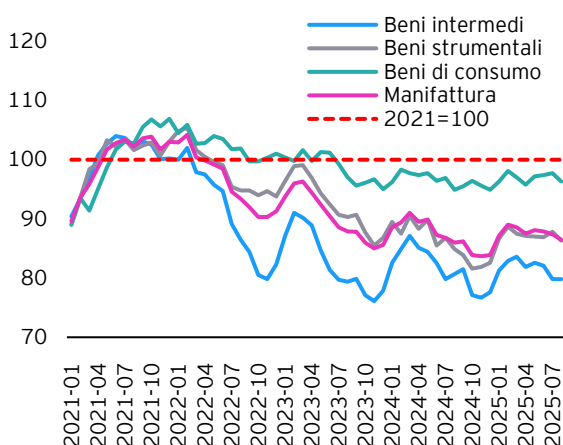
Assumendo un'ottica di più lungo periodo, è possibile ottenere delle informazioni aggiuntive sull'andamento dell'industria in Italia. Rispetto al 2019 l'industria dei prodotti farmaceutici, la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica, e l'industria alimentare

rappresentano i primi tre comparti industriali per performance positiva, con una crescita rispettivamente del 11,5%, 11,1% e 6,1%.

All'opposto si evidenzia come l'industria tessile, il comparto dell'estrazione del petrolio greggio e gas naturale, l'industria dei prodotti in legno e carta, e la produzione di prodotti chimici siano ancora lontani dai livelli pre-crisi (con una produzione inferiore rispettivamente del 34,0%, 33,9%, 15,7% e 12,8%). Da notare come questi settori siano tra i più energivori, e di come l'andamento del costo dell'energia negli ultimi anni abbia influenzato forse strutturalmente il tessuto industriale italiano.

L'andamento non positivo dell'industria italiana è confermato anche dal clima di fiducia delle imprese, anch'esso sotto i livelli medi sperimentati durante il 2019, come mostrato dagli ultimi risultati dell'indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere.⁷⁴

Figura 39: Clima di fiducia delle imprese manifatturiere, Italia - indice, 2021=100



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

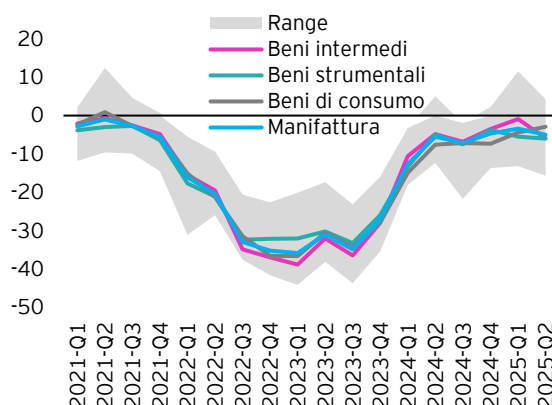
⁷⁴ L'indagine è finalizzata alla rilevazione di variabili qualitative quali giudizi e aspettative a breve termine (3 mesi) delle principali variabili aziendali (quali giudizi e aspettative su ordinativi, produzione e liquidità; giudizi sulle giacenze di prodotti finiti; aspettative sull'occupazione e sui prezzi di vendita) e valutazioni sulla situazione generale dell'economia italiana. Trimestralmente sono richieste

In particolare, il clima di fiducia relativo alle imprese manifatturiere che producono beni intermedi sta sperimentando un calo più pronunciato rispetto a quanto registrato per le altre componenti.

Le dinamiche del settore industriale sono anche legate alla debolezza dell'industria europea e, in particolare, della Germania, che rappresenta uno dei principali mercati di sbocco per i prodotti intermedi italiani. Una performance negativa dell'industria tedesca si traduce in una minore richiesta di beni intermedi, che a sua volta comporta un rallentamento del comparto italiano.

Nonostante la debolezza dell'industria italiana e il contesto geopolitico instabile che influenza l'economia nazionale, la diminuzione graduale dei tassi di interesse comporta una riduzione delle imprese che incontrano difficoltà nell'ottenere credito.

Figura 40: Accesso al credito per le imprese nel settore manifatturiero, Italia - saldo dei rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. L'area in grigio rappresenta il range all'interno del quale sono contenuti i valori dei diversi comparti industriali. Le serie mostrate fanno riferimento al saldo netto dei rispondenti in base alle risposte indicate (accesso al credito più favorevole, costante, meno favorevole, non so).

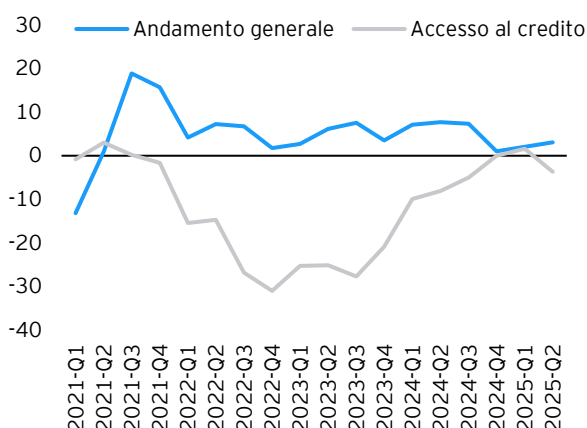
I dati più recenti evidenziano una percentuale netta negativa tra i rispondenti all'indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere relativamente all'accesso al credito. Ciò indica che un numero superiore di imprese segnala condizioni di accesso al credito meno favorevoli rispetto a quelle che riferiscono un miglioramento

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

sotto questo profilo. È però da notare come il saldo abbia, negli ultimi trimestri, registrato valori sempre meno negativi, a dimostrazione di un contesto complicato.

