

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°13 | Dicembre 2025



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

Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati	10
03. Il quadro europeo	16
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	16
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	20
04. L'economia italiana	27
04.1 L'andamento dell'economia reale	27
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	29
04.3 Approfondimento: Intelligenza Artificiale e macroeconomia	34
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	41
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	43
07. Appendice Tecnica	45

Executive summary

- L'economia mondiale mostra segnali di ripresa, con una crescita attesa del 3,2% 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, attestandosi intorno ai livelli pre-pandemici.
- L'incertezza complessiva rimane elevata ma in calo rispetto alla prima metà dell'anno. Gli effetti della nuova politica commerciale statunitense non sembrano immediatamente evidenti sotto il profilo dell'aumento dei prezzi negli Stati Uniti, ma hanno avuto un impatto visibile sull'andamento delle importazioni.
- L'applicazione dei dazi è attesa avere degli effetti negativi sull'andamento del commercio internazionale del prossimo anno, come dimostrato dalle aspettative sulla crescita del commercio internazionale per il 2026, crescita meno dinamica rispetto a quanto registrato nel 2024 e atteso nel 2025.
- Nell'Eurozona, dopo una crescita dello 0,9% nel 2024 ci si attende una leggera accelerazione nel 2025 (1,2%), seguita da una crescita sostanzialmente stabile nel 2026 (1,1%). 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 sostanzialmente positivo.
- 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 soprattutto al ribasso, a causa della situazione geopolitica ancora complessa, della difficoltà del settore industriale e del livello di indebitamento pubblico maggiore rispetto a quanto registrato prima della crisi pandemica.
- Dal punto di vista settoriale, l'Italia continua ad essere caratterizzata da una certa eterogeneità. In generale, in riferimento all'industria, continua a registrarsi una sostanziale debolezza, nonostante la presenza di comparti dinamici (quali ad esempio quello farmaceutico). Più positiva appare la dinamica per il settore dei servizi, nonostante un volume complessivo del fatturato sostanzialmente stabile negli ultimi mesi.
- L'inflazione ha registrato un calo negli ultimi mesi (1,2% a novembre) rispetto a quanto registrato nei primi mesi dell'anno. La componente di fondo continua a mostrare una certa persistenza, mentre la componente energetica gioca un ruolo a supporto della riduzione dell'inflazione complessiva. Il mercato del lavoro continua a mostrare segnali di solidità, anche se i salari reali per ora lavorata rimangono inferiori al livello del 2021. La tensione contrattuale (intesa come percentuale di dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale) rimane alta, con un possibile sostegno ai redditi nel medio periodo.
- Il contesto economico attuale può subire delle variazioni nel medio-lungo periodo anche a seguito dell'adozione di specifiche tecnologie, quale l'intelligenza artificiale. Gli effetti di questa tecnologia sull'economia dei paesi sono eterogenei a seconda di diversi fattori (e.g., presenza di un'infrastruttura adeguata, di personale con skill adeguate), ma riguarderanno un perimetro ampio (dalla produttività al mercato del lavoro).
- 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'1,7% nel 2025 e 1,5% 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. %

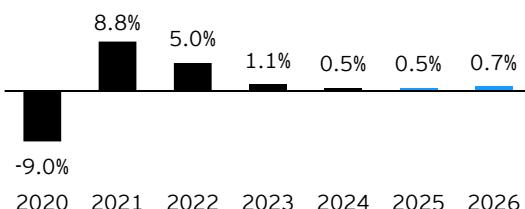
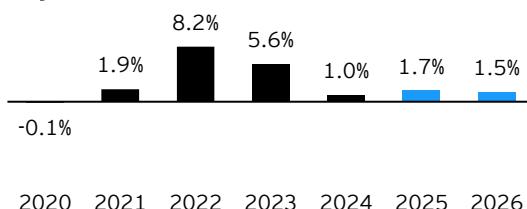


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Lo scenario globale

L'economia mondiale

Dopo una crescita del 3,3% nel 2024, il PIL mondiale è atteso sperimentare delle variazioni simili nei prossimi due anni, anche se in leggera riduzione. Nello specifico, nel suo ultimo World Economic Outlook,¹ il Fondo Monetario Internazionale si attende, per il 2025 ed il 2026, una crescita pari al 3,2% e 3,1%.

Questo è il risultato di un andamento eterogeneo delle principali economie globali, non sempre facilmente prevedibile (anche a causa dell'elevata incertezza attuale), spesso soggetto a forti revisioni dei dati sulla crescita.

A questo proposito, la crescita negli Stati Uniti è attesa attestarsi intorno all'2,0% nel 2025, dopo una crescita del 2,8% nel 2024, a cui farà seguito una crescita della stessa entità (2,1%). Questi valori si discostano in maniera significativa rispetto alle attese di crescita per l'Eurozona che, dopo una crescita dello 0,9% nel 2024, è attesa attestarsi intorno all'1,2% nel 2025 e 1,1% nel 2026.

Diversi sono invece i tassi di crescita attesi per le economie emergenti, dove tra il 2025 ed il 2026 ci si attende una crescita media superiore al 4%, grazie principalmente all'andamento positivo della Cina e dell'India.

Queste proiezioni sono confermate anche dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico la quale, nel suo ultimo Economic Outlook stima una crescita mondiale al 3,2% per il 2025 e 2,9% per il 2026 (2,0% e 1,7% per gli USA e 1,3% e 1,2% per l'Eurozona).²

In riferimento all'indice dei prezzi al consumo, a livello globale ci si attende una riduzione, dopo il tasso del 5,8% registrato nel 2024, verso valori più in linea alla media del periodo 2000-2019 (3,9%), fino al raggiungimento, nel 2026, di un tasso di inflazione pari al 3,7%.

Tra le economie avanzate, gli Stati Uniti sono attesi mostrare, per il 2025, un tasso di inflazione

in leggero ribasso (2,7%), per registrare successivamente un calo di ulteriori 0,3 punti percentuali. Questi valori si mostrano ancora lontani dal valore di riferimento di stabilità dei prezzi (2%) individuato dalla banca Centrale statunitense (Federal Reserve), nonostante la traiettoria sia positiva.

Figura 3: PIL reale - var. %

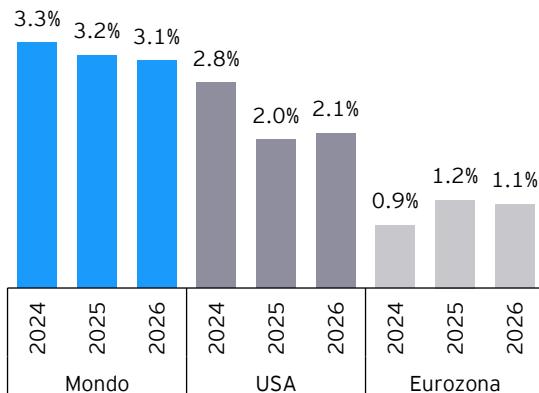
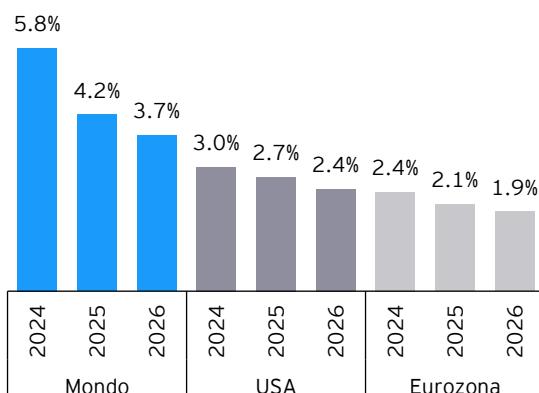


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF World Economic Outlook, ottobre 2025.

Diverso appare invece il quadro per l'Eurozona, dove ad un tasso di inflazione del 2,4%

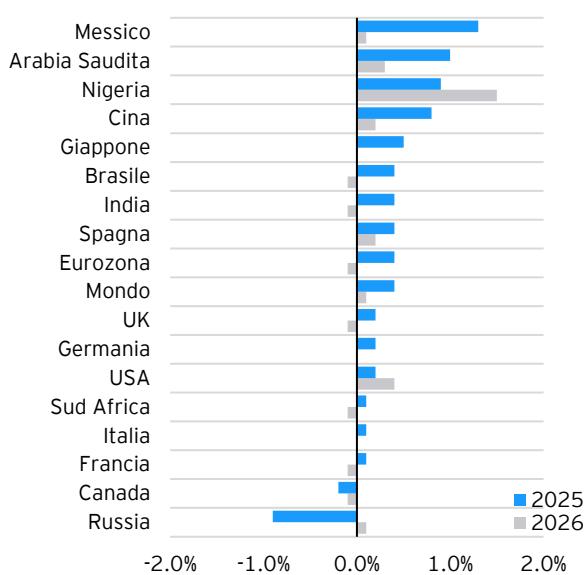
¹ International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2025 - Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim.

² OECD Economic Outlook, Resilient Growth but with Increasing Fragilities, December 2025.

nel 2024 è atteso seguire un tasso di inflazione del 2,1% e 1,9% rispettivamente nel 2025 e 2026.

Come accennato precedentemente, il quadro macroeconomico globale è caratterizzato da un elevato livello di incertezza, che rende le previsioni delle principali istituzioni internazionali soggette a revisioni a volte significative.

Figura 5: Revisioni delle previsioni del FMI - aprile 2025 vs ottobre 2025, punti percentuali



Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

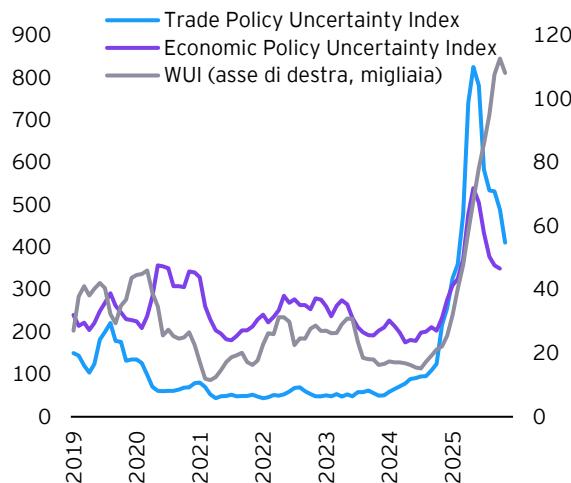
Facendo sempre riferimento all'ultimo World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale e confrontandolo con le previsioni elaborate ad aprile 2025, si nota un leggero ottimismo per la crescita dei prossimi due anni.

A livello mondiale, ad esempio, l'istituzione ha rivisto al rialzo la crescita di 0,4 punti percentuali per il 2025 e di 0,1 punti percentuali per il 2026. Scendendo nel dettaglio di alcune delle principali economie mondiali, è interessante notare come delle revisioni significative al rialzo si registrino per la Cina (0,8 p.p. e 0,2 p.p. nei due anni di analisi), per l'India (0,4 p.p. a cui però fa seguito una leggera revisione al ribasso, -0,1 p.p.) e per l'Eurozona (che mostra delle revisioni simili a quelle registrate per l'India). Diverso appare invece il quadro per il Canada (-0,2 p.p. e -0,1 p.p. rispettivamente) e, soprattutto, per la Russia (-0,9 p.p. a cui è atteso fare seguito una leggera revisione al rialzo, 0,1 p.p.). In questi due casi, le

revisioni sono da considerarsi una delle conseguenze del clima di incertezza e degli effetti geopolitici dovuti alle dinamiche ancora in essere, quali le tensioni commerciali e la guerra in Ucraina.

In generale, il clima di elevata incertezza è ben rappresentato dall'analisi di alcuni indicatori rappresentativi del fenomeno e delle sue sfaccettature. Si faccia ad esempio riferimento al Trade Policy Uncertainty Index, indice di misurazione del grado di incertezza legato alle politiche commerciali che, nonostante la significativa riduzione sperimentata negli ultimi mesi, continua a registrare dei valori ancora molto elevati rispetto ai dati storici. Una dinamica simile si nota anche per l'Economic Policy Uncertainty Index, un altro indice di incertezza caratterizzato da un perimetro più ampio, che sta mostrando una riduzione negli ultimi mesi nonostante il livello complessivo sia ancora molto elevato. Un ulteriore indicatore è poi dato dal World Uncertainty Index, il quale invece mostra una dinamica diversa rispetto agli altri due indicatori.

Figura 6: Indici di incertezza, Mondo - medie mobili a 3 mesi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019),³ Economic Policy Uncertainty database. WUI: World Uncertainty Index. Ultimo dato disponibile: novembre 2025.

Se da un lato sono le nuove politiche commerciali, principalmente quelle statunitensi, che comportano un aumento dell'incertezza globale, assieme ad altre dinamiche geopolitiche quali la guerra tra Russia e Ucraina e la guerra in Medio Oriente tra Israele e Hamas, le tensioni

³ 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.

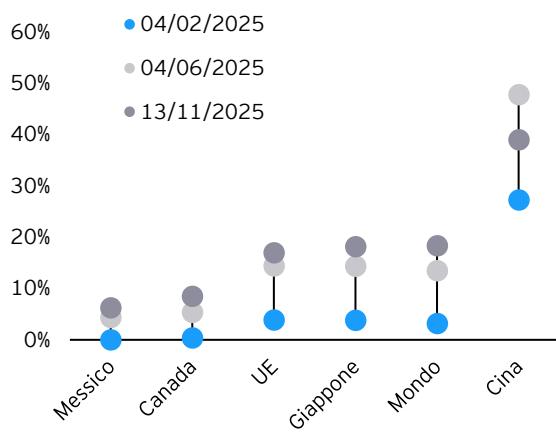
commerciali sembrerebbero non aver generato ancora degli impatti significativi a livello globale.

La resilienza dell'attività economica e gli effetti al momento non significativi sul livello dei prezzi sono le risultanti di diversi fattori, legati più ad elementi che hanno attenuato parzialmente gli effetti delle politiche commerciali, piuttosto che elementi rappresentativi di una solidità di fondo nei fondamentali economici.

Si pensi, a questo proposito, all'anticipazione dei consumi di famiglie e imprese in previsione di prezzi maggiorati dall'imposizione di dazi, che si è tradotta in un sostegno importante all'economia globale nei primi mesi del 2025. Anche i flussi commerciali sono stati adattati, ad esempio muovendosi verso paesi terzi nella ricerca di mercati di sbocco.

Allo stesso tempo, i ritardi nell'attuazione delle politiche commerciali annunciate, o comunque un'applicazione meno severa rispetto a quanto annunciato in diversi proclami, hanno permesso alle imprese di rinviare gli aumenti dei prezzi, in attesa di chiarimenti su quando sarebbero effettivamente entrate in vigore le nuove regole e quali sarebbero stati i livelli dei dazi per i diversi prodotti interessati.

Figura 7: Aliquota media applicata dagli USA a diversi paesi - media pesata per valore delle importazioni

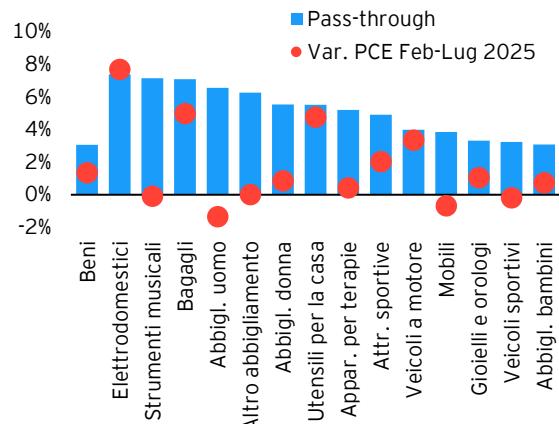


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF, WTO.

Nonostante non sia immediatamente visibile, l'effetto dei dazi sul livello dei prezzi è comunque presente, soprattutto nell'analisi dei dati a più alta

frequenza, come dimostrato nel lavoro di Cavallo et al. (2025).⁴ Il *pass-through* del livello dei dazi al livello generale dei prezzi (indice dei prezzi al consumo) è quindi presente ma al momento di portata ridotta.⁵

Figura 8: Pass-through inflazione, USA



Fonte: IMF World Economic Outlook, ottobre 2025. La categoria "Beni" fa riferimento ai beni al netto dell'energia e dei beni alimentari.

L'accumulo di scorte e il successivo smaltimento, le prevendite, gli ordini sospesi o le merci collocate in magazzini doganali, e la fissazione dei prezzi a seguito di contratti a lungo termine hanno inoltre rallentato il trasferimento dell'aumento dei costi sui prezzi.⁶ Anche l'aumento dei profitti delle imprese negli ultimi anni, a seguito dell'aumento del livello dei prezzi successivo alla pandemia di COVID-19, ha permesso di assorbire in parte l'aumento dei costi, trasferendo solo una parte di questo incremento ai consumatori.

Un ulteriore elemento da considerare è la dinamica dei tassi di cambio rispetto al dollaro, il quale non ha registrato un apprezzamento, come accaduto in precedenti episodi di tensioni commerciali, ma un deprezzamento, riflettendo una maggiore domanda di copertura da parte di investitori non statunitensi. Sebbene un dollaro più debole abbia amplificato gli effetti negativi delle politiche commerciali distorsive del commercio rendendo le importazioni statunitensi ancora più costose, il deprezzamento ha in parte anche sostenuto il commercio globale e ridotto le

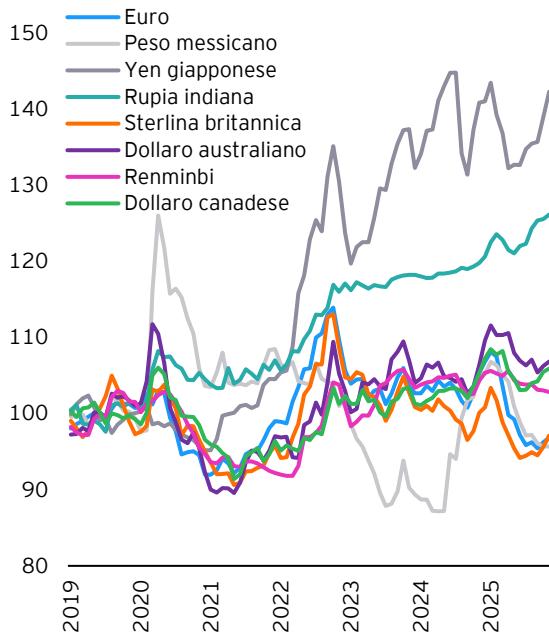
⁴ Cavallo, Alberto, Paola Llamas, and Franco Vazquez. 2025. "Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs." Harvard Business School Working Paper, Cambridge, MA.

⁵ International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2025 - Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim.

⁶ Bauer, R. Andrew, Renee Haltom, and Matthew Martin. 2025. "Why Businesses Say Tariffs Have a Delayed Effect on Inflation." Regional Matters (blog), Federal Reserve Bank of Richmond, August 8.

eventuali pressioni inflazionistiche legati al tasso di cambio (si pensi ad esempio che le quotazioni di molte delle principali commodity sono espresse in dollari, per cui un apprezzamento del dollaro avrebbe comportato un costo maggiore delle materie prime), supportando così le economie globali (soprattutto mercati emergenti ed economie in via di sviluppo).

Figura 9: Tasso di cambio del dollaro rispetto ad altre valute - indice, media 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat. Una riduzione dell'indice rappresenta un deprezzamento del tasso di cambio, e viceversa. Ultimo dato disponibile: novembre 2025.