L'accesso meno favorevole al credito non riguarda solo il comparto manifatturiero, ma anche il settore dei servizi, nonostante nel complesso si registri un andamento generale positivo dell'attività economica del settore.

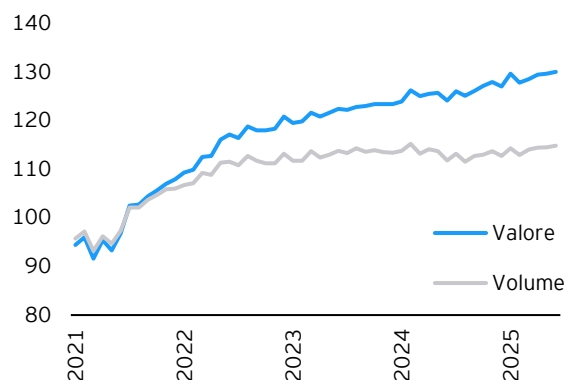
Figura 41: Clima di fiducia del settore dei servizi e accesso al credito, Italia - saldo dei rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

In riferimento proprio 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. Analizzando l'andamento del fatturato del settore si può notare come, in termini nominali, la crescita sia stata significativa (incremento di circa il 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 15%).

Figura 42: Indice del valore e volume del fatturato dei servizi, Italia - indice, 2021=100

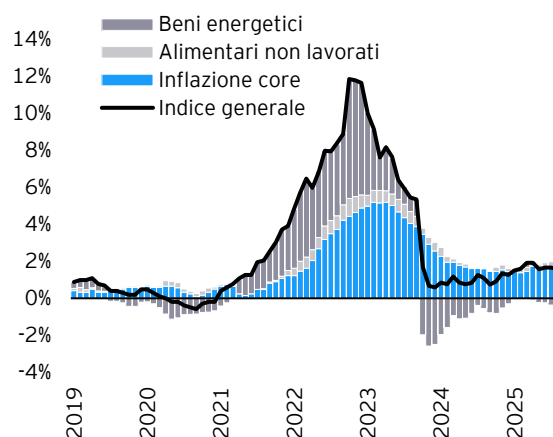


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: giugno 2025.

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

Dopo l'aumento del tasso di inflazione nei mesi compresi tra settembre 2024 (tasso di inflazione allo 0,7%) ed aprile 2025 (1,9%), il tasso di inflazione nel secondo trimestre e nel primo mese del terzo trimestre è rimasto sostanzialmente costante intorno a valori compresi tra l'1,6% e l'1,7% (1,6% ad agosto).

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



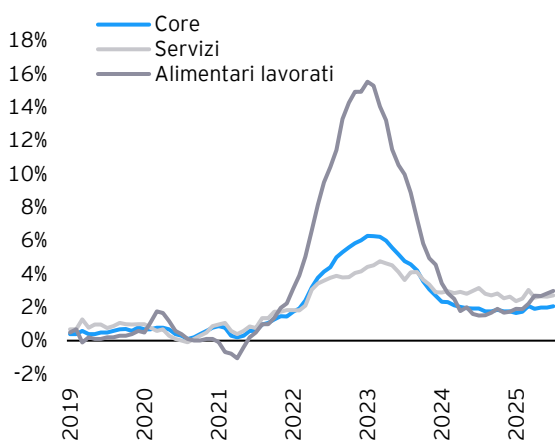
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: agosto 2025.

Questa dinamica è la risultante di un contributo leggermente negativo alla crescita dei prezzi della componente energetica, a fronte di una componente di fondo (inflazione core) sostanzialmente stabile ed una componente

alimentare che continua a mostrare un contributo positivo alla crescita del livello dei prezzi.

L'inflazione di fondo nel mese di agosto ha registrato una crescita del 2,1% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, valore sostanzialmente in linea con quanto sperimentato negli ultimi mesi (media aprile-luglio: 2,0%). Questo è dovuto principalmente all'andamento della componente dei servizi (stabile dal 2024) ed una componente di beni alimentari lavorati che esercita un contributo positivo più significativo negli ultimi mesi.

Figura 44: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



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

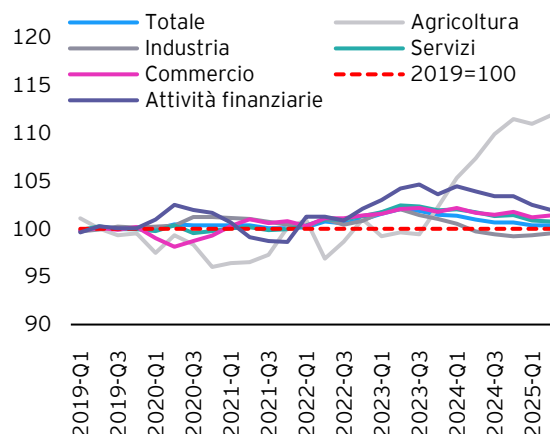
In generale, l'andamento dell'indice dei prezzi è in parte legato anche all'andamento dei mark-up dei singoli settori dell'economia italiana, per i quali si evidenziano forti eterogeneità settoriali.