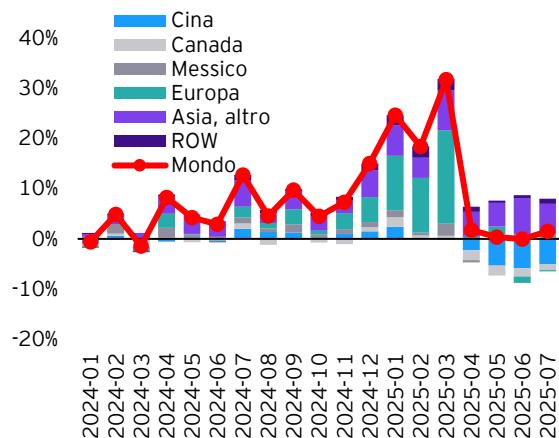
Nonostante gli effetti delle politiche distorsive del commercio non siano particolarmente visibili al momento su alcune metriche su cui ci si attendevano degli impatti, dal punto di vista degli scambi commerciali gli effetti sono invece visibili.

Gli ultimi dati mensili sulle importazioni di beni negli USA mostrano come, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, gli ultimi mesi siano stati caratterizzati da una forte decelerazione delle importazioni dopo i valori registrati nei primi mesi dell'anno, dinamica potenzialmente riconducibile all'anticipazione dell'acquisto di alcuni beni in previsione dell'implementazione delle politiche commerciali aggressive della nuova amministrazione statunitense.

⁷ Londono, Juan M., Sai Ma, and Beth Anne Wilson. 2025. "Costs of Rising Uncertainty." FEDS Notes, April 24. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3779>.

La decelerazione sperimentata è frutto principalmente di una riduzione delle importazioni dall'Europa e, allo stesso tempo, di una riduzione delle importazioni dalla Cina e dal Canada. Permane invece il ruolo positivo, nella crescita delle importazioni, dei paesi dell'Asia.

Figura 10: Importazioni di beni per paese di origine, USA - var. YoY e contributi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati UN Comtrade.

Questa incertezza in campo commerciale, e l'incertezza in generale, ha degli effetti negativi sulla crescita: in uno studio recente, Londono, Ma e Wilson (2025) mostrano come ad un aumento di una deviazione standard nell'incertezza della politica economica si accompagni un calo del 2% degli investimenti, con un picco circa due anni dopo lo shock e un calo graduale in circa tre anni. Le stime relative all'incertezza della politica commerciale variano tra lo 0,7% e il 2%, con un picco nei primi due trimestri e un calo nel secondo anno.⁷

A questo proposito è importante sottolineare come ci siano due canali principali attraverso i quali si manifestano gli effetti negativi dell'incertezza. In primo luogo, le imprese tendono a rinviare investimenti e progetti quando le prospettive sono incerte, perché attendere può rivelarsi potenzialmente meno costoso rispetto ad uno scenario peggiorativo.⁸ Le famiglie mostrano un comportamento simile, rinviando gli acquisti durevoli e mantenendo la spesa per i beni di prima necessità. Un secondo canale opera attraverso un comportamento precauzionale. Quando il rischio percepito sul reddito aumenta, le famiglie

⁸ Bernanke, Ben. 1983. "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment." Quarterly Journal of Economics 98 (1): 85-106.

risparmiano di più, attenuando così la crescita dei consumi (Bansal e Yaron 2004).⁹

Nonostante ciò, questo non si traduce necessariamente in una riduzione della produzione nel breve termine. L'anticipazione degli acquisti per evitare il potenziale aumento dei prezzi derivante dai futuri dazi doganali in parte compensa (temporaneamente) l'atteggiamento attendista e precauzionale. Allo stesso tempo, le aziende potrebbero scegliere di mantenere invariati i prezzi e assorbire i costi più elevati nei margini per conservare la propria base di clienti in attesa che l'incertezza si riduca, come precedentemente accennato.

L'esperienza della Brexit è un esempio interessante a riguardo, quando gli investimenti delle imprese hanno mantenuto una tendenza crescente nel periodo immediatamente successivo all'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea e hanno iniziato a contrarsi solamente partire dal 2018.¹⁰

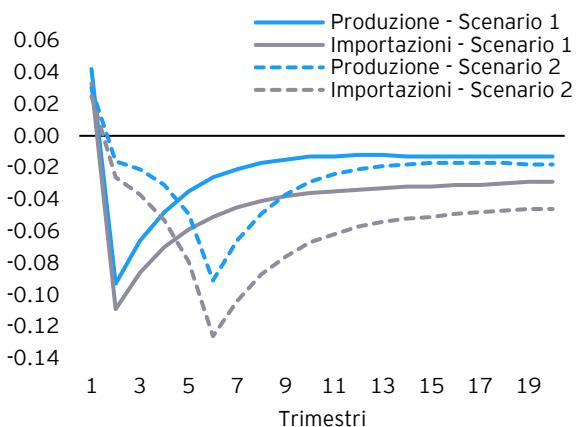
Per illustrare i meccanismi dell'incertezza nel contesto del commercio, in uno studio recente sono stati esaminati separatamente gli shock di incertezza dovuta alle politiche commerciali e l'effetto dei dazi. Sono stati svolte, a tal proposito, due analisi.

Nella prima gli agenti economici si confrontano con un aumento delle aliquote tariffarie che danno origine ad un aumento dell'incertezza, e anticipano i consumi (importazioni) temendo degli aumenti di prezzo potenzialmente più consistenti, dando così impulso alla produzione. Di fronte all'incertezza sui costi, le imprese aumentano i prezzi per mantenere costanti i margini, generando un aumento modesto e di breve durata dell'inflazione. Una volta che l'effetto dell'anticipazione dei consumi si riduce, l'incertezza agisce come uno shock negativo sulla domanda: l'attività rallenta e l'inflazione diminuisce man mano che le imprese comprimono i margini.

Nella seconda analisi, gli agenti economici ricevono oggi la notizia che l'incertezza tariffaria aumenterà in futuro, in modo simile a quello che accadrebbe nel caso di pause o proroghe delle dell'attuazione di specifiche scelte di politica commerciale. L'antico delle importazioni è

simile, questa volta però motivato da potenziali variazioni di prezzo più consistenti previste in futuro piuttosto che da un aumento immediato dei costi. Poiché i tempi dell'incertezza sono noti (ad esempio, la scadenza di una pausa, la data di un incontro di negoziazione bilaterale), le aziende possono pianificare, creando scorte e modificano i prezzi in maniera meno repentina. Di conseguenza, quando è possibile anticipare l'aumento di incertezza nel breve-medio termine, l'effetto sull'incremento dei prezzi è più graduale e appare più persistente rispetto a quando l'incertezza aumenta in maniera più repentina.¹¹

Figura 11: Risposta del livello della produzione e importazioni ad uno shock di incertezza - deviazione percentuale rispetto allo steady state



Fonte: IMF World Economic Outlook, ottobre 2025. Scenario 1: lo shock si concretizza nel primo trimestre; Scenario 2: le attese dello shock si formano nel primo trimestre, mentre lo shock si concretizza nel quarto trimestre.

Spostando l'attenzione sull'andamento delle quotazioni delle materie prime, è interessante notare come negli ultimi mesi siano state registrate delle dinamiche differenti a seconda della categoria considerata.

In riferimento al prezzo del petrolio, e nello specifico del Brent, a novembre 2025 si è registrato un valore pari a 63,6 \$/bbl,¹² in calo rispetto a quanto registrato nel resto dell'anno (media gennaio-ottobre pari a 70,2 \$/bbl), con la sola eccezione di maggio 2025 (64,2 \$/bbl). A questo proposito, gli annunci sui dazi hanno provocato un calo delle aspettative sulla domanda globale e hanno coinciso con l'avvio di un

⁹ Bansal, Ravi and Amir Yaron. 2004. "Risks for the Long Run: A Potential Resolution of Asset Pricing Puzzles." *Journal of Finance* 59(4): 1481-1509.

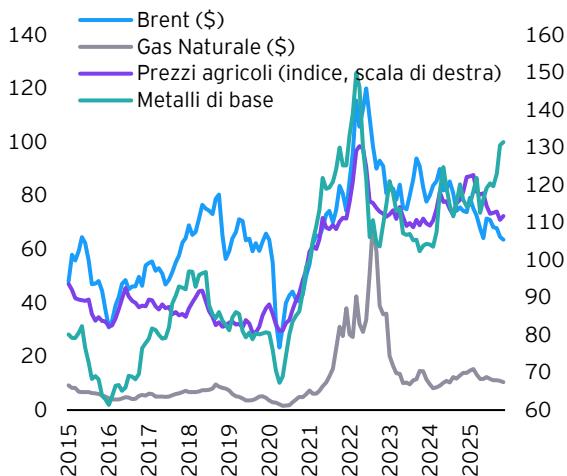
¹⁰ Bank of England (BOE). 2019. Monetary Policy Report, Section 4. London.

¹¹ Ghironi, Ozhan (2025).

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

programma di produzione accelerato da parte dell'OPEC+ (Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio più alcuni paesi non membri, tra cui la Russia). L'Agenzia internazionale per l'energia prevede una crescita della domanda globale di 0,7 mb/g (milioni di barili al giorno) nel 2025 e una crescita dell'offerta non-OPEC+ di 1,6 mb/g nel 2025 e dell'OPEC+ di 1,4 mb/g.¹³

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



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon 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: novembre 2025.

Nel complesso, quindi, nonostante le potenziali interruzioni delle forniture russe rappresentino un rischio al rialzo per i prezzi, l'aumento dell'offerta da parte dell'OPEC+, combinato con il clima economico globale incerto causato dai dazi, continua a esercitare una pressione al ribasso sui prezzi.

In riferimento al gas naturale quotato sul mercato europeo, questo si è assestato, a novembre, intorno ai valori registrati nei mesi precedenti, con una quotazione pari a 10,4 \$/mmbtu¹⁴, in riduzione rispetto al dato registrato ad ottobre (10,9 \$/mmbtu). 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 continuano lungo un percorso di crescita significativo. Rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, a novembre 2025 i metalli di base hanno registrato una crescita delle quotazioni del 13,2% (14,5% rispetto a gennaio 2025). L'aumento delle quotazioni fa riferimento ai principali componenti dell'indice (e.g., alluminio, rame, stagno) con la sola eccezione del nichel.

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.¹⁵

Le recenti tensioni geopolitiche potrebbero inoltre rendere i prezzi dei metalli più volatili, tenuto anche conto delle misure distorsive e restrittive del commercio in campo dall'inizio della

¹³ International Energy Agency, Oil Market Report - October 2025, <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-october-2025>.

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

¹⁵ Boer, Lukas, Andrea Pescatori, and Martin Stuermer. 2024. "Energy Transition Metals: Bottleneck for Net-Zero Emissions?" Journal of the European Economic Association 22.

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

È importante, infine, ricordare che le materie prime svolgono un ruolo centrale, ma spesso sottovalutato, nel determinare le fluttuazioni macroeconomiche sia nei mercati avanzati che in quelli emergenti e in via di sviluppo. Nel contesto degli attuali shock di offerta legati alla transizione energetica, disastri ambientali, e delle tensioni geopolitiche e commerciali, comprendere l'impatto macroeconomico delle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime è di fondamentale importanza. Per comprendere l'effetto degli shock dei prezzi delle materie prime sulla produzione e sull'inflazione è fondamentale capire quanto i settori in analisi siano interconnessi con il resto dell'economia e con il resto del mondo.¹⁸ Queste interconnessioni determinano la riallocazione della manodopera e del capitale tra i vari settori in risposta alle variazioni dei prezzi delle materie prime e svolgono un ruolo fondamentale nel determinare le fluttuazioni dell'attività reale e dell'inflazione.

Nel complesso, la situazione geopolitica ed economica rimane ancora complessa, caratterizzata ancora da incertezza circa gli sviluppi futuri degli assetti mondiali. Le previsioni di crescita risentono delle misure distorsive del commercio e possibili evoluzioni, 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

A causa dello shutdown, ovvero il blocco delle attività amministrative a seguito della mancata approvazione del bilancio, i dati relativi al terzo trimestre dell'economia statunitense e gli ultimi dati mensili non sono disponibili. Si riportano quindi di seguito gli ultimi dati disponibili.

Il PIL degli Stati Uniti ha registrato nel secondo trimestre del 2025 una crescita dello 0,8% (3,3% il tasso di crescita annualizzato),¹⁹ 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.²⁰

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti ha registrato, negli ultimi mesi, una ripresa. Si pensi, a questo proposito, che a settembre 2025 è stato registrato un tasso di inflazione al 3,0%, valore in linea con quanto registrato a gennaio 2025 e in crescita rispetto ai valori della prima metà dell'anno (media gennaio-giugno del 2,6%). Una

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

¹⁷ Alvarez, Jorge, Mehdi Benatiya Andaloussi, Chiara Maggi, Alexandre Sollaci, Martin Stuermer, and Petia Topalova. 2023. "Geoeconomic Fragmentation and Commodity Markets." IMF Working Paper 2023/201.

¹⁸ Si faccia, a questo proposito, riferimento ai seguenti lavori: Baqaee, David, and Emmanuel Farhi. 2019. "The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem." *Econometrica* 87 (4): 1155-203; Bigio, Saki, and Jennifer La'O. 2020. "Distortions in Production Networks." *Quarterly Journal of Economics* 135 (4):

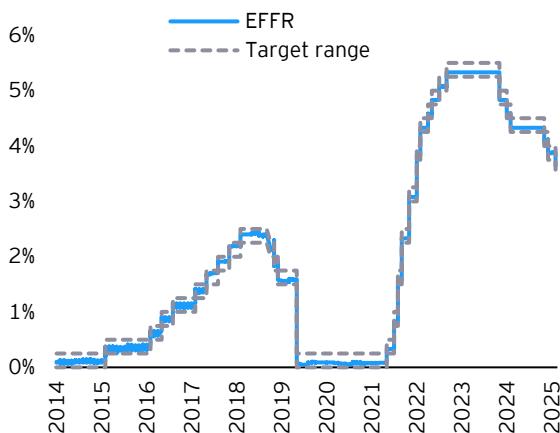
2187-253; Silva, Alvaro. 2024. "Inflation in Disaggregated Small Open Economies." Federal Reserve Bank of Boston Research Department Working Paper 24-12, Boston, MA; Silva, Alvaro, Petre Caraiani, Jorge Miranda-Pinto, and Juan Olaya-Agudelo. 2024. "Commodity Prices and Production Networks in Small Open Economies." *Journal of Economic Dynamics and Control* 168: 104968.

¹⁹ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/fag/463>.

²⁰ 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>.

dinamica simile si registra anche per gli altri indici dei prezzi (ad esempio il Personal Consumer Expenditure Price Index).²¹

Figura 13: Tassi di riferimento di politica monetaria della Federal Reserve, Stati Uniti



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon 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/eффr>.

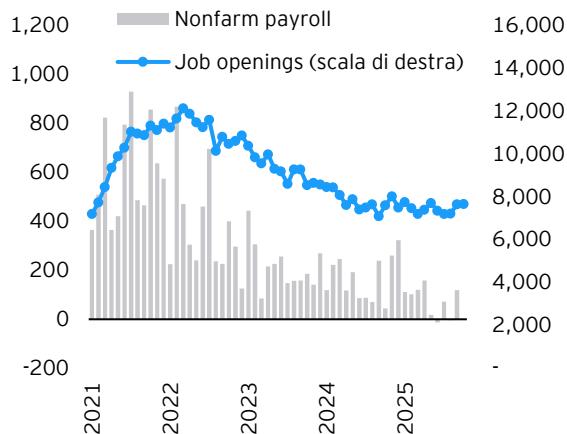
Nonostante l'andamento del tasso di inflazione (non ancora in linea con i target della Banca Centrale), la Federal Reserve ha deciso, nel suo ultimo incontro, di procedere con una riduzione dei tassi di riferimento di politica monetaria, ponendosi su un range compreso tra il 3,50% ed il 3,75%.²²

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 perseguitamento della piena occupazione e gestione dell'andamento dei prezzi.

Come accennato, però, il mercato del lavoro appare in rallentamento. A settembre la crescita del numero di occupati è stata pari a 119.000 unità, dopo una contrazione di 4.000 unità nel mese 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 sopra al 4%.²³

Figura 14: Variazione nel numero di nonfarm payroll e apertura di nuovi posti di lavoro - USA



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon 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 settembre 2025 la spesa per consumi abbia segnato una sostanziale stagnazione rispetto al mese precedente (0,0%), dopo una crescita debole nel mese precedente (0,2%).²⁴ La stasi è dovuta principalmente ad una contrazione della spesa per il consumo di beni (-0,4% a settembre, dopo una crescita nel mese precedente pari allo 0,3% ed una crescita più marcata a luglio, pari al 0,6%), e ad una crescita della spesa per servizi (0,2%, crescita di entità simile a quella sperimentata nel mese precedente).

L'attività del comparto industriale e manifatturiero si mostra debole: il primo registra, a settembre 2025, una lieve crescita (0,1%) rispetto al mese precedente (dopo una contrazione dello 0,3% ad agosto 2025 ed una crescita dello 0,2% a luglio 2025); dinamiche deboli si registrano anche per il comparto

²¹ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/data/personal-consumption-expenditures-price-index>.

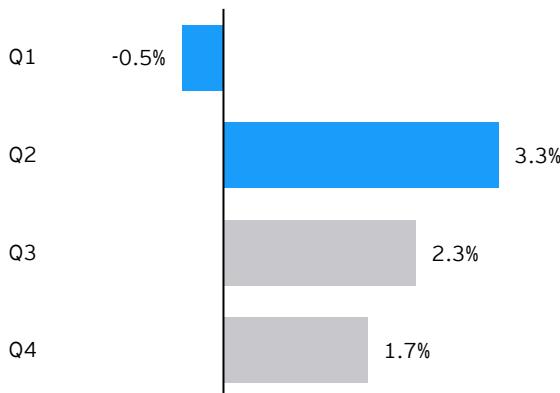
²² Federal Reserve issues FOMC statement, 10 December 2025, https://www.federalreserve.gov/news-events/pressreleases/monetary_20251210a.htm.

²³ Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>.

²⁴ Personal Income and Outlays, September 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2025/personal-income-and-outlays-september-2025>.

manifatturiero, che nel mese di settembre registra una sostanziale stasi, dopo una crescita dello 0,2% e 0,1% rispettivamente a luglio ed agosto. In termini tendenziali la produzione industriale e la produzione manifatturiera mostrano un andamento più incoraggiante, con una crescita rispettivamente dell'1,6% e 1,5%.²⁵

Figura 15: PIL 2025 - USA, var. % QoQ annualizzata



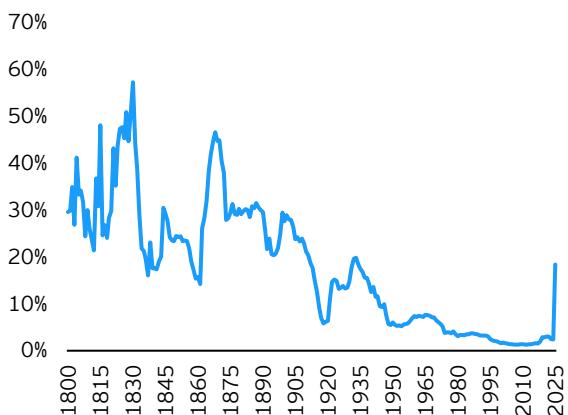
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Le barre grigie rappresentano le previsioni disponibili per i prossimi trimestri (New York Fed Staff Nowcast). I tassi di variazione sono annualizzati. Ultimo aggiornamento: 5 Dicembre 2025.