Nel periodo successivo alla pandemia (2022-2023) si è registrato un aumento, ancorché non particolarmente pronunciato, dei mark-up dei principali settori economici in Italia. In questo contesto, due settori mostravano delle dinamiche diverse rispetto all'andamento generale: il settore dell'agricoltura, per cui i mark-up rimarranno simili alla media dei valori trimestrali del 2019, ed il settore delle attività finanziarie, che ha visto una crescita, verso la fine del 2023, del mark-up di circa il 4,5%.

Nel periodo successivo (2024-2025), le dinamiche settoriali hanno registrato degli ulteriori cambiamenti: se da un lato la maggior parte dei settori, come atteso da molti analisti, hanno registrato una riduzione dei propri mark-up

riportandoli più vicini al periodo pre-crisi (2019), il settore agricolo sta rappresentando anche in questo caso una eccezione, registrando una crescita di circa il 12% rispetto ai valori medi trimestrali del 2019.

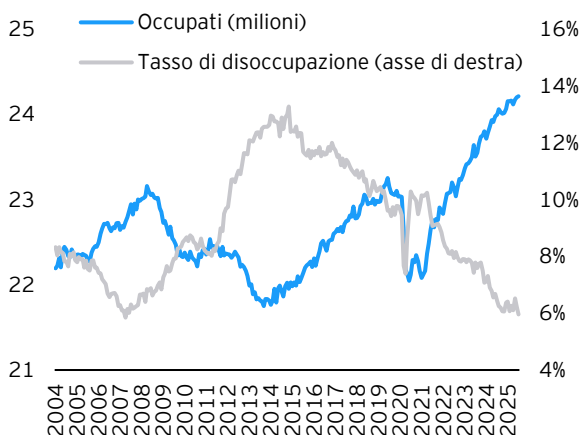
Figura 45: Markup per branca di attività, Italia - indice, 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Il markup è calcolato come rapporto tra il deflatore dell'output e i costi unitari variabili. In riferimento ai settori: per l'agricoltura si fa riferimento al settore "agricoltura, silvicoltura e pesca"; per l'industria si fa riferimento al settore "attività estrattiva, attività manifatturiere, fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata, fornitura di acqua, reti fognarie, attività di trattamento dei rifiuti e risanamento, costruzioni"; per il commercio si fa riferimento al settore "commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli, trasporti e magazzinaggio, servizi di alloggio e di ristorazione, servizi di informazione e comunicazione"; per le attività finanziarie si fa riferimento al settore "attività finanziarie e assicurative, attività immobiliari, attività professionali, scientifiche e tecniche, amministrazione e servizi di supporto"; per i servizi, si fa riferimento a tutti gli altri servizi.

L'andamento dell'inflazione è inoltre legato 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 rimane intorno al 6%, con una dinamica sostanzialmente stabile (media gennaio-luglio al 6,2%).

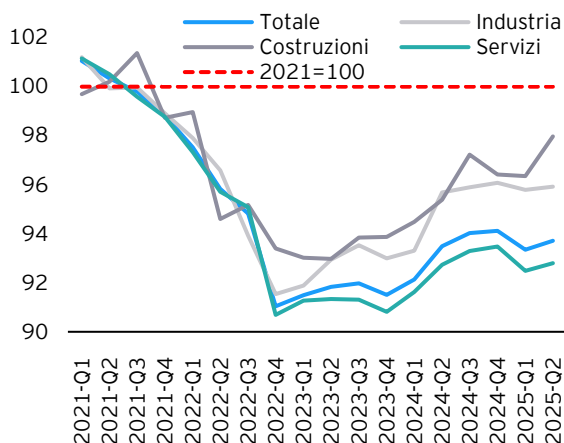
Figura 46: Occupati e tasso di disoccupazione, Italia



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

Se da un lato l'andamento positivo dell'occupazione si riflette sulla crescita del monte salari (crescita dell'1,9% nel secondo trimestre rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente), si sottolinea come i salari reali per ora lavorata continuino a rimanere al di sotto del livello registrato nel 2021, nonostante l'andamento positivo negli ultimi trimestri.

Figura 47: Retribuzioni reali per ora lavorata nei macro-settori dell'economia, Italia - indice, 2021=100

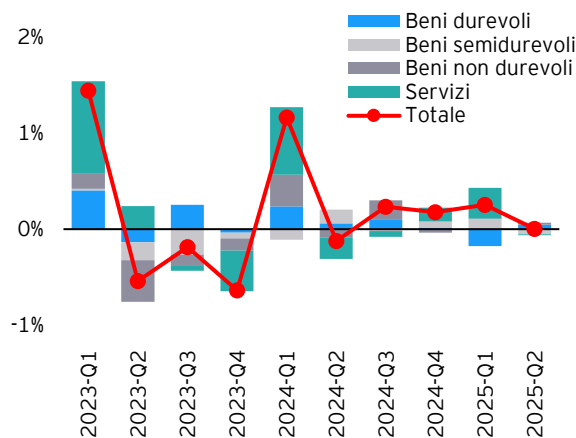


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Nonostante l'andamento positivo del mercato del lavoro, i consumi segnano nel secondo trimestre del 2025 una sostanziale stasi (crescita dello 0%). Analizzando le principali componenti dei consumi delle famiglie (beni durevoli, semi-durevoli e non durevoli), si nota come la crescita nulla abbia sostanzialmente interessato tutte le

categorie di beni, al netto di qualche lieve movimento.