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di novembre 2025 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra il -0,15% ed il +3,21%, con una mediana dell'1,62%,²⁶ a dimostrazione di un'economia nel complesso dinamica. In particolare, le previsioni a breve termine della Federal Reserve Bank di New York sull'andamento dell'economia statunitense indicano, per il terzo e quarto trimestre del 2025, un tasso di crescita annualizzato²⁷ rispettivamente del 2,3% e 1,7%.²⁸

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 18%, 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 16: Aliquota tariffaria media effettiva, USA



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su Organizzazione Mondiale del Commercio, Fondo Monetario Internazionale. Ultimo aggiornamento: novembre 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.²⁹

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

²⁵ Industrial Production and Capacity Utilization, July 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/q17/current/default.htm>.

²⁶ 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>.

²⁷ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/fag/463>.

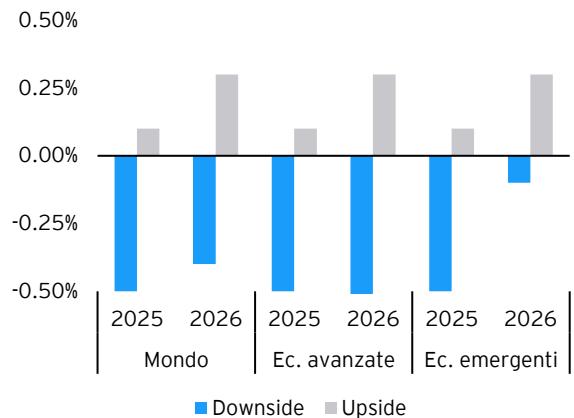
²⁸ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

²⁹ World Bank, Global Economic Perspective, June 2025.

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 configurata 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.

Figura 17: Variazione della crescita mondiale nei diversi scenari - punti percentuali



Fonte: Banca Mondiale.

Regno Unito

Nel Regno Unito si è registrata una crescita dello 0,1% nel terzo trimestre del 2025, successiva ad una crescita più dinamica nel secondo trimestre (0,3%) e nel primo trimestre del 2025 (0,7%). La performance del terzo trimestre 2025 è dovuta principalmente ad una crescita dei consumi privati (0,2%), ad una crescita più dinamica dei consumi della pubblica amministrazione (0,5%), ad una crescita degli investimenti (1,8%) e ad un contributo positivo del commercio estero.³⁰

I dati a più alta frequenza mostrano un andamento in leggera crescita dell'economia: dopo una contrazione (rispetto al mese precedente) dello 0,1% a luglio ed agosto, a settembre il settore dei servizi è tornato a registrare una crescita debole pari allo 0,2%.³¹

Anche il settore delle costruzioni si mostra in espansione, registrando a settembre una crescita dello 0,2%, dopo una contrazione dello 0,5% registrata ad agosto ed una crescita dello 0,2% a luglio.³² In relazione all'industria, nel mese di settembre si è registrata una contrazione del 2,0% che fa seguito ad un'espansione dello 0,3% e ad

³⁰ GDP first quarterly estimate, UK: July to September 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletin/gdpfirstquarterlyestimateuk/julytoseptember2025>.

³¹ Office for National Statistics, Index of Services, UK: September 2025, <https://www.ons.gov.uk/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/september2025>.

³² Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: September 2025, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/september2025newordersandconstructionoutputpriceindicesjulytoseptember2025>.

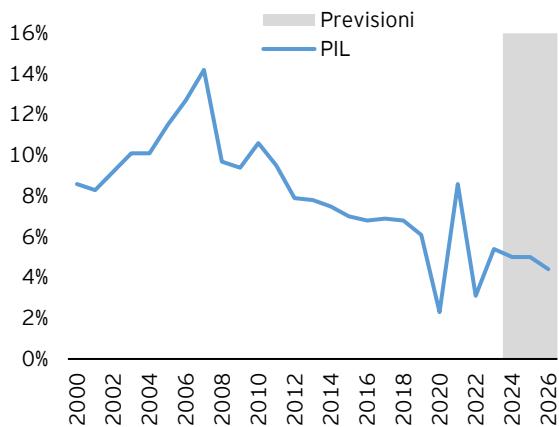
una contrazione dello 0,1% rispettivamente nei mesi di agosto e luglio 2025.³³

Infine, in riferimento all'andamento dei prezzi, ad ottobre il tasso di inflazione (3,6%) ha registrato una flessione rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti (3,8% da luglio a settembre). Il tasso di inflazione nel Regno Unito rimane quindi ancora elevato rispetto ai valori registrati alla fine dell'anno precedente (2,5% a dicembre 2024). Il tasso di inflazione core rimane anch'esso elevato e sostanzialmente stabile intorno al 3,5% (3,4% ad ottobre, 3,5% a settembre, 3,6% ad agosto).³⁴

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 (l'OCSE nel suo ultimo Economic Outlook stima una crescita del 5,0% per il 2025 e 4,4% nel 2026, in modo simile a quanto atteso dal Fondo Monetario Internazionale che stima una crescita nei due anni pari rispettivamente al 4,8% e 4,2%), ma rappresenta una tendenza di lungo termine in atto dal periodo successivo alla crisi finanziaria (2008).

Figura 18: PIL, Cina - var. %



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati e previsioni OCSE.

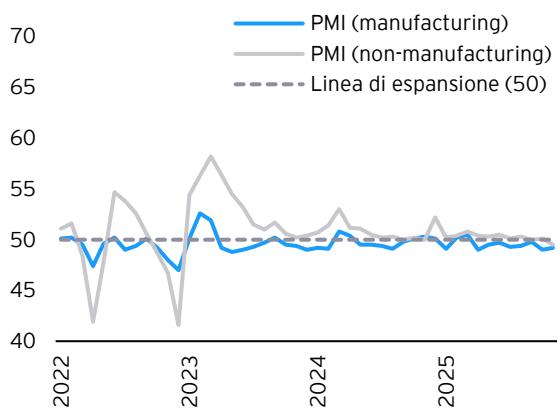
³³ Office for National Statistics, Index of Production, UK: September 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/september2025>.

³⁴ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: October 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/october2025>.

Analizzando gli ultimi dati, l'economia cinese mostra una variazione del PIL nel terzo trimestre del 2025 del 4,8% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 5,2% e 5,4% rispettivamente nel secondo e primo trimestre. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, il PIL ha registrato un incremento nel terzo trimestre dell'1,1%, dopo una crescita dell'1,0% e 1,2% rispettivamente nel secondo e primo trimestre del 2025.³⁵

Il comparto industriale è in leggero rallentamento: nel mese di ottobre il valore aggiunto è cresciuto, rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, del 4,9%, dopo aver registrato nel mese di settembre una crescita del 6,5%. La crescita registrata ad ottobre è in parte dovuta alla crescita del valore aggiunto della produzione di altri mezzi di trasporto (variazione annuale del 15,2%) e del settore automotive (15,2%).³⁶

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



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

³⁵ Preliminary Accounting Results of GDP for the Third Quarter of 2025, <https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202510/t202510271961697.html>.

³⁶ Industrial Production Operation in October 2025, <https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202511/t202511171961875.html>.

un andamento sostanzialmente in linea con la soglia di espansione (50).³⁷

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione degli investimenti tra gennaio e ottobre del 2025 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente del 15%, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.³⁸

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita cumulata degli investimenti tra gennaio e ottobre del 2025 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente è negativa, con una contrazione dell'1,7%, mostrando un andamento negativo da maggio 2025 (crescita cumulata gennaio-maggio pari al 3,7%).³⁹

In riferimento alle vendite al dettaglio, ad ottobre 2025 si è registrata una crescita annuale (rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) del 2,9%, inferiore rispetto a quanto registrato a settembre (3,0%) e ad agosto (3,4%).⁴⁰

Dal punto di vista del commercio estero, le esportazioni hanno registrato, a ottobre 2025, una contrazione tendenziale dello 0,8% a fronte di un aumento delle importazioni dell'1,4%.⁴¹ Il mese di ottobre rappresenta il primo mese di crescita tendenziale negativa da quando è stata implementata la nuova politica commerciale statunitense.

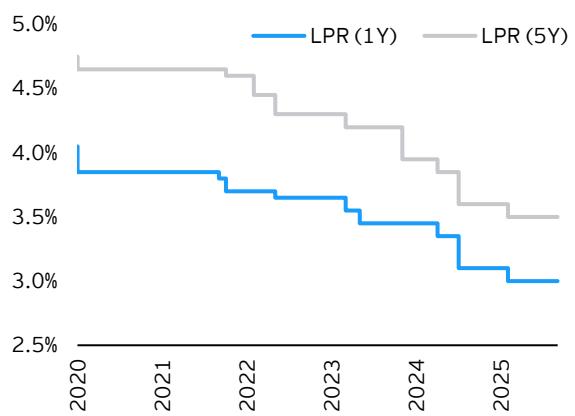
Sulla base delle informazioni riportate è possibile affermare che l'economia cinese stia sperimentando un rallentamento della crescita economica, alla quale il paese sta facendo fronte anche attraverso specifiche misure fiscali⁴² e monetarie.

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).⁴³

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



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati People Bank of China. Ultimo dato disponibile: novembre 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.⁴⁴

Il rallentamento dell'economia cinese è atteso, in ogni caso, proseguire, evidenziando la

³⁷ Purchasing Managers' Index for November 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202512/t20251202_1961963.html.

³⁸ Investment in Real Estate Development from January to October 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202511/t20251117_1961878.html.

³⁹ Investment in Fixed Assets from January to October 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202511/t20251117_1961877.html.

⁴⁰ Total Retail Sales of Consumer Goods in October 2025, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202511/t20251117_1961879.html.

⁴¹ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statistics/report/preliminary.html>. La variazione annuale delle esportazioni si attesta al -1,1% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al +1,0%.

⁴² 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.

⁴³ Per maggiori informazioni, <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

⁴⁴ Rotunno, L., & Ruta, M. (2024). Trade Implications of China's Subsidies. IMF Working Paper WP/24/180, 2024 Aug.

necessità di riforma del modello di crescita. Tra le principali sfide da considerare rientrano quelle demografiche (l'invecchiamento della popolazione ridurrà la forza lavoro),⁴⁵ il rallentamento della crescita della produttività (considerata la sua transizione verso lo status di economia avanzata),⁴⁶ 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 2038.⁴⁷

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 in leggero miglioramento ma 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.

⁴⁵ 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.

⁴⁶ 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.

⁴⁷ 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 0,1% nel secondo trimestre del 2025, l'Eurozona ha registrato una crescita del PIL più dinamica (0,3%). Questo dato riflette una crescita del PIL dello 0,6% in Spagna e dello 0,5% in Francia, mentre si registra sostanzialmente una stasi in Germania (0,0%) e in Italia (0,1%).

Dal punto di vista tendenziale, cioè confrontando il terzo trimestre del 2025 con il terzo trimestre dell'anno precedente, la crescita del PIL nell'Eurozona è stata pari all'1,4%, un valore simile a quello registrato nel secondo e 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 Francia, Italia e Germania (rispettivamente, 0,9%, 0,6% e 0,3%).

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

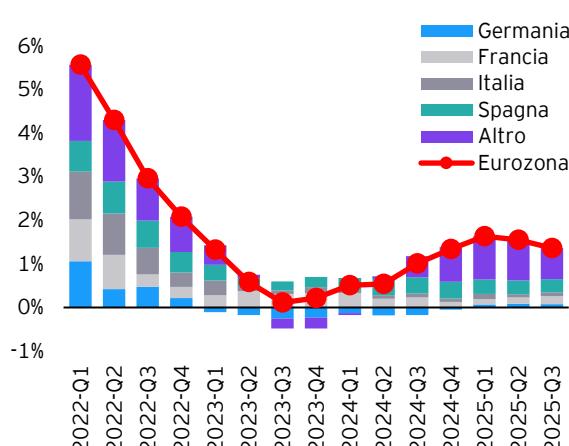
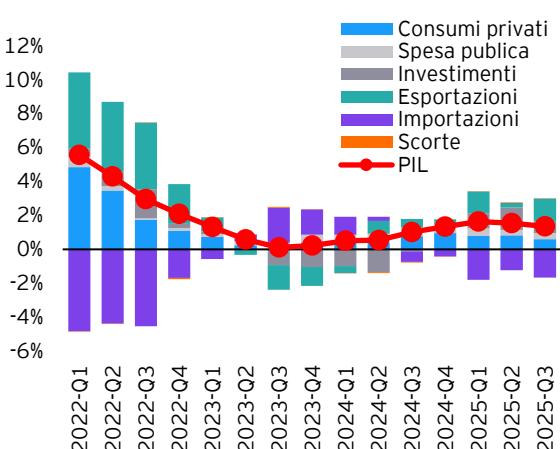


Figura 22: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat.

Dal punto di vista delle componenti del PIL, a trainare la crescita nel terzo trimestre del 2025 sono stati principalmente i consumi privati e gli investimenti (con un contributo positivo alla crescita rispettivamente pari a 0,6 e 0,7 punti percentuali); seguono i consumi pubblici (0,4 punti percentuali), mentre la domanda estera netta ha contribuito negativamente, con una crescita più sostenuta delle importazioni rispetto alle esportazioni.

La produzione industriale dell'Eurozona mostra, ad ottobre 2025, un andamento positivo in termini tendenziali (2,1%) rappresentando il nono mese consecutivo di crescita, dopo circa 21 mesi di contrazione. Dal punto di vista congiunturale, invece, l'indice della produzione industriale si mostra più volatile, alternando mesi di crescita a mesi di contrazione. Nel complesso l'indice della produzione industriale mostra un'industria nell'Eurozona ancora caratterizzata da elementi di debolezza, con dei valori vicini ma ancora al di sotto dei valori medi del 2021 (inferiore di circa l'1%).

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

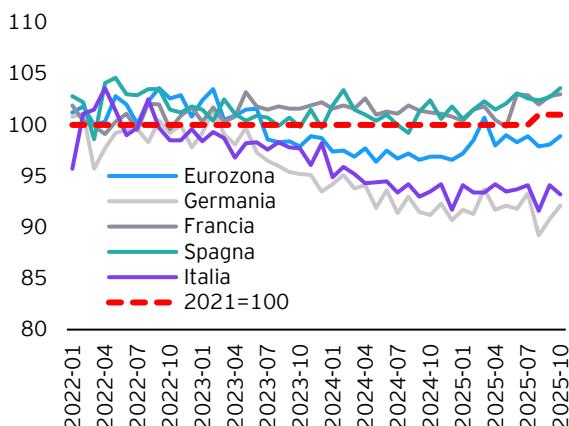
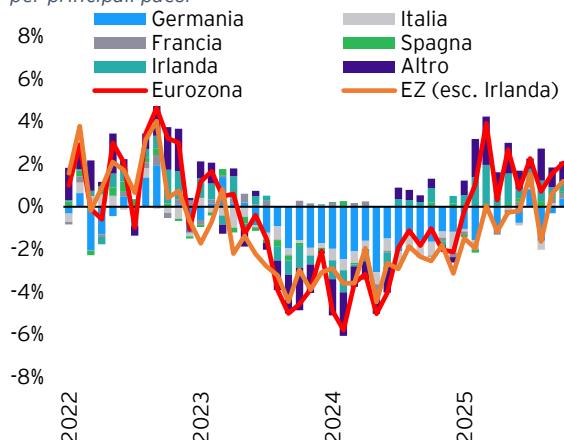


Figura 24: Produzione industriale - var. YoY e componenti per principali paesi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat. Per la produzione industriale si fa riferimento ai codici NACE Rev. 2 B-D (*Mining and quarrying; manufacturing; electricity, gas, steam and air conditioning supply*). Ultimo dato disponibile: settembre 2025.

Nell'analizzare l'andamento della produzione industriale è inoltre importante tenere in considerazione il ruolo dell'Irlanda, il cui contributo all'andamento del settore industriale dell'Eurozona presenta delle complessità, essendo sede di numerose grandi imprese manifatturiere. Depurando il dato dell'andamento del comparto industriale irlandese, l'andamento dell'industria espresso dall'indice in analisi appare meno positivo.

Analizzando le principali macrocategorie dei beni industriali, la produzione dei beni intermedi mostra le maggiori criticità: se da un lato ottobre è stato caratterizzato da una crescita di questo tipo di produzione (0,6%), l'indice della produzione industriale dei beni manifatturieri intermedi è inferiore, rispetto alla media del 2021, di circa l'11%. Diverso appare invece il quadro per i beni di consumo e beni strumentali, il cui indice di riferimento è posizionato sopra i livelli del 2021 (rispettivamente per il 11,3% e 1,9%).

Parlando dell'industria, è importante sottolineare che il 4 aprile 2025 la Cina ha imposto restrizioni alle esportazioni delle terre rare, creando delle problematiche produttive in alcuni settori. Le misure sono state introdotte come ritorsione all'aumento dei dazi statunitensi sui prodotti cinesi durante l'*escalation* delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, configurandosi così come uno shock dal lato dell'offerta. La Cina rappresenta il fornitore principale di terre rare (circa il 95%) a livello globale ed occupa inoltre una posizione centrale nella raffinazione di altre materie prime critiche, quali il litio e il cobalto.⁴⁸ Questi fattori non solo sottolineano il ruolo fondamentale della Cina nelle catene di approvvigionamento globali, ma evidenziano la vulnerabilità dell'Eurozona a possibili perturbazioni geopolitiche.⁴⁹

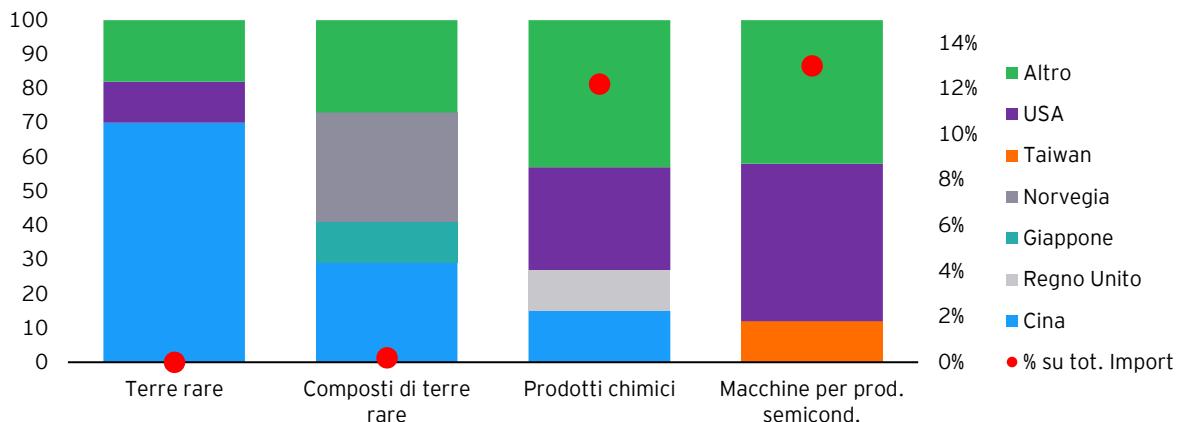
Nello specifico delle relazioni con l'Eurozona, dalla Cina proviene circa il 70% delle importazioni di terre rare. A questo però si deve aggiungere l'esposizione "indiretta", ovvero l'esposizione verso le importazioni di beni che contengono questi elementi e per cui, a loro volta, i paesi produttori di quei beni importano terre rare dalla Cina. Ad esempio, gli Stati Uniti importano circa l'80% delle terre rare dalla Cina, motivo per cui l'Eurozona rimane esposta anche indirettamente alle forniture cinesi in fase di importazione di prodotti statunitensi che utilizzano terre rare.⁵⁰

⁴⁸ International Energy Agency (2024), "Global Critical Minerals Outlook 2024", IEA Publications.

⁴⁹ International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy (2023), "The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective", Occasional Paper Series, No 311, ECB; Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Gerinovics, R. and Meunier, B. (2025), "Unveiling the hidden costs of critical dependencies", Economic Bulletin, Issue 5, ECB.

⁵⁰ ECB Economic Bulletin Issue 6-2025.

Figura 25: Provenienza di specifici prodotti per paese, Eurozona - % sul totale



Fonte: ECB Economic Bulletin Issue 6-2025.

La carenza di approvvigionamento di terre rare ha delle ripercussioni negative su gran parte dell'industria manifatturiera con effetti negativi diffusi. Le terre rare rappresentano infatti un elemento fondamentale nella produzione di beni specifici, tra cui automobili, computer e telefoni, in settori fondamentali per la catena di produzione dell'Eurozona. Secondo una recente ricerca, per circa un quarto di tutte le imprese, tra cui Volkswagen, Renault e Telefónica, esiste un solo intermediario che li "separa" dai fornitori cinesi di terre rare (un solo intermediario quindi si frappone tra queste aziende e il fornitore cinese di terre rare). Gli intermediari sono spesso aziende tecnologiche statunitensi che realizzano prodotti con terre rare fornite da società cinesi. Questa dipendenza da catene di approvvigionamento indirette amplifica l'esposizione delle imprese dell'Eurozona a potenziali shock di fornitura, tenuto conto che anche piccole interruzioni delle esportazioni cinesi possono ripercuotersi a cascata sugli "intermediari" ed avere ripercussioni negative su un'ampia gamma di settori industriali.⁵¹

Un'interruzione improvvisa delle forniture di terre rare dalla Cina agli Stati Uniti avrebbe un impatto significativo sull'economia dell'Eurozona, poiché le imprese statunitensi operano in settori strategici e dipendono in maniera significativa dalle materie prime provenienti dalla Cina. Attualmente, circa 160 imprese statunitensi fungono da intermediari diretti tra le aziende europee e gli esportatori cinesi, ma ciascuna di esse serve numerose controparti nell'Eurozona, per cui eventuali interruzioni nelle forniture potrebbero generare effetti significativi a cascata lungo le catene di approvvigionamento.

Continuando l'analisi di dati congiunturali, l'analisi degli indicatori PMI⁵² 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 sopra il livello di riferimento appena citato da alcuni mesi, a dimostrazione di un clima sostanzialmente positivo degli operatori del settore.

Nel complesso positiva appare anche la fiducia nel settore dei servizi, dove gli indici riferiti ai principali quattro paesi dell'Eurozona sono sopra la soglia di riferimento dei 50 punti.

⁵¹ ECB Economic Bulletin Issue 6-2025.

⁵² L'indice PMI (Purchasing Managers' Index) è uno degli indici congiunturali più popolari, ovvero un indice della direzione prevalente delle tendenze economiche nei settori manifatturiero, delle costruzioni e dei servizi, ottenuto grazie ad indagini tempestive condotte sulle aziende più rappresentative dei settori di riferimento. Valori superiori a 50 indicano una tendenza di crescita dell'attività economica, valori inferiori a 50 una sua diminuzione.

Figura 26: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

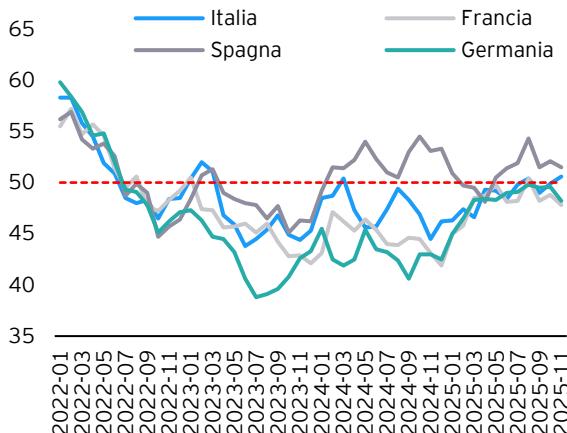
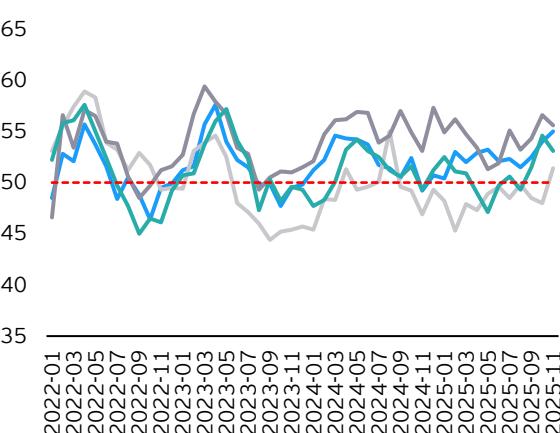


Figura 27: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati S&P Global. Ultimo dato disponibile: novembre 2025.

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Il 30 ottobre 2025 la Banca Centrale Europea ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della politica monetaria,⁵³ tenuto conto dell'andamento e delle prospettive di inflazione (intorno al 2%), delle dinamiche del mercato del lavoro positive, nonché del contesto generale e delle possibili dinamiche che possono comportare un rialzo dell'indice dei prezzi.

L'ultima *Survey of Professional Forecasters* (quarto trimestre 2025)⁵⁴ della Banca Centrale Europea conferma le attese della BCE in merito all'andamento del tasso di inflazione. Questo è atteso, infatti, al 2,1% nel 2025, 1,8% nel 2026 e 2,0% nel 2027, con una leggera revisione al rialzo per il 2025 di 0,1 punti percentuali. 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).

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 centrale⁵⁵ si attestano quindi rispettivamente al 2,15%, al 2,40% e al 2,00 %.

⁵³ ECB, Monetary policy decisions, 30 October 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp251030-cf0540b5c0.en.html>.

⁵⁴ The ECB Survey of Professional Forecasters, Fourth quarter of 2025, October 2025. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/ecb.spf2025q4.en.html.

⁵⁵ 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 28: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

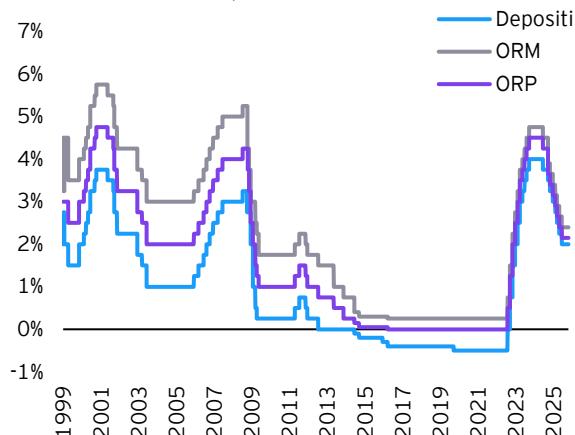
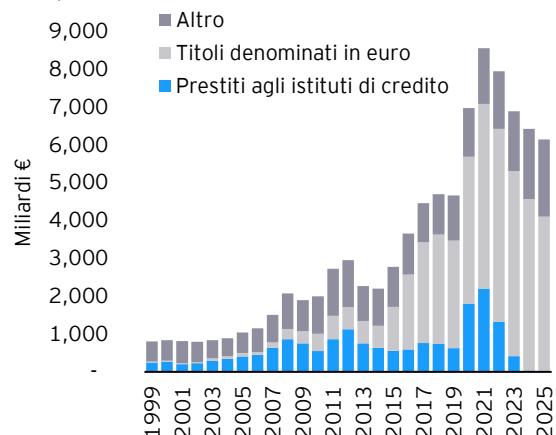


Figura 29: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon 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 28 novembre 2025.

Soffermandosi sugli effetti della politica monetaria restrittiva posta in essere negli anni precedenti, questa non solo ha permesso un rientro dell'inflazione verso valori 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"⁵⁶ insieme a significativi aumenti degli spread sui titoli di stato, deprezzamenti delle valute locali e una riduzione significativa della produzione.⁵⁷ 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.

⁵⁶ 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).

⁵⁷ 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 30: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % YoY

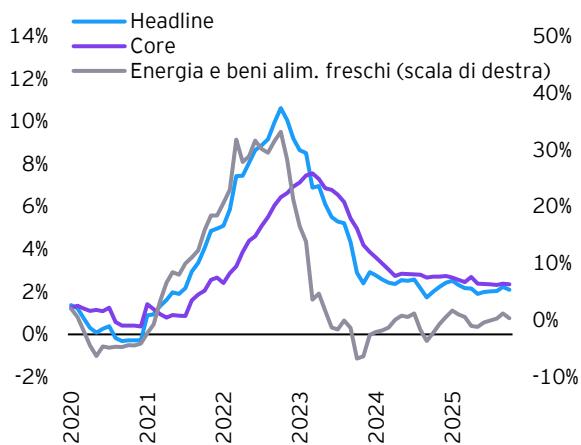
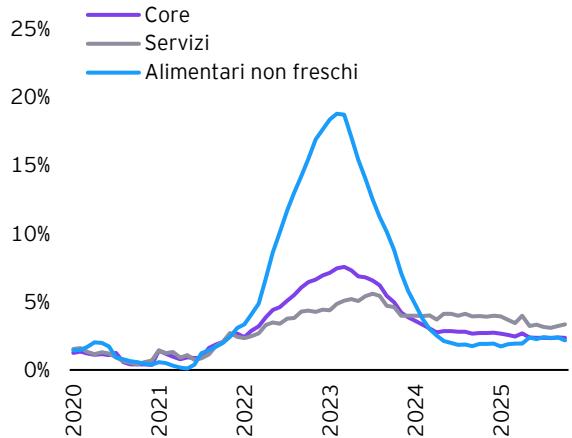


Figura 31: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % 3 mesi su 3 mesi annualizzata



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

Ad ottobre l'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi) si è attestata nell'Eurozona al 2,1%. 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)⁵⁸ continua a mostrare valori più elevati e persistenti (2,4% ad ottobre, valore simile al dato registrato nei cinque 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.

Sempre in riferimento all'andamento dell'inflazione in Eurozona, è importante considerare che il tasso analizzato è rappresentativo dei diversi paesi dell'Unione Monetaria e che può discostarsi in maniera più o meno significativa dal tasso di inflazione di alcuni dei paesi membri.

Figura 32: Inflazione e grado di dispersione, Eurozona

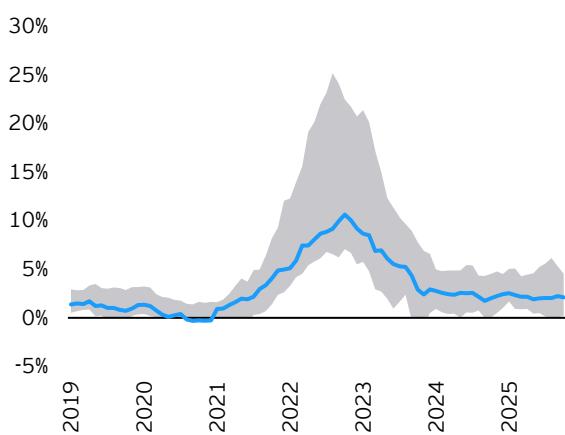
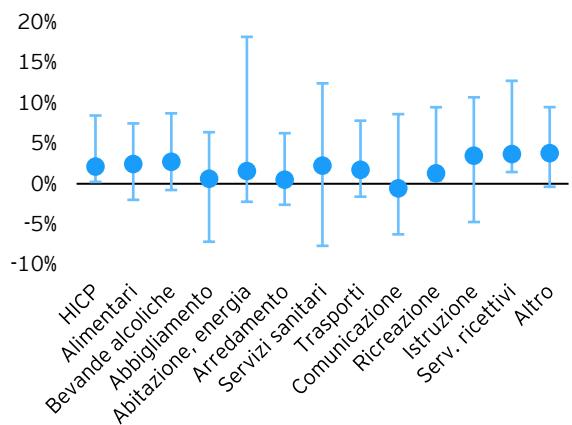


Figura 33: Inflazione e grado di dispersione per tipologia di prodotto, Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat. Il tasso di inflazione è calcolato sull'indice dei prezzi al consumo armonizzato. HICP: Harmonized Index of Consumer Prices. L'area grigia (grafico a sinistra) e le barre verticali (grafico a destra) rappresentano la dispersione dell'inflazione per le categorie considerate. Ultimo dato disponibile: ottobre 2025.

⁵⁸ 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.

Il grado di dispersione dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato ha raggiunto livelli molto elevati tra il 2022 ed il 2023, a seguito delle pressioni inflazionistiche registrate successivamente alla pandemia e con la crisi energetica di quegli anni. Dal 2024 ad oggi il livello di dispersione si è indubbiamente ridotto rispetto ai picchi registrati negli anni precedenti, nonostante questo sia maggiore rispetto a quanto registrato nel periodo pre-pandemico.

Analizzando nel dettaglio le componenti dell'indice dei prezzi al consumo, si nota inoltre l'eterogeneità della dispersione: la componente energetica, ad esempio, presenta un grado di dispersione molto elevato, rappresentativo delle scelte di politica energetica e della dipendenza da forniture (ad esempio, dalla Russia) oramai ridotte dei diversi paesi. Un ulteriore possibile elemento da considerare nello spiegare l'andamento eterogeneo dell'inflazione tra i diversi paesi dell'Eurozona fa riferimento alla diversa efficacia dei meccanismi di trasmissione di politica monetaria: è stato dimostrato, ad esempio, che gli effetti della politica monetaria sono più pronunciati nelle economie che presentano un sistema finanziario più sviluppato (il quale permette una maggiore efficienza del canale del credito, uno dei canali principali di trasmissione di politica monetaria), o dove il livello di incertezza è minore (coerentemente con l'idea che l'incertezza non solo riduce i livelli di investimento, di domanda di lavoro e dei consumi, ma rende anche gli attori economici meno sensibili alle variazioni delle condizioni economiche e dei tassi di interesse).⁵⁹ Meno importante, invece, risulta il livello di sviluppo economico (ovvero se consideriamo un'economia emergente o avanzata).⁶⁰ È infine da citare il coordinamento della politica monetaria con quella fiscale, che può comportare una maggiore efficacia dei meccanismi di trasmissione di politica monetaria e, di conseguenza, una diversa dinamica dell'andamento dell'indice dei prezzi al consumo.^{61,62}

La persistenza di alcune componenti dell'indice dei prezzi al consumo è in parte spiegata anche dall'andamento positivo del mercato del lavoro nell'Eurozona. Quest'ultimo, infatti, continua a mostrarsi in salute anche se caratterizzato da un parziale raffreddamento. Uno strumento che permette di analizzare la sua dinamica è la curva di Beveridge, che indaga la relazione tra tasso di disoccupazione e posti vacanti nell'economia (*job vacancy rate*⁶³), restituendo così informazioni sullo stato di salute dell'economia stessa e sulle caratteristiche del mercato del lavoro.

Figura 34: Curva di Beveridge nei paesi dell'Eurozona - 2019q1-2025q2

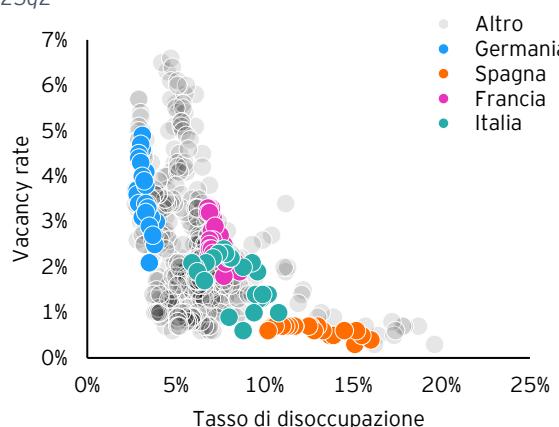
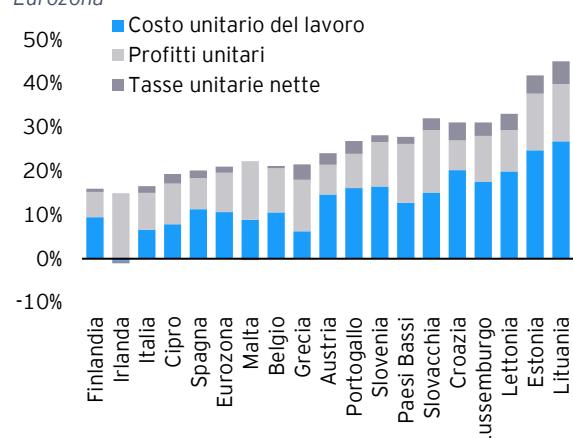


Figura 35: Contributi alla crescita del deflatore del PIL, Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat.

⁵⁹ Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *econometrica*, 77(3), 623-685.

⁶⁰ Deb, P., Flores, J. E., Firat, M., & Furceri, D. (2023). Monetary Policy Transmission Heterogeneity: Cross-Country Evidence.

⁶¹ Bianchi, F., Faccini, R., Melosi, L. (2020). Monetary and fiscal policies in times of large debt: Unity is strength (No. w27112). National Bureau of Economic Research.

⁶² Beyer, R., Duttagupta, R., Fotiou, A., Honjo, K., Horton, M., Jakab, Z., Lindé J. (2023). "Shared Problem, Shared Solution: Benefits from Fiscal-Monetary Interactions in the Euro Area".

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

Anche in questo caso, analizzando le principali economie dell'Eurozona, si nota una certa eterogeneità. Si consideri ad esempio la Spagna, la quale mostra dei valori di *vacancy rate* non particolarmente elevati se confrontati con gli altri principali paesi (Italia, Francia e Germania), a cui però si unisce un tasso di disoccupazione maggiore. Questi due fattori descrivono un mercato del lavoro non particolarmente dinamico al momento, con possibili ridotte pressioni sui prezzi derivanti da questo canale. Diversa appare la situazione della Germania, che si caratterizza per valori elevati di *vacancy rate* a cui si associa un tasso di disoccupazione inferiore al 5%. In questo caso, il mercato del lavoro può sì rappresentare un elemento di pressione sul livello dei prezzi, soprattutto nella sua componente core (inflazione di fondo).

Il tema del mercato del lavoro e del ruolo delle retribuzioni nell'andamento delle dinamiche dell'indice dei prezzi al consumo può essere analizzato anche sotto il profilo della contabilità nazionale. Scomponendo infatti il deflatore del PIL⁶⁴ nelle sue componenti principali dal lato del reddito,⁶⁵ si nota come la componente del costo del lavoro ha rappresentato, tra il quarto trimestre del 2019 ed il secondo trimestre del 2025, un fattore cruciale nell'aumento del livello dei prezzi, nonostante le differenze tra i paesi.

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

Le banche dell'Eurozona hanno segnalato un lieve e inatteso inasprimento netto dei criteri di offerta alle imprese nel terzo trimestre del 2025 (percentuale netta delle banche pari al 4%). Questo risultato fa seguito ad una percentuale netta sostanzialmente nulla (-1%, con criteri di offerta leggermente in allentamento) nel secondo trimestre.