Figura 48: Spesa per consumi finali delle famiglie per voce di spesa, Italia - var. % QoQ e contributi alla crescita

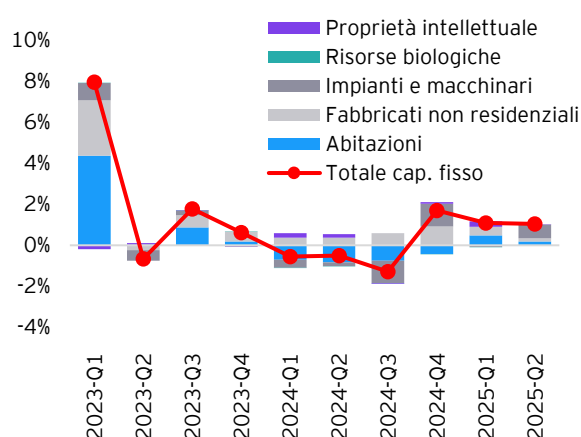


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Questo quasi totale arresto della crescita dei consumi delle famiglie può essere in parte attribuito al clima generale di incertezza che ha caratterizzato i mesi del secondo trimestre dell'anno, oltre che alla stasi dei salari reali.

In riferimento alle altre componenti del PIL, gli investimenti continuano a mostrare un andamento positivo, con una crescita rispetto al trimestre precedente dell'1,0%, dopo una crescita di simile entità nel primo trimestre (1,1%) ed una crescita più sostenuta nell'ultimo trimestre del 2024 (1,7%).

Figura 49: Investimenti, Italia - var. QoQ e contributi alla crescita



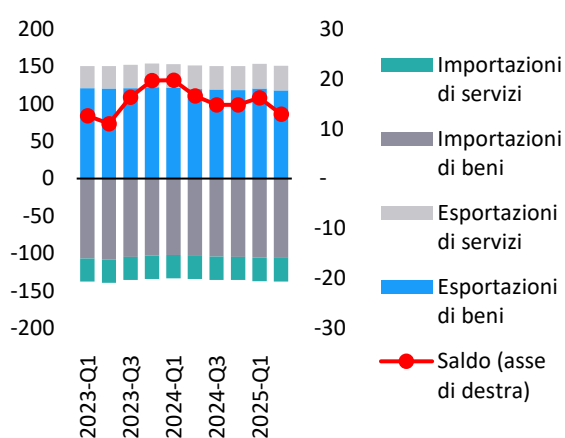
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Tale crescita è stata in parte sostenuta da una crescita degli investimenti in impianti e macchinari, e da un contributo positivo degli investimenti in abitazioni (crescita dello 0,6% rispetto al trimestre precedente) e dei fabbricati non residenziali (0,7%).

Infine, in riferimento alla componente di commercio estero, nel secondo trimestre del 2025 l'Italia continua a segnare un surplus commerciale (€13 miliardi), principalmente supportato dall'esportazione di beni (€118 miliardi).

Nel complesso l'economia italiana rimane caratterizzata quindi da un lato da una sostanziale debolezza, dovuta ad un contesto di forte incertezza e ad 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 potenziale ripartenza dei consumi nel prossimo futuro; l'inflazione si mostra sostanzialmente stabile ed in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi individuato dalla Banca Centrale Europea.

Figura 50: 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 politiche commerciali applicate che rendono il contesto complessivo particolarmente incerto.

Approfondimento: Analisi storica del mercato del lavoro

Messaggi principali:

1. Negli ultimi vent'anni la composizione demografica italiana ha visto un aumento significativo della popolazione over-45, con un impatto diretto sull'occupazione. La crescita degli occupati è stata infatti trainata principalmente dalle fasce d'età più alte, in particolare dagli over-55, che hanno guadagnato circa 5 punti percentuali nella quota totale degli occupati tra il 2018 e il 2024.
2. Dal 2015 al 2025 si è registrata una diminuzione consistente del numero di disoccupati (-50%) e inattivi (-15%) nella fascia 20-64 anni. Questa tendenza è stata interrotta solo dalla crisi pandemica del 2020, ma ha ripreso successivamente, contribuendo alla crescita dell'occupazione.
3. La crescita dell'occupazione è stata sostenuta soprattutto dai dipendenti a tempo indeterminato; dopo il 2022 si è osservato anche un aumento degli occupati indipendenti.
4. Il settore dei servizi ha consolidato la sua centralità nel mercato del lavoro, rappresentando circa il 70% dell'occupazione totale e con una quota crescente negli ultimi vent'anni rispetto alla totalità degli occupati. Il settore delle costruzioni ha contribuito positivamente nel periodo post-pandemico, anche grazie agli incentivi fiscali.

Le recenti evoluzioni nel mercato del lavoro in Italia rendono necessario esaminare con attenzione e approfondire i dati disponibili, al fine di acquisire informazioni supplementari utili per comprendere accuratamente l'andamento dell'economia italiana.

Un primo elemento fondamentale da considerare è la composizione della popolazione per fasce d'età. Analizzando il fenomeno in un'ottica di lungo periodo, infatti, si evidenzia come la composizione della popolazione italiana negli ultimi venti anni presenti una concentrazione più elevata di over-45, a scapito delle fasce d'età più basse. L'analisi trimestrale della crescita della popolazione per fasce d'età mette in risalto questa dinamica in modo ancora più accentuato, mostrando come, in un contesto di riduzione della popolazione complessiva, il numero di over-45 sia aumentato nel tempo.

Figura 51: Composizione della popolazione italiana per età - percentuale sul totale, 2004 e 2024

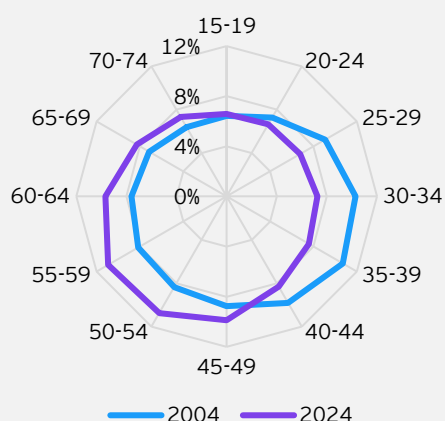
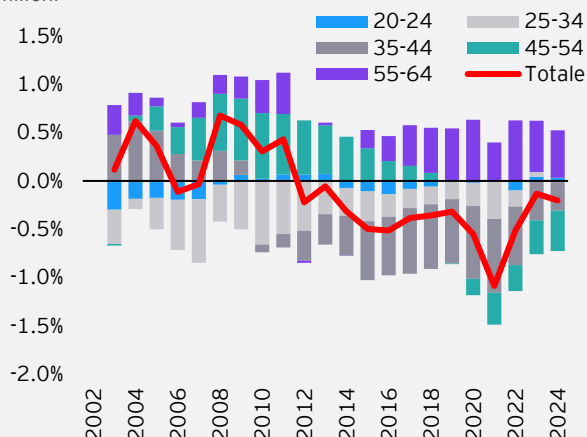


Figura 52: Variazione della popolazione italiana per età - milioni



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Questa dinamica si riflette anche nella crescita del numero di occupati totali. È infatti importante sottolineare come questo incremento sia stato in gran parte attribuibile ad una crescita del numero di

occupati over-55 e, in misura minoritaria, dagli occupati appartenenti a fasce d'età inferiori. Si consideri che, nel complesso, tra il 2018 ed il 2024 la composizione dell'occupazione per età ha visto registrare un aumento della quota di over-55 pari a quasi 5 punti percentuali, passando così da un 21% del totale della popolazione a circa il 26%. All'opposto, quindi, la percentuale complessiva dell'occupazione attribuibile alle fasce d'età più basse si è ridotta, nel totale del numero di occupati, in misura equivalente. Questo risultato può essere in parte spiegato potenzialmente anche dalla riforma del 2011, che ha innalzato l'età del pensionamento.

Figura 53: Crescita del numero di occupati per età, Italia - contributi, punti percentuali

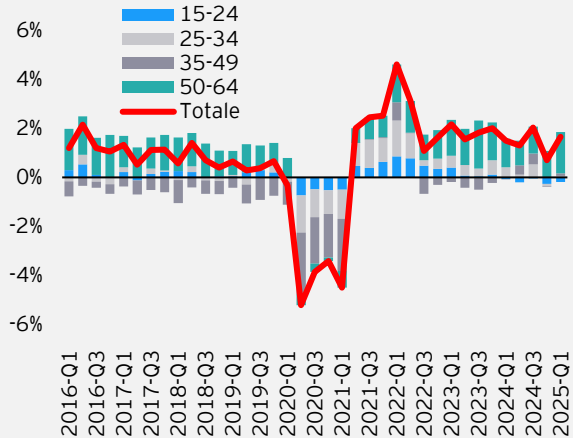
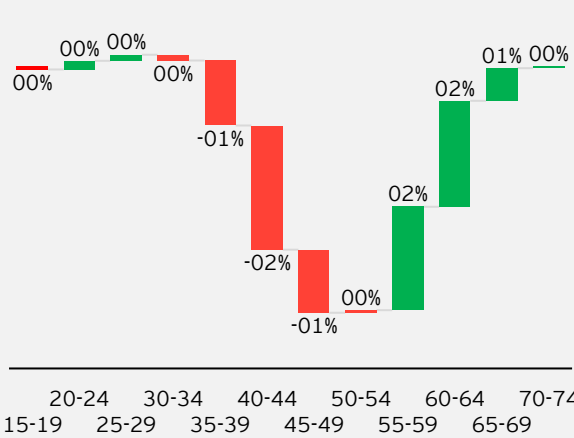


Figura 54: Variazione della composizione degli occupati, Italia - 2018-2025



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Parallelamente alla crescita del numero di occupati, negli ultimi anni si è registrata una riduzione del numero di disoccupati e di inattivi nel cluster di età 20-64 anni. La riduzione del numero di disoccupati e inattivi è stata maggiore dell'aumento del numero di occupati tra il 2015 ed il 2025, fenomeno dovuto in parte al passaggio di queste categorie di persone verso la categoria di occupati, ed in parte dovuto all'uscita di una parte della popolazione dal cluster 20-64 anni.