Figura 36: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le imprese, Eurozona - percentuale netta di rispondenti

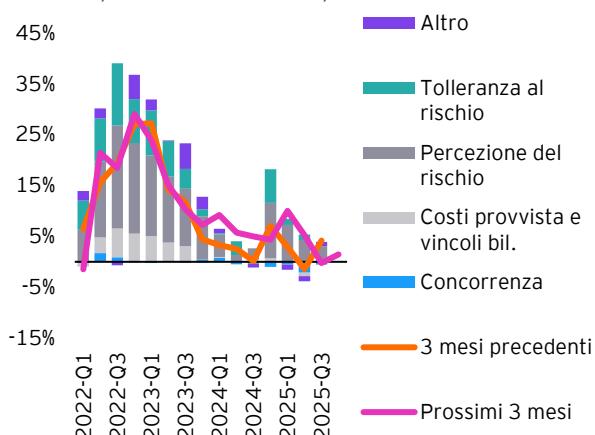
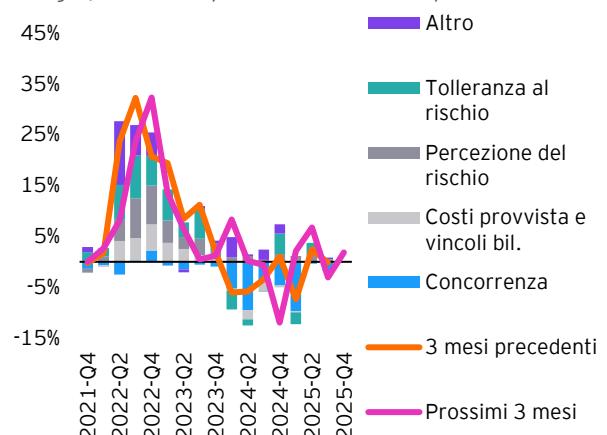


Figura 37: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon 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.

⁶⁴ Un deflatore è un valore che esprime la variazione dei prezzi in un periodo di tempo per un prodotto o un panier di prodotti, utilizzato per deflazionare (aggiustare i prezzi) una misura delle variazioni di valore per lo stesso periodo (ad esempio le vendite di questo prodotto o panier), eliminando così gli aumenti o le diminuzioni di prezzo e lasciando solo le variazioni di volume. Per maggiori informazioni, <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Deflator>.

⁶⁵ L'analisi del prodotto interno lordo (PIL) dal lato del reddito considera i redditi da lavoro dipendente, le imposte sulla produzione e sulle importazioni meno i sussidi alla produzione, il risultato lordo di gestione e gli altri redditi. L'approccio basato sul reddito mostra come il PIL sia distribuito tra i diversi partecipanti al processo produttivo. Per maggiori informazioni, https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Income_approach.

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 - Third quarter of 2025.

Tra i quattro principali paesi dell'Eurozona, le banche in Germania hanno segnalato un inasprimento netto dei criteri per i prestiti alle imprese, mentre le banche in Italia, Francia e Spagna hanno riportato criteri invariati. I rischi percepiti legati alle prospettive economiche hanno contribuito a criteri di credito più restrittivi, con l'attuale elevato livello di incertezza geopolitica e i rischi connessi al commercio citati come fattori di differenziazione tra settori o imprese nell'erogazione di nuovi prestiti.

In riferimento al credito alle famiglie (per l'acquisto di una abitazione), le banche hanno riportato criteri di credito invariati nel terzo trimestre del 2025 (percentuale netta delle banche pari a 0%). Il lieve allentamento netto dei criteri di credito per i prestiti abitativi, previsto dalle banche dell'Eurozona nel secondo trimestre del 2025, non si è quindi materializzato (-3%). Tra i quattro principali Paesi dell'Eurozona, le banche in Germania hanno segnalato un inasprimento netto, mentre i criteri di credito sono rimasti invariati in Francia, Italia e Spagna.

La concorrenza ha avuto un lieve effetto positivo nell'allentamento dei criteri di offerta del credito per questa tipologia di prestiti. Nel quarto trimestre del 2025, le banche dell'Eurozona prevedono di inasprire leggermente i criteri di offerta del credito per i prestiti abitativi (percentuale netta del 2%). Nei quattro principali paesi dell'Eurozona, si prevede che questo inasprimento sarà guidato principalmente dalle banche tedesche. Per le banche francesi, spagnole e italiane ci si attende invece che i criteri di credito per i prestiti abitativi rimangano invariati.

Infine, in riferimento alla finanza pubblica dell'Eurozona, Secondo le proiezioni macroeconomiche della BCE di settembre 2025,⁶⁸ il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'Eurozona è atteso ridursi nel corso dell'orizzonte di previsione. Il deficit di bilancio dell'Eurozona è sceso dal 3,5% nel 2023 al 3,1% del PIL nel 2024, in parte dovuto alla graduale eliminazione della maggior parte delle misure di sostegno fiscale in campo per contrastare l'aumento del livello dei prezzi. Per il 2025 ci si attende un deficit al 2,9%, che dovrebbe poi aumentare al 3,2% nel 2026 e al 3,4% nel 2027. Questo aumento è dovuto principalmente a maggiori pagamenti per interessi, nonché ad un lieve deterioramento del saldo primario corretto e della componente ciclica.

Figura 38: Indebitamento netto e componenti, Eurozona - % del PIL

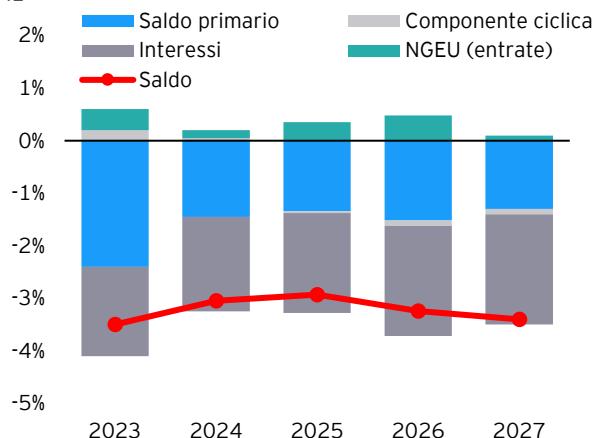
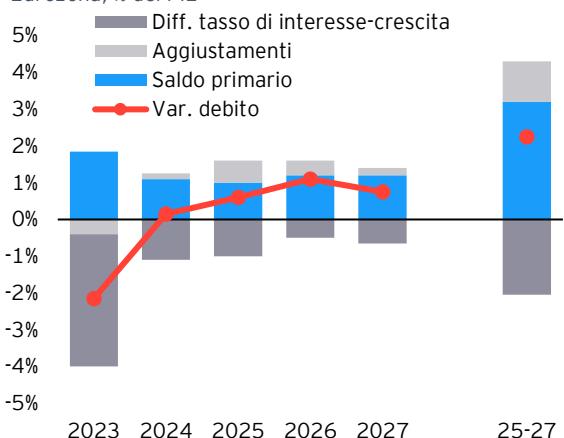


Figura 39: Variazione del debito pubblico e componenti, Eurozona, % del PIL



Fonte: ECB Economic Bulletin Issue 6-2025. Il saldo primario è corretto per il ciclo e per le sovvenzioni NGEU dal lato delle entrate.

Di conseguenza il rapporto debito/PIL è previsto aumentare dall'87,4% nel 2024 a poco meno del 90% nel 2027, tenuto conto dei disavanzi primari persistenti e degli aggiustamenti deficit-debito (*deficit-debt adjustments, DDA*). Quest'ultimo elemento è, in sostanza, la differenza tra il disavanzo/avanzo pubblico in

⁶⁸ ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2025, https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202509_ecbstaff~c0da697d54.en.html.

un dato anno e la variazione dello stock del debito pubblico nello stesso anno. Si distinguono tre elementi al riguardo:⁶⁹

- (i) Le operazioni sulle attività finanziarie principali: la prima componente riguarda le operazioni che lo Stato compie sulle principali attività finanziarie, come depositi, azioni, titoli e prestiti. Se uno Stato, ad esempio, accumula depositi o acquista azioni di società, deve reperire più risorse finanziarie, aumentando così il debito, anche se il deficit di bilancio rimane stabile. Al contrario, se vende queste attività, ad esempio attraverso privatizzazioni, ottiene liquidità che può essere usata per ridurre il debito, senza però modificare il deficit.
- (ii) Gli effetti di valutazione e altre variazioni del volume del debito: la seconda componente è legata agli effetti di valutazione e ad altre variazioni nel volume del debito. Il debito pubblico viene misurato al valore nominale, ma le nuove emissioni o i rimborsi possono avvenire a prezzi diversi dal *face value*. Inoltre, se una parte del debito è denominata in valuta estera, le variazioni dei tassi di cambio possono modificarne il valore in euro, senza che questo abbia alcun impatto sul deficit. Rientrano in questa categoria anche le riclassificazioni statistiche, come il passaggio di enti dal settore pubblico a quello privato o viceversa, che possono cambiare il volume del debito senza incidere direttamente sul deficit.
- (iii) Il momento di registrazione delle differenze e i fattori residui: la terza componente riguarda le differenze temporali e altri fattori residuali. Nei conti pubblici, le entrate e le uscite vengono registrate secondo il principio della competenza, cioè nel momento in cui si verificano, e non necessariamente quando avviene il pagamento effettivo. Questo può generare discrepanze: ad esempio, le imposte vengono considerate come entrata quando sono accertate, anche se il pagamento avviene più tardi. In questa categoria rientrano anche eventuali discrepanze statistiche tra i dati finanziari e quelli non finanziari, oltre a tutte le altre operazioni residue non comprese nelle prime due componenti.

Oltre al saldo primario e agli aggiustamenti deficit-debito, il terzo elemento da considerare nell'analisi della crescita del rapporto debito/PIL è il differenziale tra il tasso di interesse ed il tasso di crescita, coerentemente con la teoria economica.⁷⁰

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 nonostante dei timidi segnali di miglioramento. 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 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.

⁶⁹ Kezberé, L., & Maurer, H. (2018). *Deficit-debt Adjustment (DDA) Analysis: An Analytical Tool to Assess the Consistency of Government Finance Statistics*. European Central Bank. ECB Statistics Paper No. 29.

⁷⁰ Per maggiori informazioni, fare riferimento ad esempio a Checherita-Westphal, C. (2019). Interest rate-growth differential and government debt dynamics. *Economic Bulletin Boxes*, 2, https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201902_06-0c96ee6f7c.en.html.

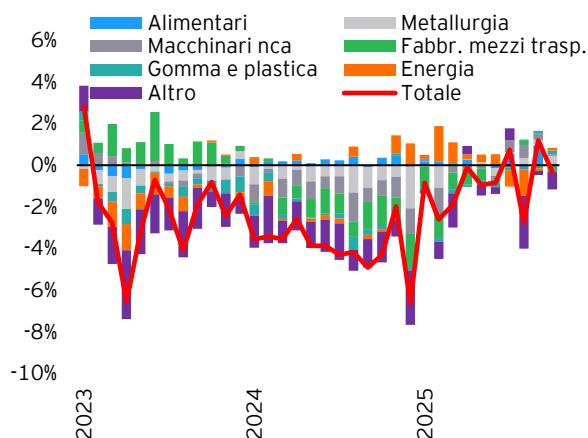
L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale

Sotto il profilo della produzione industriale, il mese di ottobre è stato caratterizzato da una contrazione tendenziale (rispetto quindi allo stesso mese dell'anno precedente) pari allo 0,3%, a cui è corrisposto una contrazione congiunturale (rispetto quindi al mese precedente) dell'1,0%. Questa crescita fa seguito ad una crescita significativa registrata a settembre quando, in termini tendenziali, si è registrata una crescita dell'1,2%.

Analizzando l'andamento dei tassi di crescita nell'ultimo periodo, dopo le contrazioni registrate tra il 2023 e l'inizio del 2025, gli ultimi mesi sono caratterizzati da contrazioni meno significative. Ad ottobre, il livello dell'indice è di circa 7 punti percentuali inferiore rispetto alla media del 2021.

Figura 40: Indice di produzione industriale e componenti - var. % YoY, Italia



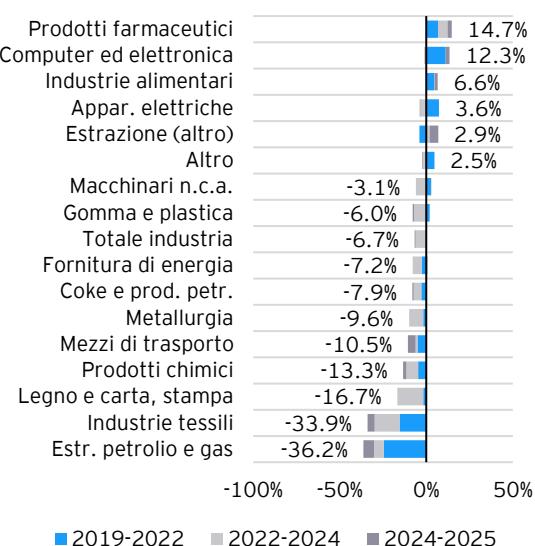
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: ottobre 2025.

L'andamento positivo del mese di ottobre è principalmente dovuto ad una crescita del comparto alimentare, insieme alla metallurgia e alla produzione di altri macchinari ("macchinari non classificati altrove").

È importante però sottolineare come queste due ultime categorie di produzione abbiano registrato una contrazione significativa negli ultimi anni, con la metallurgia che registra un calo dell'indice di produzione industriale di circa 12 punti percentuali rispetto alla media del 2021 e la produzione di altri macchinari che è tornata in linea con la media dei valori del 2021 dopo però aver registrato, verso la fine del 2022, una crescita cumulata del 10% rispetto ai valori medi del 2021.

Scendendo nel dettaglio della produzione industriale ed adottando una prospettiva di più lungo termine, è possibile ottenere delle informazioni aggiuntive sui principali comparti industriali e le dinamiche che li hanno caratterizzati negli ultimi anni.

Figura 41: Indice della produzione industriale per comparti industriali, Italia - var % rispetto al 2019 e contributi per anni analizzati



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

Nello specifico della manifattura, ad ottobre 2025 la metallurgia, la fabbricazione di gomma e plastica e la fabbricazione di apparecchiature elettriche hanno registrato una crescita

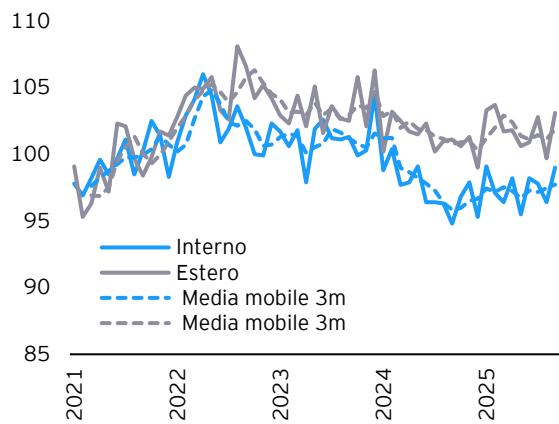
rispettivamente del 2,4%, 2,1% e 1,0%. All'opposto, la chimica, l'industria tessile e la fabbricazione di coke e prodotti raffinati hanno registrato delle contrazioni su base tendenziale (rispettivamente pari al -7,0%, -5,2% e -4,6%).

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 compatti industriali per performance positiva, con una crescita rispettivamente del 14,7%, 12,3% e 6,6%.

All'opposto si evidenzia come il comparto dell'estrazione del petrolio greggio e gas naturale, l'industria tessile e l'industria dei prodotti in legno e carta siano ancora lontani dai livelli pre-crisi (con una produzione inferiore rispettivamente del 36,2%, 33,9% e 16,7%).

Un ulteriore dato che evidenzia la situazione complessivamente non positiva dell'industria italiana è quello relativo al volume del fatturato dell'industria.

Figura 42: Volume del fatturato dell'industria (escl. Costruzioni), Italia - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: settembre 2025.

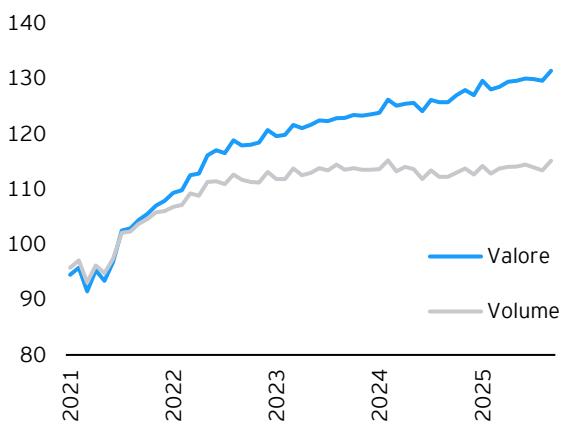
L'analisi di questo indicatore mostra un andamento negativo dal 2022, con alcune differenze tra quanto generato nel mercato interno e quanto nel mercato estero. Nello specifico, l'andamento del volume del fatturato derivante dal mercato interno ha subito un deterioramento più accentuato dalla metà del 2022 e, in maniera ancora più chiara, dalla fine

del 2023. Un leggero miglioramento si registra invece dagli inizi del 2025 sia sul mercato interno che estero.

Cambiando prospettiva e focalizzandosi sull'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.

L'andamento del fatturato del settore mostra 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 43: Indice del valore e volume del fatturato dei servizi, Italia - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: settembre 2025.

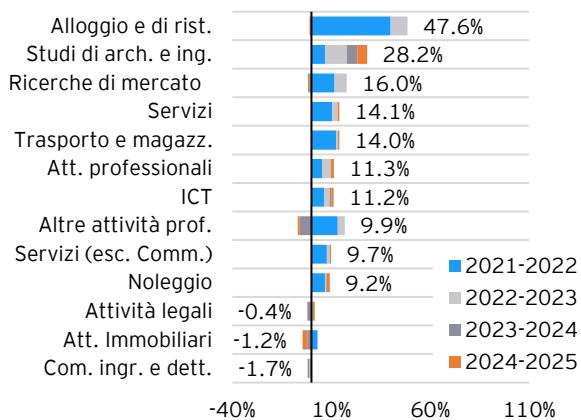
Scomponendo il dato per i principali servizi, è inoltre possibile ottenere ulteriori informazioni di dettaglio circa l'andamento del settore.

Gli ultimi dati relativi ai servizi di alloggio e ristorazione mostrano un settore in crescita, con una variazione rispetto al valore medio del 2021 di circa il 48%. Sempre in crescita ma ad un ritmo diverso sono le attività degli studi di architettura e d'ingegneria, collaudi ed analisi tecniche che hanno registrato, nello spesso periodo, una crescita di circa il 28%.

All'opposto, i servizi di commercio all'ingrosso e al dettaglio e le attività immobiliari registrano un

volume del fatturato ancora inferiore rispetto ai dati medi del 2021.

Figura 44: Indice del volume del fatturato dei servizi per branca, Italia - indice, var % 2021-25 e contributi

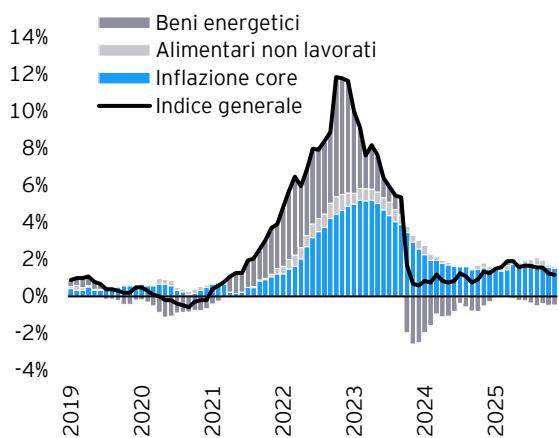


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: settembre 2025.

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

A novembre il tasso di inflazione è stato pari all'1,2%, valore in linea con quanto sperimentato ad ottobre e in calo rispetto a quanto sperimentato nei primi nove mesi dell'anno (media gennaio-settembre pari all'1,7%).

Figura 45: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: novembre 2025.

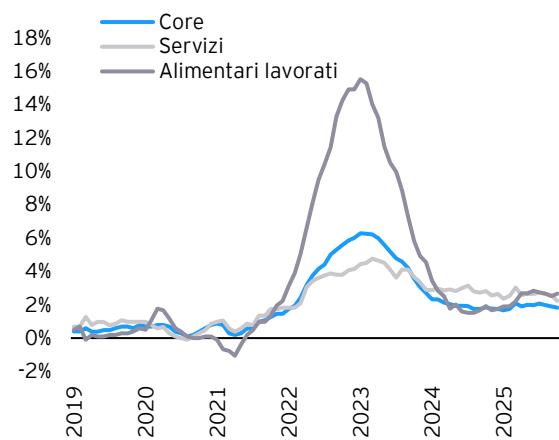
Negli ultimi mesi l'inflazione si mostra quindi in calo, dinamica dovuta principalmente ad una riduzione del contributo della componente di

fondo e ad un contributo negativo della componente energetica.

L'inflazione core (componente di fondo) si è attestata, a novembre, all'1,8%, una riduzione rispetto al dato del mese di ottobre (1,9%) e settembre (2,0%), dopo numerosi mesi di crescita stabile intorno al 2%.

L'andamento della componente di fondo è, a sua volta, dovuta ad un andamento crescente o persistente della componente degli alimentari lavorati (variazione al 2,7% a novembre 2025) e ad una riduzione della componente dei servizi, che passa dal 2,6% di settembre e ottobre, al 2,2% a novembre.

Figura 46: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali

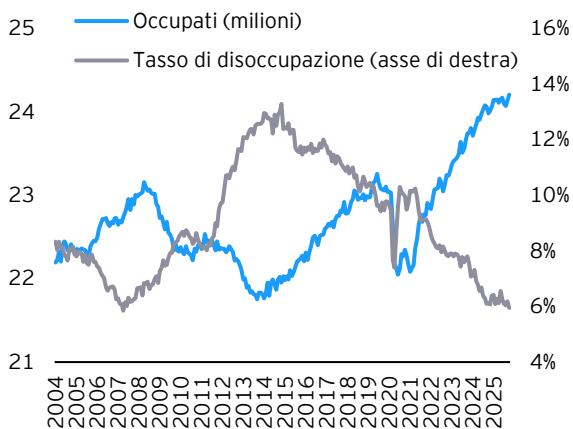


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: novembre 2025.

L'andamento dell'inflazione è anche 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%.

La crescita del numero di occupati è accompagnata inoltre da una solidità contrattuale, considerato che ad ottobre 2025 si è registrato un aumento di circa 115 mila unità dell'occupazione permanente a fronte di una riduzione dell'occupazione a termine (-119 mila unità) rispetto al dato di dicembre 2024.

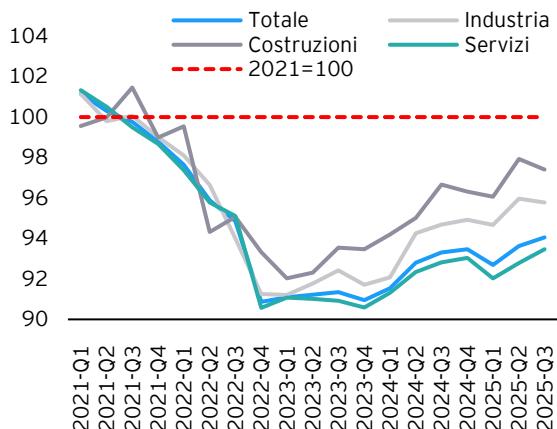
Figura 47: Occupati e tasso di disoccupazione, Italia



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: ottobre 2025.

Se da un lato l'andamento positivo dell'occupazione si riflette sulla crescita del monte salari (crescita del 2,2% nel terzo 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 48: Retribuzioni reali per ora lavorata nei macro-settori dell'economia, Italia - indice, 2021=100



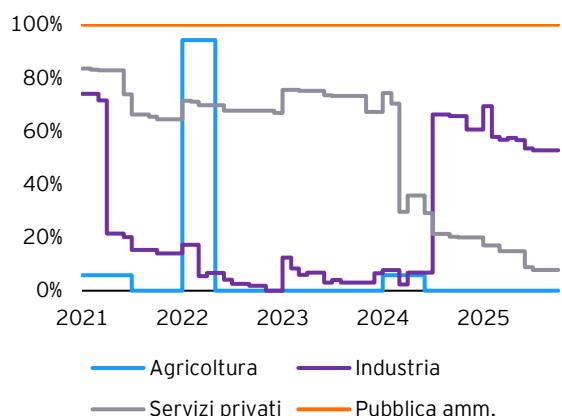
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

L'andamento delle retribuzioni è legato anche alle tempistiche di rinnovo contrattuale dei dipendenti in Italia.

Dividendo l'attività economica in Italia in quattro grandi settori (agricoltura, industria, servizi privati e amministrazione pubblica), un primo dato che emerge è che la totalità dei dipendenti occupati nell'amministrazione

pubblica siano in attesa di un rinnovo contrattuale (circa il 22% dei dipendenti in totali in Italia, a cui fanno riferimento circa il 24% dei redditi complessivi). A questo si aggiunge circa il 53% dei dipendenti occupati nell'industria (i dipendenti nell'industria rappresentano circa il 25% dei dipendenti totali in Italia, per un totale di circa 28% dei redditi complessivi) e l'8% dei dipendenti operanti nel settore dei servizi privati (che, nel complesso, rappresentano circa il 72% dei dipendenti, ovvero il 71% dei redditi distribuiti).

Figura 49: Tensione contrattuale per settore, Italia - % dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale

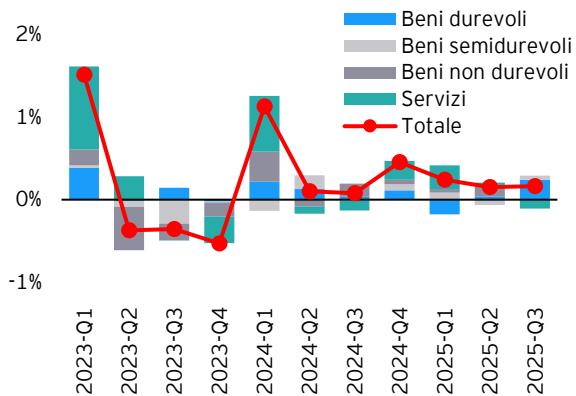


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. L'analisi non considera i dirigenti.

Questi dati mostrano quindi come una parte significativa dell'occupazione dipendente in Italia sia ancora in attesa di rinnovi contrattuali, il che rappresenta un fattore di sostegno ai redditi complessivi nel medio periodo, portando così ad un aumento del potenziale di spesa delle famiglie consumatrici con possibili ripercussioni positive sulla crescita. È però importante anche considerare le possibili pressioni al rialzo sul livello dei prezzi.

L'andamento nel complesso positivo del mercato del lavoro si riflette in una crescita dei consumi, ancorché non particolarmente dinamica, che nel terzo trimestre dell'anno hanno registrato una variazione dello 0,2% rispetto al trimestre precedente, valore in linea con quanto sperimentato nel trimestre precedente.

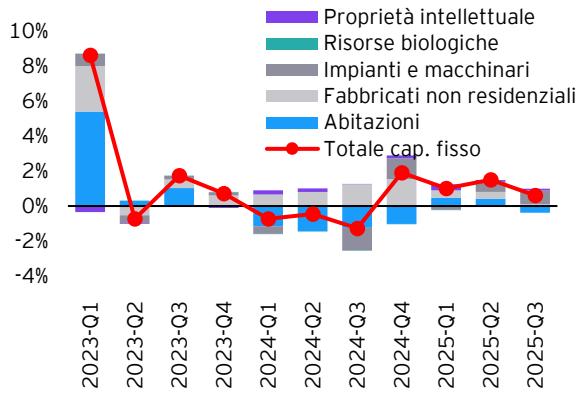
Figura 50: Spesa per consumi finali delle famiglie per voce di spesa, Italia - var. % QoQ e contributi alla crescita



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

In riferimento alle altre componenti del PIL, gli investimenti continuano a mostrare un andamento positivo, con una crescita rispetto al trimestre precedente dello 0,6%, dopo una crescita dinamica nel secondo trimestre (1,5%) ed una crescita positiva nel primo trimestre dell'anno (1,0%).

Figura 51: Investimenti, Italia - var. QoQ e contributi alla crescita

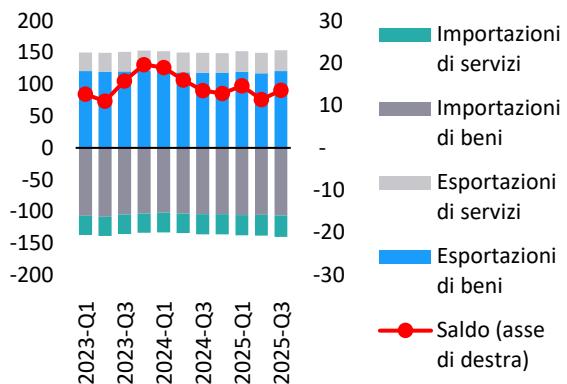


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Tale crescita è stata in parte sostenuta principalmente da una crescita degli investimenti in impianti e macchinari (contributo positivo pari a 0,8 punti percentuali), e da un leggero contributo positivo degli investimenti in fabbricati non residenziali e proprietà intellettuale (0,1 punti percentuali in entrambi i casi); negativo invece il contributo degli investimenti in abitazioni (-0,4 punti percentuali).

Infine, in riferimento alla componente di commercio estero, nel terzo trimestre del 2025 l'Italia continua a segnare un surplus commerciale (€14 miliardi), principalmente supportato dall'esportazione di beni (€121 miliardi).

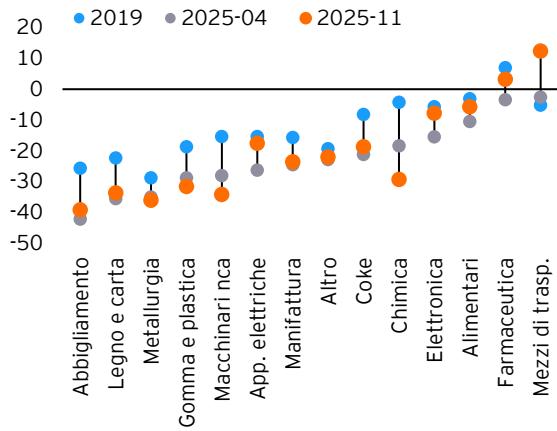
Figura 52: Esportazioni ed importazioni, Italia - miliardi, €



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Tenuto conto dell'incertezza in ambito commerciale in atto dall'inizio dell'anno a seguito dei numerosi proclami e applicazioni di politiche commerciali distorsive, è interessante analizzare le informazioni relative ai giudizi delle imprese italiane sul tema. A questo proposito, l'ISTAT offre dei dati interessanti rappresentativi di questi giudizi, fornendo informazioni dettagliate anche per specifico comparto industriale.

Figura 53: Giudizi sugli ordini dall'esterno, Italia - saldo



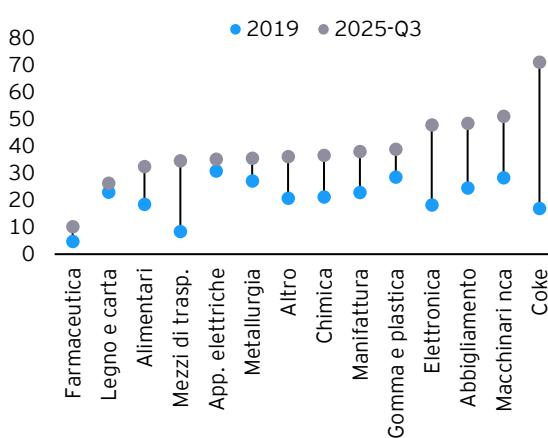
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Il dato mostra la percentuale netta tra le imprese che rispondono "alto" alla domanda "Quale è attualmente, il livello degli ordini e della produzione" e quelle che rispondono "basso". Ultimo dato disponibile: novembre 2025.

Analizzando il giudizio sugli ordini dall'esterno al 2019, ad aprile 2025 e ad ottobre 2025, si nota come, nel complesso, si sia registrato un peggioramento diffuso dei giudizi rispetto al 2019, con alcune poche eccezioni non particolarmente rilevanti.

Dinamiche differenti e più variegate si sono invece registrate negli ultimi mesi, e principalmente tra aprile 2025 (data di inizio imposizione dei dazi) e novembre 2025 (ultimo dato disponibile), considerato che in questo periodo si sono intercorsi annunci sui dazi imposti dagli Stati Uniti diversi tra loro.

In alcuni settori il giudizio della situazione attuale non si configura significativamente diversa da quella di inizio anno, ad esempio per il comparto dell'abbigliamento, del legno e carta, della gomma e plastica, degli altri macchinari, mentre in altri settori il giudizio è migliorato in maniera evidente, ad esempio per la fabbricazione di elettronica (computer e apparecchiature elettriche) o per la farmaceutica.

Figura 54: Presenza di fattori negativi influenzanti le esportazioni, Italia - saldo



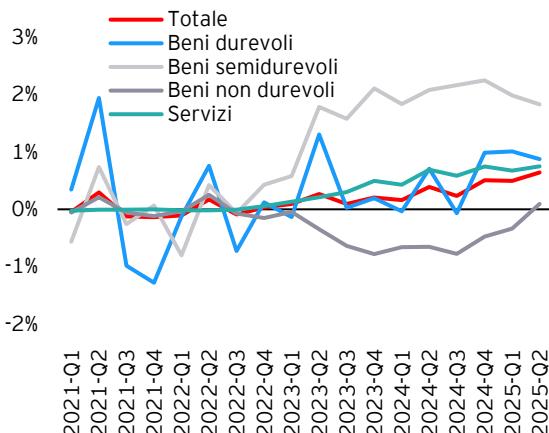
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Il dato mostra la percentuale netta tra le imprese che rispondono "sì" alla domanda "Le vostre esportazioni nel trimestre in corso sono influenzate da fattori negativi" e quelle che rispondono "no".

L'eterogeneità settoriale degli ultimi giudizi e delle dinamiche registrate tra il 2019 ed il 2025 sono rappresentative, quindi, di una elevata incertezza e di scelte di politiche commerciali diversificate per settore.

Questo è dimostrato anche dal giudizio che le imprese dei diversi settori dell'economia hanno circa la presenza di fattori negativi che influenzano le esportazioni.

Un ultimo punto di rilievo nel commentare l'andamento dell'economia italiana negli ultimi trimestri è quello attinente alle revisioni dei dati che l'Istituto Nazionale di Statistica italiana propone con ogni nuova edizione di dati. Nello specifico, l'ultima edizione (quella di novembre 2025) ha presentato delle revisioni sostanziali in alcune voci di contabilità nazionale.

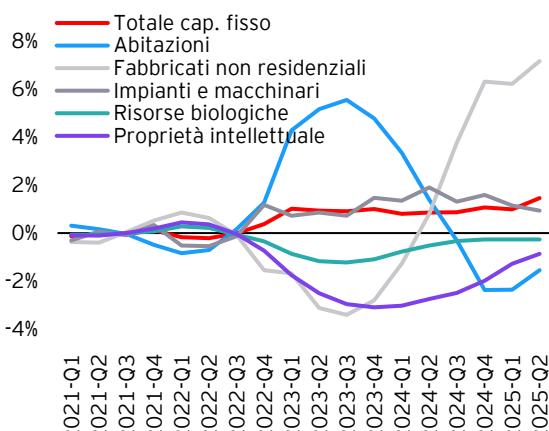
Figura 55: Spesa per consumi finali delle famiglie, Italia - revisioni tra edizione nov2025 ed ago2025



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Dal punto di vista dei consumi delle famiglie, ad esempio, si nota come lo scostamento tra i dati condivisi nella versione di agosto 2025 e quelli condivisi nell'ultima versione disponibile sia significativo per alcune categorie di consumo (come i beni non durevoli e i semidurevoli).

Figura 56: Investimenti, Italia - revisioni tra edizione nov2025 ed ago2025



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Ancora più significative sono le revisioni per le diverse categorie di investimento, soprattutto in

riferimento alle abitazioni (revisione positiva tra il 2022 ed il 2024 e revisione a ribasso dalla fine del 2024).

Queste revisioni hanno un effetto significativo sulle previsioni per l'economia italiana, delineando una narrazione in parte differente anche solo in riferimento alla magnitudo dei tassi di variazione in alcuni trimestri.

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.



Approfondimento: Intelligenza Artificiale e macroeconomia

Messaggi principali:

1. *L'intelligenza artificiale, in particolare l'intelligenza artificiale generativa (genAI), si è diffusa a una velocità senza precedenti, raggiungendo 100 milioni di utenti in pochi mesi. Questa rapidità, favorita dai bassi costi di accesso, evidenzia il potenziale trasformativo dell'IA nell'economia.*
2. *Tra i vari benefici, l'IA è attesa avere degli effetti positivi sulla produttività, ancorché modesti, rappresentando uno strumento importante soprattutto per quei paesi caratterizzati da una produttività stagnante ed un innalzamento dell'età media della popolazione. Tuttavia, i benefici dipendono da fattori quali infrastrutture digitali, capitale umano e accesso ai dati. Le stime indicano un impatto compreso tra lo 0,5% ed il 3% di aumento cumulato della produttività in 5-10 anni, con eterogeneità tra i paesi.*
3. *Anche dal punto di vista del mercato del lavoro l'adozione dell'IA è attesa avere degli impatti eterogeni: da un lato, alcune mansioni saranno automatizzate, mentre dall'altro emergeranno nuove professioni. Circa il 25% dei posti di lavoro europei è altamente esposto all'automazione, ma gli effetti complessivi sono ancora incerti. L'IA può, inoltre, ridurre la diseguaglianza salariale ma aumentare quella patrimoniale.*
4. *L'uso dell'IA si stima possa far crescere la domanda di energia e quindi i prezzi dell'energia elettrica (fino al +9% negli USA entro il 2030 e 5% in Europa), con emissioni aggiuntive stimate in 1,7 GT di CO₂ tra il 2025 e il 2030. La disponibilità energetica diventa quindi un tema di fondamentale importanza.*

Nel parlare di investimenti e progresso tecnologico, quello dell'intelligenza artificiale (IA) rappresenta probabilmente il tema più importante e discusso degli ultimi anni, nonché un fattore di importanza potenzialmente rilevante nella definizione di alcune dinamiche economiche e geopolitiche.

Le motivazioni che rendono l'intelligenza artificiale un tema rilevante sono molteplici, primo tra tutte la velocità di diffusione che questa tecnologia sta avendo. Si pensi ad esempio che l'intelligenza artificiale generativa (genAI, un sottoinsieme dell'intelligenza artificiale), ha raggiunto in pochi mesi i 100 milioni di utilizzatori (misurati sulla base degli utenti di ChatGPT di OpenAI, la prima applicazione di genAI ampiamente disponibile e accessibile). Al contrario, il tempo necessario per raggiungere questo traguardo per altre tecnologie si è misurato in anni o decenni. Sebbene queste differenze possano essere in parte dovute ai bassi costi di accesso di questa tecnologia (a cui è possibile accedere tramite uno smartphone e personal computer), la velocità di adozione storicamente senza precedenti è rappresentativo del potenziale dell'IA e dell'applicabilità della tecnologia stessa ad un'ampia gamma di attività.⁷¹

L'importanza del progresso tecnologico e dell'intelligenza artificiale si mostra anche nell'analisi dell'andamento del valore aggiunto dei settori ad esso relativo rispetto ad altri settori dell'economia.⁷² Si pensi, a questo proposito, che i settori relativi a questa tecnologia (quali la manifattura di computer, di apparecchi elettrici, ai servizi ICT) hanno registrato una crescita più dinamica rispetto ad altri settori o alla manifattura in generale, anche in paesi in cui la crescita del valore aggiunto della manifattura è stata negativa negli ultimi 20 anni.