Figura 55: Popolazione per condizione professionale e variazione 2015-2025, Italia

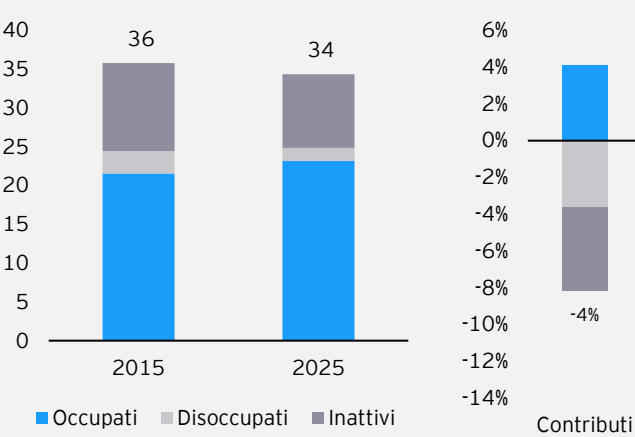
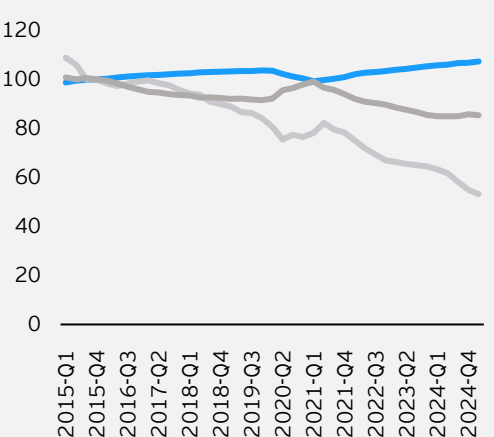


Figura 56: Popolazione per condizione professionale e variazione, Italia - indice, 2015=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

In questo contesto è interessante osservare la dinamica, dal 2015, dell'andamento della popolazione per condizione professionale. Se da un lato, infatti, il numero di occupati è cresciuto nel periodo di analisi, con la sola eccezione del periodo pandemico, il numero di disoccupati e di inattivi ha registrato, rispettivamente, una riduzione di circa il 50% e 15%. Le dinamiche sopra menzionate sono state osservate sin dall'inizio del periodo di analisi, ad eccezione della fase caratterizzata dalla crisi pandemica del 2020,

durante la quale si è registrato un incremento sia nel numero dei soggetti disoccupati sia in quello degli inattivi.

L'occupazione degli ultimi anni è inoltre un'occupazione potenzialmente stabile e solida, come confermato dall'analisi dei dati sulla popolazione per posizione professionale. Dividendo infatti la popolazione lavorativa in dipendenti a tempo determinato, dipendenti a tempo indeterminato e lavoratori indipendenti, si nota come il numero di dipendenti a tempo indeterminato sia la categoria di occupati preponderante, e rappresentativa del maggior contributo positivo alla crescita del numero di occupati nel periodo 2015-2025. La crescita del numero di dipendenti a tempo indeterminato è inoltre seguita da una crescita, seppur minore, del numero di dipendenti a tempo determinato, mentre si sono ridotti i lavoratori indipendenti e autonomi.

L'analisi degli ultimi dati trimestrali mostra inoltre come, successivamente al 2022, la crescita dell'occupazione sia sostanzialmente attribuibile, quasi nella totalità, alla crescita del numero di occupati indipendenti, un fattore positivo per l'andamento dei consumi delle famiglie.

Figura 57: Popolazione per posizione professionale e variazione 2015-2024, Italia

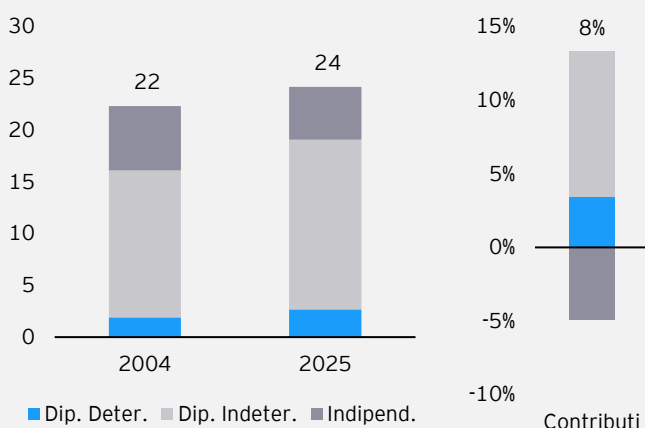
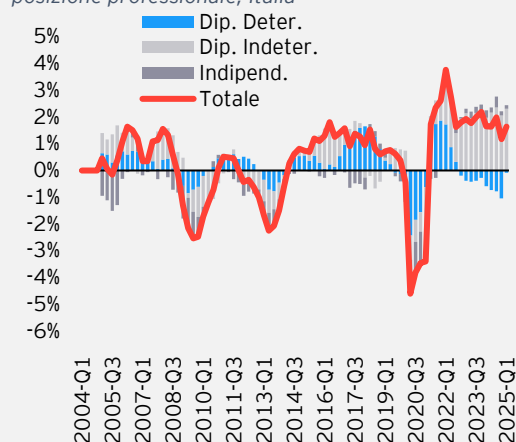


Figura 58: Variazione YoY della popolazione per posizione professionale, Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Infine, da un punto di vista settoriale, l'analisi dei dati di lungo periodo conferma l'importanza del settore dei servizi, mostrando non solo che circa il 70% dell'occupazione fa riferimento al settore dei servizi (settori identificati dai codici 4 a 10 nel grafico sottostante), ma che nei vent'anni analizzati la percentuale di occupati attribuibile al settore dei servizi sul totale degli occupati è aumentata di circa il 4%, a scapito degli altri settori (principalmente dell'industria ad esclusione delle costruzioni).

Figura 59: Occupazione per branca di attività, Italia - percentuale sul totale

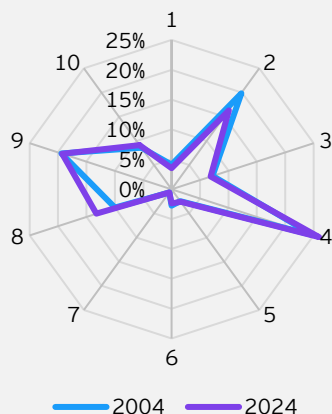
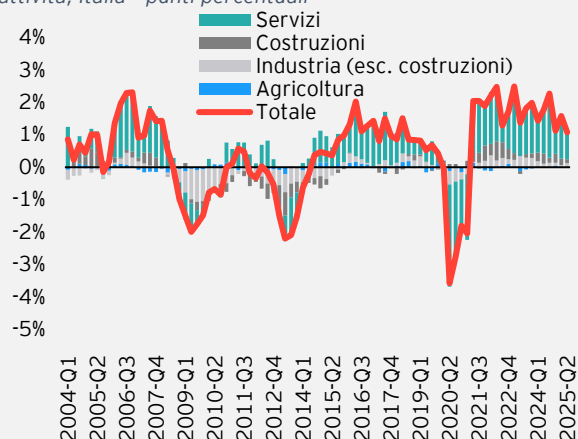


Figura 60: Variazione YoY dell'occupazione per branca di attività, Italia - punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. 1 - Agricoltura; 2 - Industria (esc. costruzioni); 3 - Costruzioni; 4 - Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli, trasporto e magazzinaggio, servizi di alloggio e di ristorazione; 5 - Servizi di informazione e comunicazione; 6 - Attività finanziarie e assicurative; 7 - Attività Immobiliari; 8 - Attività professionali, scientifiche e tecniche, amministrazione e servizi di supporto; 9 - Amministrazione pubblica e difesa, assicurazione sociale obbligatoria, istruzione, sanità e assistenza sociale; 10 - Attività artistiche, di intrattenimento e divertimento, riparazione di beni per la casa e altri servizi.

Questo andamento si conferma anche negli ultimi trimestri, dove la crescita dell'occupazione è principalmente attribuibile alla crescita nel settore dei servizi, mentre l'industria e l'agricoltura rappresentano una quota marginale. È notevole, infine, il contributo positivo alla crescita dell'occupazione da parte del settore delle costruzioni nel periodo successivo alla pandemia, grazie prevalentemente alle misure ed incentivi fiscali poste in essere a supporto dell'economia dopo la crisi (e.g., "Superbonus 110%").

Nel complesso, quindi, è possibile affermare che negli ultimi vent'anni in Italia si sia assistito ad una crescita del numero di occupati, e che questi presentino una certa stabilità contrattuale, fenomeno ancora più evidente negli ultimi anni del periodo di analisi. Contestualmente si è registrata e continua a registrarsi una riduzione del numero di disoccupati e inattivi, seguendo quella che è la tendenza in atto dal 2015. Dall'altro lato è importante però considerare che la crescita degli occupati sia principalmente attribuibile, specialmente negli ultimi trimestri, ad una crescita dell'occupazione nelle fasce d'età più elevate.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Il secondo trimestre del 2025 ha registrato una contrazione congiunturale (rispetto al trimestre precedente) dello 0,1%, dopo una crescita dello 0,3% nel primo trimestre. Il risultato del secondo trimestre è dovuto principalmente ad una forte contrazione delle esportazioni (-1,7%), dopo la forte crescita registrata nel trimestre precedente (2,1%). Alla contrazione delle esportazioni si associa, inoltre, una crescita delle importazioni (0,4%) per un contributo complessivo alla crescita del commercio estero pari a -0,7 punti percentuali. Un ulteriore elemento da considerare riguarda i consumi privati, sostanzialmente stabili rispetto al trimestre precedente (0,0%). Risulta invece positivo il contributo alla crescita degli investimenti del secondo trimestre (0,2 punti percentuali).

Da un punto di vista tendenziale, analizzando quindi l'andamento rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, si nota come i consumi delle famiglie e i consumi pubblici abbiano supportato la crescita con un contributo rispettivamente di 0,4 e 0,1 punti percentuali. Questi, insieme alla forte accelerazione degli investimenti (2,5% a cui corrisponde un contributo alla crescita di 0,6 punti percentuali), ad un contributo negativo della domanda estera (-0,8 punti percentuali) e ad un leggero contributo positivo delle scorte, hanno portato ad una crescita tendenziale del PIL dello 0,4%.

Figura 61: Componenti del PIL, Italia - contributi alla crescita, punti percentuali

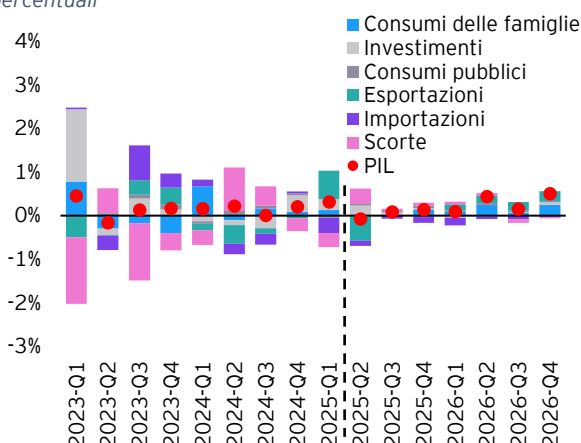
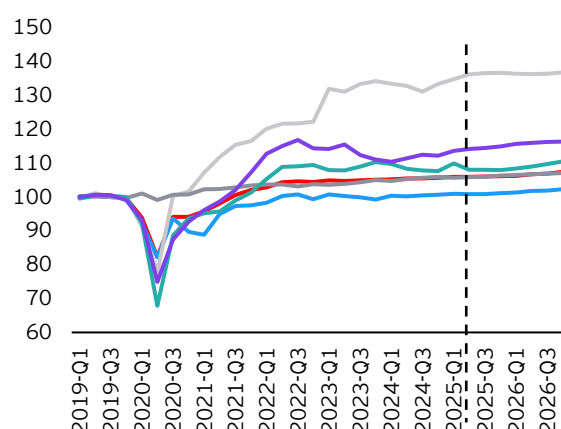