⁷¹ Cerutti, M. E. M., Pascual, A. I. G., Kido, Y., Li, L., Melina, M. G., Tavares, M. M. M., & Wingender, M. P. (2025). *Global Impact of AI: Mind the Gap* (No. 2025/076). International Monetary Fund.

⁷² Bogmans, C., Gomez-Gonzalez, P., Ganpurev, G., Melina, G., Pescatori, A., & Thube, S. (2025). Power hungry: How AI will drive energy demand. *IMF Working Papers*, 81(4), 2025.

Figura 57: Diffusione dell'innovazione - anni per raggiungere 100 milioni di utilizzatori

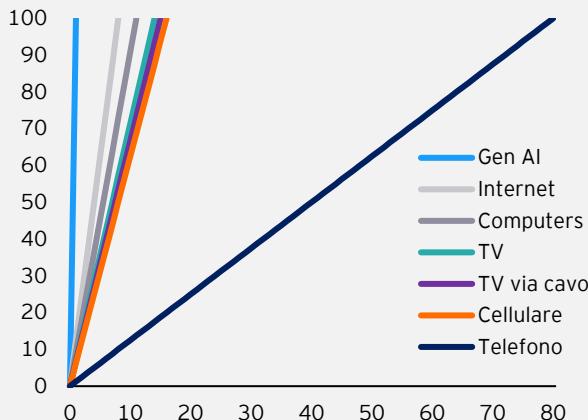
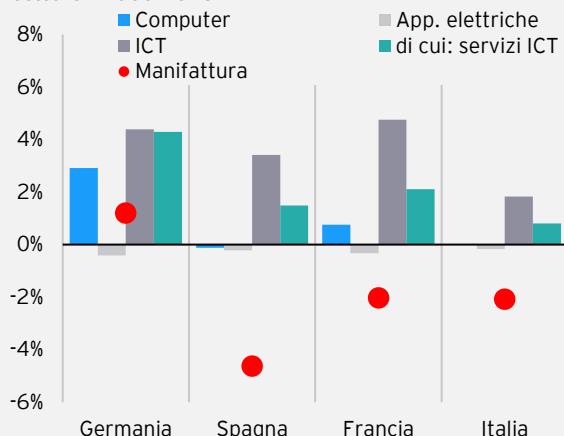


Figura 58: Variazione delle quote di valore aggiunto per settore - 2000-2023



Fonte: Misch et al. (2025); elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat.

L'interesse per l'intelligenza artificiale va però oltre la sua rapida diffusione e le dinamiche che i settori ad esso inerenti stanno sperimentando: sono diversi, infatti, gli ambiti di azione e gli impatti macroeconomici attesi dalla diffusione e miglioramento di questa tecnologia nel tempo.

Tra i vari aspetti è possibile identificare alcune tematiche importanti da tenere in considerazione, quali: (i) il ruolo che l'IA può avere sulla produttività; (ii) gli effetti sul mercato del lavoro e (iii) gli effetti sulla domanda di energia nei prossimi anni.

Produttività

Il tema della produttività è un tema fondamentale dal punto di vista della crescita economica. Questa può essere misurata in diversi modi (ad esempio come valore aggiunto generato per ora lavorata per quanto riguarda la produttività del lavoro) e rappresenta uno dei punti fondanti della competitività di un paese e della capacità di generare ricchezza nel medio-lungo periodo.

Il tema della produttività è sempre più importante anche alla luce dell'aumento dell'età media in molte economie avanzate, a cui si associa generalmente una riduzione della produttività.⁷³ Un corretto utilizzo delle nuove tecnologie comporta, in linea teorica, a possibili aumenti di produttività, rappresentando così un tema di fondamentale interesse soprattutto in quei paesi dove la produttività risulta stagnante da anni, come l'Italia.

Per valutare però i possibili effetti dell'IA, è necessario considerare numerosi fattori tra cui:⁷⁴

1. La capacità di saper recepire il cambiamento e di integrarlo all'interno dei processi produttivi: elementi quali infrastrutture digitali all'avanguardia ed una forza lavoro qualificata possono influire in modo significativo sull'efficacia dell'adozione e dell'integrazione dell'IA. I paesi che non dispongono dei giusti mezzi possono avere difficoltà a concretizzare i possibili benefici dell'adozione di questa tecnologia;
2. Il grado di esposizione di un'economia all'IA: mentre alcune economie vantano una quota maggiore di occupati e settori industriali altamente esposti all'uso dell'IA, altre rimangono concentrate in

⁷³ Maestas, N., K. J. Mullen, and D. Powell. 2023. "The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity." American Economic Journal: Macroeconomics 15 (2): 306-332; Asao, K., Seitani, H., Stepanyan, A., & Xu, T. (2025). The Impact of Aging and AI on Japan's Labor Market: Challenges and Opportunities. *IMF Working Papers*, (2025/184).

⁷⁴ Cerutti, M. E. M., Pascual, A. I. G., Kido, Y., Li, L., Melina, M. G., Tavares, M. M. M., & Wingender, M. P. (2025). *Global Impact of AI: Mind the Gap* (No. 2025/076). International Monetary Fund.

attività meno *digital-intensive*, riducendo potenzialmente sia i rischi immediati (e.g. riduzione dell'occupazione) che i potenziali benefici (aumento della produttività);

3. L'accesso ai dati e tecnologie necessarie: possibili disparità nell'accesso a specifici hardware o datacenter possono ampliare ulteriormente il divario tra i paesi che beneficeranno dell'IA e quelli che invece non riusciranno ad ottenere vantaggi significativi da questa tecnologia.

Figura 59: Produttività del lavoro (valore aggiunto per occupato) - indice, 1980=100

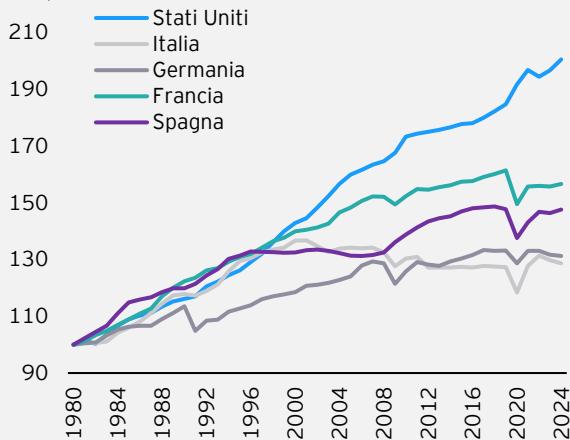
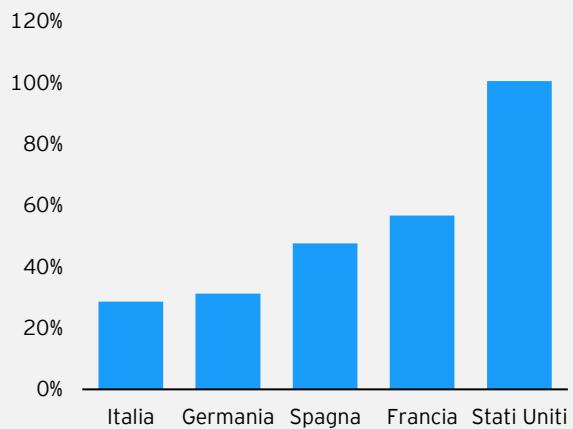


Figura 60: Crescita del valore aggiunto per occupato - 1980-2024



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati AMECO (Commissione Europea).

In riferimento ai punti sopra descritti, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) offre un indicatore interessante per valutare il livello di preparazione di numerose economie all'utilizzo dell'IA.

L'AI Preparedness Index (AIFI) valuta il livello di "preparazione all'IA" in 174 paesi, sulla base di diversi indicatori relativi alle infrastrutture digitali, al capitale umano e al mercato del lavoro, all'innovazione e all'integrazione economica, nonché alla regolamentazione ed etica. L'AIFI si configura quindi come la somma di quattro dimensioni considerate rilevanti per l'adozione dell'IA, ovvero (i) infrastrutture digitali, (ii) capitale umano, (iii) innovazione tecnologica e (iv) regolamentazione.⁷⁵

Figura 61: AI Preparedness Index per macroregione

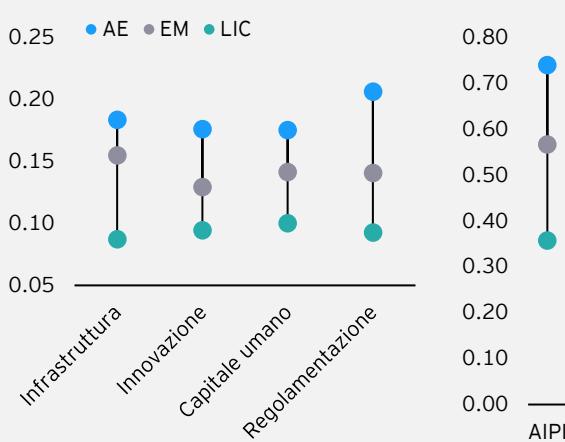
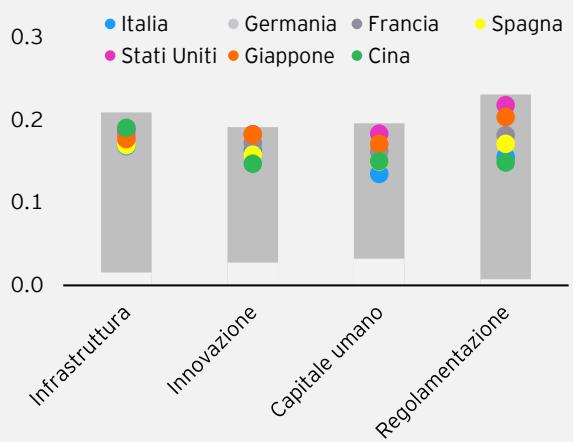


Figura 62: Componenti dell'AI Preparedness Index e dettaglio per paesi selezionati



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Fondo Monetario Internazionale, Banca Mondiale. AE: Advanced Economies; EM: Emerging market; LIC: Low-Income Countries. Le barre grigie rappresentano l'intervallo dei valori per i paesi analizzati.

⁷⁵ IMF AI Preparedness Index (AIFI), <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/AIFI>.

I dati forniti dal FMI mostrano come le economie avanzate siano meglio posizionate, rispetto alle economie emergenti e ad i paesi a basso reddito, nel recepire i benefici dell'IA sotto tutti i punti di vista analizzati, dall'infrastruttura alla regolamentazione, nonostante esista comunque una certa eterogeneità anche all'interno delle economie avanzate.

In merito alla composizione settoriale dei diversi paesi e all'esposizione dei settori stessi all'IA, i dati forniti dall'Eurostat mostrano come nei principali paesi dell'Eurozona i settori che hanno adottato una o più tecnologie legate all'IA gravitino nell'ambito dei servizi, e nello specifico il settore dei servizi ICT, dell'editoria e dell'audiovisivo, le attività professionali e i servizi di telecomunicazione, con circa il 40% delle imprese che afferma di star utilizzando un sistema di intelligenza artificiale. Nonostante l'importanza che questi settori hanno all'interno delle economie analizzate, la restante parte dell'economia mostra dei livelli di adozione ancora non particolarmente elevati, fattore che potrebbe tradursi in una maggiore richiesta di tempo per ottenerne i benefici.

Figura 63: Adozione di almeno una tecnologia AI per settore e paese di riferimento

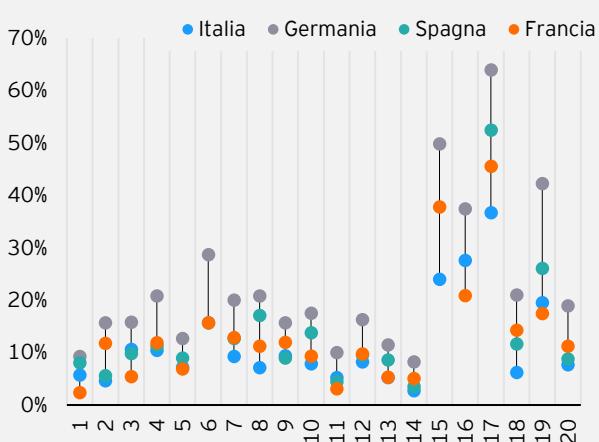
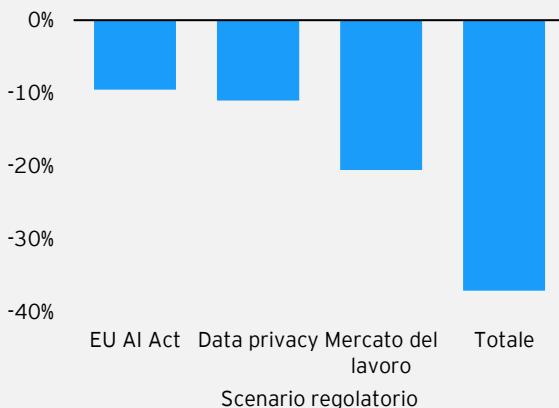


Figura 64: Riduzione dei benefici derivanti dall'AI alla Total-Factor Productivity in diversi scenari regolatori - deviazione rispetto ad uno scenario senza regolamentazione, p.p.



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su Eurostat, Misch et al. (2025). 1: Alimentari, bevande e tabacco; 2: Tessili, abbigliamento, pelle; 3: Legno, carta, stampa; 4: Petrolio, chimica, farmaceutica, gomma, plastica, minerali non metallici; 5: Metalli di base e lavorati; 6: Computer, elettronica, ottica; 7: Apparecchi elettrici, macchinari; 8: Veicoli e trasporti; 9: Mobili, gioielli, strumenti, giocattoli; riparazioni; 10: Energia, acqua, rifiuti; 11: Costruzioni; 12: Commercio all'ingrosso e dettaglio; riparazione veicoli; 13: Trasporto e magazzinaggio; 14: Alloggio e ristorazione; 15: Editoria, cinema, TV, registrazioni; 16: Telecomunicazioni; 17: Software e servizi informatici; 18: Attività immobiliari; 19: Attività professionali, scientifiche e tecniche; 20: Servizi amministrativi e di supporto.

Stimare gli impatti dell'IA sulla produttività non è un esercizio banale, tenuto conto delle variabili sopracitate. Se è vero che le stime variano a seconda di numerosi fattori e specificità delle economie in analisi, è comunque possibile fare riferimento a studi recenti per avere una quantificazione. A questo proposito, Acemoglu (2024) stima che gli effetti complessivi appaiono modesti ancorché non trascurabili: l'aumento della produttività totale dei fattori (TFP)⁷⁶ non supererebbe lo 0,71% in 10 anni. Questi effetti potrebbero essere sovrastimati, poiché considerano compiti facili da automatizzare, mentre in futuro gli impatti riguarderanno compiti complessi, influenzati da fattori contestuali e privi di misure oggettive di performance. Di conseguenza, i guadagni in termini di TFP previsti per il prossimo decennio potrebbero essere più modesti, inferiori allo 0,55%.⁷⁷

Un altro studio di interesse a riguardo è quello di Misch et al. (2025), in cui si conferma un incremento modesto della produttività nei paesi Europei di circa l'1% cumulato nel medio periodo, con differenze significative tra i paesi.⁷⁸

⁷⁶ La produttività totale dei fattori è definita come rapporto tra la misura di volume del valore aggiunto e una misura di volume dell'impiego complessivo dei servizi del capitale e del lavoro. Per maggiori informazioni, https://www.istat.it/it/files/2011/02/nota_metodologica.pdf.

⁷⁷ Acemoglu, D. (2025). The simple macroeconomics of AI. *Economic Policy*, 40(121), 13-58.

⁷⁸ Misch, F., Park, B., Pizzinelli, C., & Sher, G. (2025). AI and Productivity in Europe. IMF Working Papers, 2025(067), A001. Retrieved Oct 28, 2025, from <https://doi.org/10.5089/9798229006057.001.A001>.

Nel complesso, analizzando la letteratura economica, è possibile individuare un range di impatto sulla produttività per i paesi europei che varia da un incremento potenzialmente nullo ad un massimo di circa 3 punti percentuali di incremento cumulato della produttività in cinque anni.⁷⁹

I risultati riportati dipendono, come accennato, da numerosi fattori, rendendo così le stime soggette ad un elevato grado di incertezza. Si pensi ad esempio ai costi dell'implementazione dei sistemi di intelligenza artificiale⁸⁰ che, se diminuissero più rapidamente o se risultassero inferiori a quelli considerati nello scenario di base di Acemoglu (2024), potrebbero portare a maggiori tassi di adozione dell'IA e ad un aumento dei benefici. Svanberg et al. (2024),⁸¹ ad esempio, stimano che il tasso di adozione dell'IA negli Stati Uniti potrebbe essere di circa l'80%, circa tre volte e mezzo superiore al 23% ipotizzato nello scenario di riferimento di Acemoglu (2024), con un incremento dei benefici in termini di produttività della stessa entità.

Un ulteriore fattore da considerare è quello relativo alla regolamentazione, che può portare ad una riduzione degli impatti sulla crescita della produttività totale dei fattori.

Mercato del lavoro e disuguaglianza

La diffusione e l'implementazione sempre maggiore di soluzioni di intelligenza artificiale generano domande circa gli impatti potenziali sul mercato del lavoro. Anche in questo caso la letteratura economica offre degli spunti, ma non emerge ancora un consenso (si pensi ad esempio ad Acemoglu and Restrepo, 2019;⁸² Webb, 2020;⁸³ Acemoglu, 2024⁸⁴). Da questo punto di vista è da considerare che, da un lato, l'IA può ampliare il perimetro delle attività automatizzabili, comportando così una riduzione dell'occupazione interessata in alcune attività specifiche; dall'altro, l'IA può portare ad aumenti di produttività in alcuni settori in cui la penetrazione di questa tecnologia è maggiore, incrementando la domanda di manodopera nelle attività non automatizzate.

L'IA sta inoltre portando alla nascita di nuove figure professionali, che potrebbero diventare sempre più diffuse nei prossimi anni (e.g., *data scientist*). Al momento la letteratura ha trattato molto spesso il tema dell'impatto dell'IA sul mercato del lavoro da un punto di vista microeconomico, ovvero da una prospettiva strettamente aziendale (si veda a riguardo lo studio di Acemoglu et al., 2022b;⁸⁵ Copestake et al., 2023;⁸⁶ Hui et al., 2023;⁸⁷ Abis e Veldkamp, 2024;⁸⁸ Babina et al., 2024⁸⁹), nonostante non manchino anche studi da affrontino il tema da un punto di vista macroeconomico.

Uno studio della BCE, ad esempio, suggerisce che circa il 25% dei posti di lavoro nei paesi europei presentano una elevata esposizione all'automazione (tramite l'intelligenza artificiale), mentre un ulteriore 30% presenta un grado di esposizione più contenuto ma comunque significativo.⁹⁰ Altre ricerche rilevano che i servizi *knowledge-intensive*, in particolare quelli finanziari e assicurativi, pubblicitari, di consulenza e informatici, siano i più esposti all'impatto dell'intelligenza artificiale.⁹¹ Se quindi è possibile identificare

⁷⁹ Si faccia a questo proposito riferimento a Eloundou, T, S Manning, P Mishkin, and D Rock (2024), "GPTs Are GPTs: Labor Market Impact Potential of LLMS", Science 384, no. 6702: 1306-8, <https://doi.org/10.1126/science.adj0998>; Gmyrek, P, J Berg and D Bescond (2023), "Generative AI and Jobs: A Global Analysis of Potential Effects on Job Quantity and Quality", ILO Working Paper 96; Felten, E, M Raj, and R Seamans (2021), "Occupational, Industry, and Geographic Exposure to Artificial Intelligence: A Novel Dataset and Its Potential Uses", Strategic Management Journal, 42(12), 2195-2217; Webb, M (2019), "The Impact of Artificial Intelligence on the Labor Market", SSRN Electronic Journal, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3482150>.