Figura 62: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



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 la leggera contrazione dello 0,1% nel secondo trimestre ci si attende, nel terzo trimestre, una crescita debole (0,1%) sostenuta principalmente dagli investimenti (+0,3% a cui corrisponde un contributo positivo di 0,1 punti percentuali). Il commercio estero contribuirà alla crescita negativamente (-0,1 punti percentuali), mentre i consumi sono attesi rimanere stabili. Ci si attende, infine, una crescita di tenore simile nel quarto trimestre, con un lieve contributo positivo dei consumi privati e una sostanziale stasi degli investimenti.

Nel complesso, il 2025 è atteso chiudersi con una crescita dello 0,5%, principalmente trainata dalla crescita degli investimenti (2,5% per un contributo positivo di 0,6 punti percentuali) e, in modo più modesto, dall'andamento positivo dei consumi privati, che sono attesi crescere dello 0,5% (per un contributo positivo di 0,3 punti percentuali). La crescita debole delle esportazioni (0,1%) e quella più significativa delle

importazioni (2,4%) porterà ad un contributo della domanda estera complessivamente negativo (-0,6 punti percentuali), mentre è atteso un contributo positivo alla crescita dai consumi pubblici (0,1 punti percentuali).

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIL, var. %	8,8%	5,0%	0,8%	0,5%	0,5%	0,7%
Consumi delle famiglie, var. %	5,8%	5,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,8%
Investimenti, var. %	21,5%	7,7%	9,2%	0,0%	2,5%	0,3%
Esportazioni, var. %	14,2%	10,6%	0,5%	-0,3%	0,1%	0,8%
Importazioni, var. %	16,0%	13,6%	-1,3%	-1,5%	2,4%	1,5%
Tasso di disoccupazione	9,5%	8,1%	7,7%	6,6%	6,4%	6,8%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	1,9%	8,2%	5,6%	1,0%	1,9%	1,9%
Deficit, % del PIL	-8,9%	-8,1%	-7,2%	-3,5%	-3,5%	-3,3%
Debito pubblico, % del PIL	146,1%	138,4%	134,6%	135,5%	137,3%	136,3%

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 (1,6%). Queste differenze sono attese permanere anche nel 2026, dove gli investimenti privati sono previsti contrarsi leggermente (-0,6%) mentre gli investimenti pubblici continueranno a supportare la crescita (4,7%). 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 (-1,4% nel 2025 e -2,4% nel 2026), dovuta a sua volta al termine degli incentivi pubblici (e.g., "Superbonus 110%").

Le altre categorie di investimento sono invece attese crescere: gli investimenti in fabbricati non residenziali sono attesi sperimentare una crescita del 7,5% e 0,8% rispettivamente nel 2025 e 2026; gli investimenti in macchinari sono attesi mostrare una crescita del 2,7% e 1,9%; infine, gli investimenti in intangibili continueranno lungo il loro percorso di crescita, con un tasso del 2,7% e 1,5%.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, ci si aspetta un tasso di disoccupazione al 6,4% 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 (1,9% nel corso dei due anni), in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

Il deficit pubblico è atteso al 3,5% nel 2025 ed al 3,3% nel 2026, mentre il rapporto del debito pubblico sul PIL aumenterà, attestandosi intorno al 136,3% nel 2026, dopo il 137,3% del 2025. Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi, sia al ribasso che al rialzo, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento.

Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili al 24 settembre 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'2,4%, a cui seguirà una crescita meno dinamica nel 2026 (superiore al 1,9%);
- **Gas naturale:** si assume che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 12,2 \$/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 67,6\$ al barile nel 2025, raggiungendo una quotazione media di circa 62,5\$ al barile nel quarto trimestre del 2025,⁷⁵ 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 1,17;
- **Spesa pubblica:** sono state considerate le informazioni contenute nel Rapporto dell'UPB sulla politica di bilanci di giugno 2025,⁷⁶ 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; 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 stabile con il tasso a breve termine.

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;

⁷⁵ Si fa riferimento al prezzo del Brent.

⁷⁶ Rapporto dell'UPB sulla politica di bilancio - giugno 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.upbilancio.it/rapporto-dellupb-sulla-politica-di-bilancio-giugno-2025/>.

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 delle tensioni in Medio Oriente. 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 esplicare i propri effetti;⁷⁷
- 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.

⁷⁷ 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 Macroeconomy⁷⁸

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).⁷⁹ 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.

⁷⁸ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

⁷⁹ "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

Director, *EY Italia*
alberto.caruso@parthenon.ey.com



Luca Butiniello

Manager, *EY Italia*
luca.butiniello@parthenon.ey.com