⁸⁰ Nathan, A, J Grimberg, and A Rhodes (2024), "Gen AI: Too Much Spend, Too Little Benefit?", Goldman Sachs Global Macro Research Report 129.

⁸¹ Svanberg, M, W Li, M Fleming, B Goehring, and N Thompson (2024), "Beyond AI Exposure: Which Tasks Are Cost-Effective to Automate with Computer Vision?", Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.

⁸² Acemoglu, Daron and Pascual Restrepo (2019) "Automation and New Tasks: How Technology Displaces and Reinstates Labor," Journal of Economic Perspectives, 33 (2), 3-30.

⁸³ Webb, Michael (2020) "The Impact of Artificial Intelligence on the Labor Market," Manuscript.

⁸⁴ Acemoglu, Daron (2024) "The Simple Macroeconomics of AI," NBER Working Paper.

⁸⁵ Acemoglu, Daron, David Autor, Jonathan Hazell, and Pascual Restrepo (2022b) "Artificial Intelligence and Jobs: Evidence from Online Vacancies," Journal of Labor Economics, 40 (S1), 293-340

⁸⁶ Copestake, Alex, Ashley Pople, Katherine Stapleton, and Max Marczinek (2023) "AI and Services-Led Growth: Evidence from Indian Job Adverts," Manuscript, International Monetary Fund.

⁸⁷ Hui, Xiang, Oren Reshef, and Luofeng Zhou (2023) "The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market," CESifo Working Paper.

⁸⁸ Abis, Simona and Laura Veldkamp (2024) "The Changing Economics of Knowledge Production," The Review of Financial Studies, 37 (1), 89-118.

⁸⁹ Babina, Tania, Anastassia Fedyk, Alex He, and James Hodson (2024) "Artificial Intelligence, Firm Growth, and Product Innovation," The Journal of Financial Economics, 151, 1-26.

⁹⁰ Albanesi, S. et al. (2023) "New technologies and jobs in Europe" Working Paper Series, No 2831, ECB

⁹¹ Organisation for Economic Co-operation and Development (2024), "The impact of Artificial Intelligence on productivity, distribution and growth: Key mechanisms, initial evidence and policy challenges", OECD Artificial Intelligence Papers, No 15, 16 April.

talvolta i settori più esposti all'utilizzo di questa tecnologia, l'impatto finale sull'occupazione rimane incerto e dipenderà probabilmente dalla capacità di dotare la forza lavoro di competenze complementari all'IA.

L'adozione dell'Intelligenza Artificiale (IA) ha inoltre effetti complessi sul livello di diseguaglianza, operando attraverso canali distinti. Da un lato, tende a ridurre la diseguaglianza salariale automatizzando attività svolte da chi percepisce remunerazioni maggiori, riducendo il divario tra i lavoratori a più alto reddito e quelli a più basso reddito. Uno studio del Fondo Monetario Internazionale relativo al Regno Unito ha infatti mostrato come circa il 60% dei lavoratori al novantesimo percentile di reddito svolge un'occupazione in cui gran parte delle mansioni può essere svolta dall'intelligenza artificiale, mentre solo il 15% degli occupati si trova in questa situazione nel decimo percentile.⁹²

Un ulteriore tema tangente a quello del mercato del lavoro fa riferimento agli effetti che l'adozione dell'IA può avere sulla diseguaglianza, tenuto conto che le famiglie più facoltose hanno una quota maggiore del loro reddito derivante da capitale (azioni, fondi, investimenti) e che questi asset tendono a beneficiare di un aumento dei rendimenti dovuto ai possibili benefici dell'IA. A questo proposito, Rockall et al., (2025) stimano una riduzione del coefficiente di Gini relativo ai salari di 1,73 punti percentuali, ma un aumento del Gini relativo alla ricchezza patrimoniale di 7,18 punti percentuali.⁹³

Domanda e costo dell'energia

Oltre agli aspetti appena citati, l'uso di tecnologie di intelligenza artificiale pone quesiti anche sull'aumento nei prossimi anni del consumo di energia e, conseguentemente, sull'andamento dei prezzi dell'energia stessa. Il consumo di energia nell'utilizzo dei *Large-Language Models* (LLM), ad esempio, si compone di due principali elementi, ovvero il consumo di energia necessario all'addestramento dei modelli e il consumo di energia necessario a far sì che i modelli restituiscano una risposta successivamente al *prompt* degli utenti.⁹⁴

Figura 65: Consumi di energia elettrica dai Datacenter e consumi per paesi selezionati, 2023 - migliaia TWh

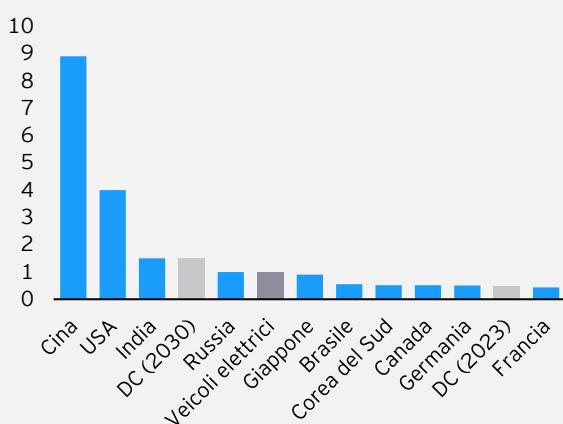
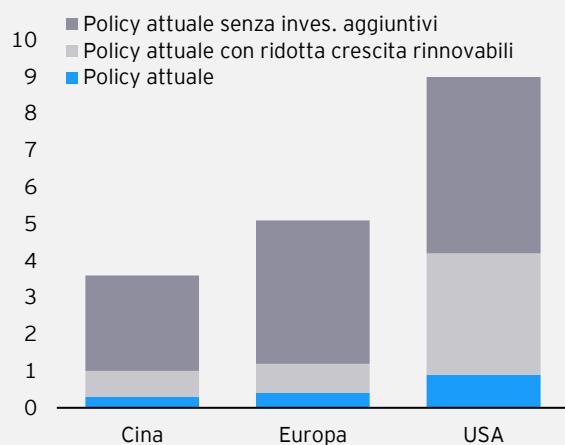


Figura 66: Variazione nei prezzi dell'energia elettrica, 2030 (p.p.)



Fonte: Bogmans et al. (2025).

Si pensi, a questo proposito, che negli Stati Uniti, il paese che è atteso registrare il maggiore aumento della domanda di energia elettrica legata all'intelligenza artificiale, la sola espansione dell'IA potrebbe far aumentare i prezzi dell'elettricità fino al 9% al 2030. Inoltre, tenendo ferme le attuali politiche energetiche, l'aumento della domanda di elettricità relativo all'intelligenza artificiale potrebbe aggiungere 1,7 GT

⁹² Emma J Rockall, Marina Mendes Tavares, and Carlo Pizzinelli. "AI Adoption and Inequality", IMF Working Papers 2025, 068 (2025), accessed October 28, 2025, <https://doi.org/10.5089/9798229006828.001>.

⁹³ Emma J Rockall, Marina Mendes Tavares, and Carlo Pizzinelli. "AI Adoption and Inequality", IMF Working Papers 2025, 068 (2025), accessed October 28, 2025, <https://doi.org/10.5089/9798229006828.001>.

⁹⁴ Korinek, Anton and Jai Vipra (2024). Concentrating Intelligence: Scaling and Market Structure in Artificial Intelligence. Tech. rep. 33139. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

(miliardi di tonnellate) di emissioni di gas serra tra il 2025 e il 2030, un valore simile alle emissioni di gas serra legate all'energia prodotte dall'Italia in un periodo di cinque anni.⁹⁵

L'aumento della domanda di energia (e potenzialmente dei prezzi) è confermato dalla letteratura accademica. Pilz et al. (2025)⁹⁶ prevedono che la domanda energetica globale dei data center dedicati all'IA potrebbe raggiungere i 327 GW entro il 2030; Roucy-Rochegonde e Buffard (2025)⁹⁷ concludono che il consumo globale di elettricità dei data center potrebbe raggiungere i 1.100-2.000 TWh entro il 2030, mentre Aljbour et al. (2024)⁹⁸ stimano che la domanda di energia dei data center nei soli Stati Uniti potrebbe raggiungere i 252-400 TWh entro il 2030. Burian e Stalla-Bourdillon (2025)⁹⁹ stimano che l'aumento della domanda di elettricità da parte dei data center basati sull'intelligenza artificiale potrebbe far aumentare i prezzi del gas di circa il 9% in Asia e in Europa e del 7% negli Stati Uniti entro il 2026, mentre Chandramowli et al. (2024)¹⁰⁰ prevedono che la domanda di elettricità negli Stati Uniti potrebbe aumentare del 9% entro il 2028, con un potenziale aumento dei costi dell'elettricità del 19%.

Nel complesso, l'intelligenza artificiale e le tecnologie/soluzioni connesse sono attese avere degli effetti su diversi ambiti dell'economia, dalla produttività, al mercato del lavoro, al consumo di energia e prezzi ad essa relativi. Nonostante non ci sia, al momento, un consenso chiaro sugli effetti attesi sulle diverse variabili, è importante considerare che l'evoluzione di questa tecnologia procede a velocità significativa, il che potrebbe tradursi in un impatto complessivo non immediatamente prevedibile.

⁹⁵ Christian Bogmans, Patricia Gomez-Gonzalez, Ganchimeg Ganpurev, Giovanni Melina, Andrea Pescatori, and Sneha D Thube. "Power Hungry: How AI Will Drive Energy Demand", IMF Working Papers 2025, 081 (2025), accessed October 9, 2025, <https://doi.org/10.5089/9798229007207.001>

⁹⁶ Pilz, Konstantin F, Yusuf Mahmood, and Lennart Heim (2025). "AI's Power Requirements Under Exponential Growth: Extrapolating AI Data Center Power Demand and Assessing Its Potential Impact on US Competitiveness". RAND Corporation: Santa Monica, CA, USA.

⁹⁷ Roucy-Rochegonde, Laure de and Adrien Buffard (2025). AI, Data Centers and Energy Demand: Reassessing and Exploring the Trends. Ifri Papers. Ifri.

⁹⁸ Aljbour, Jordan, Tom Wilson, and P Patel (2024). "Powering Intelligence: Analyzing Artificial Intelligence and Data Center Energy Consumption". EPRI White Paper no. 3002028905.

⁹⁹ Burian, Vlad and Arthur Stalla-Bourdillon (2025). "The increasing energy demand of artificial intelligence and its impact on commodity prices". Economic Bulletin Boxes 2.

¹⁰⁰ Chandramowli, Shankar, Patty Cook, Justin Mackovyak, Himali Parmar, and Maria Scheller (2024). Power Surge: Navigating US Electricity Demand Growth. New York: ICF.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Il terzo trimestre del 2025 ha registrato una crescita congiunturale (rispetto al trimestre precedente) dello 0,1%, dopo una contrazione dello 0,1% nel secondo trimestre. Il risultato è dovuto principalmente ad una crescita significativa delle esportazioni (2,6%) dopo la contrazione del trimestre precedente (-1,7%). Alla crescita delle esportazioni si associa una crescita delle importazioni (1,2%) per un contributo complessivo positivo della domanda estera alla crescita di 0,5 punti percentuali. Un'ulteriore componente trainante la crescita del terzo trimestre è quella degli investimenti i quali, con una crescita congiunturale dello 0,6%, hanno contribuito alla crescita complessiva per circa 0,1 punti percentuali, in modo simile a quanto registrato per i consumi privati.

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 0,5 e 0,1 punti percentuali. Questi, insieme alla forte accelerazione degli investimenti (5,1% a cui corrisponde un contributo alla crescita di 1,1 punti percentuali), ad un contributo sostanzialmente nullo della domanda estera e ad un forte contributo negativo delle scorte, hanno portato ad una crescita tendenziale del PIL dello 0,6%.

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

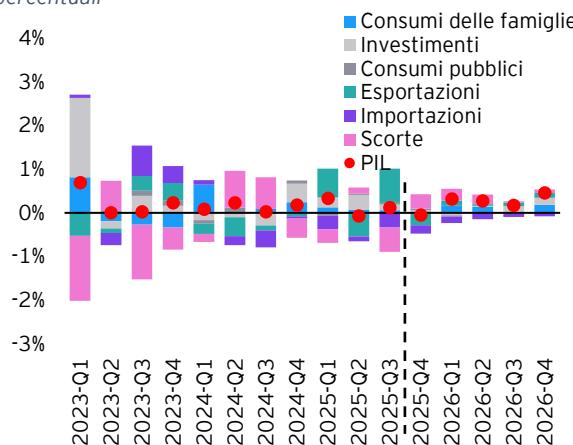
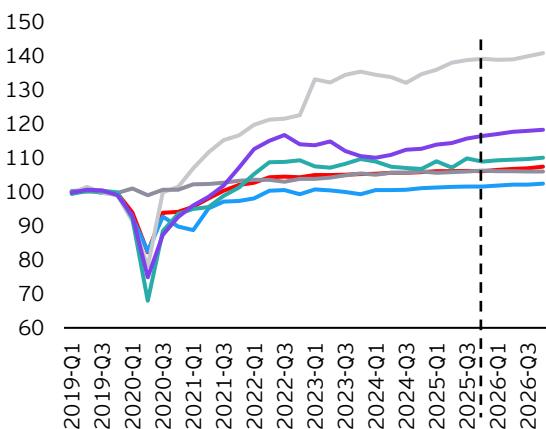


Figura 68: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon 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. Ci si attende, nel quarto trimestre, una sostanziale stasi (0,0%) dovuta principalmente ad una contrazione delle esportazioni (-0,9%) che fa seguito alla forte crescita del trimestre precedente. Questo porterà ad un contributo negativo della domanda estera netta per circa 0,5 punti percentuali, a cui si associa una stasi della crescita dei consumi privati ed una debole crescita degli investimenti (0,2%).

Nel complesso, il 2025 è atteso chiudersi con una crescita dello 0,5%, principalmente trainata da una forte crescita degli investimenti (3,2% per un contributo positivo di 0,7 punti percentuali) e, in modo più modesto, dall'andamento positivo dei consumi privati, che sono attesi crescere dello 0,8% (per un contributo positivo di 0,4 punti percentuali). La crescita delle esportazioni (1,2%) e quella più significativa delle importazioni (3,2%) porterà ad un contributo della domanda estera netta complessivamente negativo (-0,5

punti percentuali), mentre è atteso un contributo positivo alla crescita dai consumi pubblici (0,1 punti percentuali).

Nel 2026 invece ci si attende una crescita leggermente più dinamica (0,7%) dovuta ad una crescita dei consumi privati (0,6% a cui corrisponde un contributo pari a 0,4 punti percentuali), un rallentamento degli investimenti (1,2%) e ad un contributo negativo della domanda estera leggermente minore (-0,4 punti percentuali).

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIL, var. %	8,8%	5,0%	1,1%	0,5%	0,5%	0,7%
Consumi delle famiglie, var. %	5,8%	5,3%	0,6%	0,6%	0,8%	0,6%
Investimenti, var. %	21,5%	7,7%	10,3%	0,0%	3,2%	1,2%
Esportazioni, var. %	14,2%	10,6%	0,1%	-0,6%	1,2%	0,8%
Importazioni, var. %	16,0%	13,6%	-1,6%	-1,1%	3,2%	2,3%
Tasso di disoccupazione	9,5%	8,1%	7,7%	6,6%	6,3%	6,3%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	1,9%	8,2%	5,6%	1,0%	1,7%	1,5%
Deficit, % del PIL	-8,9%	-8,1%	-7,1%	-3,4%	-2,8%	-2,7%
Debito pubblico, % del PIL	146,1%	138,4%	133,9%	135,1%	137,6%	136,6%

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

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 9,5%), mentre risultano meno dinamici gli investimenti privati (2,0%). Queste differenze sono attese permanere anche nel 2026, dove gli investimenti privati sono previsti crescere in modo non particolarmente dinamico (0,6%) mentre gli investimenti pubblici continueranno a supportare la crescita (3,9%). 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 (-4,0% nel 2025 e -2,7% nel 2026), dovuta a sua volta al termine degli incentivi pubblici (e.g., "Superbonus 110%").

Le altre categorie di investimento sono invece attese in crescita: gli investimenti in fabbricati non residenziali sono attesi sperimentare una forte crescita (12,6%) nel 2025 ed una crescita più contenuta ma comunque significativa nel 2026 (3,8%); gli investimenti in macchinari sono attesi registrare una crescita più contenuta nei due anni di analisi (2,7% e 2,5%); infine, gli investimenti in intangibili continueranno lungo il loro percorso di crescita, con un tasso del 4,3% e 1,3%.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, ci si aspetta un tasso di disoccupazione al 6,3% nel 2025 e 2026; l'inflazione è attesa all'1,7% nel 2025 e in calo nel 2026 (all'1,5%). Il deficit pubblico si prospetta al 2,8 nel 2025 ed al 2,7% nel 2026, deficit che, insieme alla crescita debolmente positiva, porterà ad un andamento del rapporto debito pubblico su PIL in leggera diminuzione (passando dal 137,6% nel 2025 al 136,6% nel 2026). Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi, sia al ribasso che al rialzo, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento.



Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili al 10 dicembre 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'2,5%, a cui seguirà una crescita meno dinamica nel 2026 (all'1,7%);
- **Gas naturale:** si assume che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attestì intorno ai 12,1 \$/mmbtu nel 2025; per il 2026 si ipotizza una quotazione media di 10,6 \$/mmbtu;
- **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio medio intorno ai 69,2\$ al barile nel 2025, raggiungendo una quotazione media di circa 64,5\$ al barile nel quarto trimestre del 2025,¹⁰¹ e che si riduca ulteriormente nel 2026 (quotazione media di 61,5\$ al barile);
- **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,16;
- **Spesa pubblica:** sono state considerate le informazioni contenute nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica sulla politica di bilanci di ottobre 2025,¹⁰² 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 circa entro i primi mesi del 2026, per poi avere un andamento costante fino alla fine del 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;
- Riduzione dei prezzi delle materie prime: una riduzione dei prezzi delle materie prime potrebbe risultare in una più semplice gestione dell'inflazione e in una politica monetaria espansiva, con effetti positivi sulla crescita;

¹⁰¹ Si fa riferimento al prezzo del Brent.

¹⁰² Documento Programmatico di Finanza Pubblica, ottobre 2025. Per maggiori informazioni, https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/doc_prog_fp_2025/DPFP_2025.pdf.

- 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;
- Tecnologia: l'adozione di nuove soluzioni tecnologiche potrebbero supportare la crescita più delle attese attraverso diversi canali, ad esempio attraverso una crescita della produttività.

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 indebite come l'Italia. Questo potrebbe tradursi, in ultima istanza, in maggiori rischi di stress nei mercati finanziari;
- Canali di trasmissione di politica monetaria: alcuni fattori strutturali quali la presenza di una percentuale elevata di famiglie indebite a tasso fisso, o di un'economia dove il settore dei servizi risulta preponderante, possono ostacolare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, richiedendo così più tempo per esplicare i propri effetti;¹⁰³
- 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;
- Quotazioni elevate delle materie prime: riduzione del rientro delle quotazioni delle materie prime o, in alternativa, aumento del livello dei prezzi, a causa di fattori esterni (ad esempio, tensione geopolitica), con conseguente aumento dell'inflazione, aumento dei tassi di interesse e rallentamento della crescita economica;
- Tecnologia: l'adozione di nuove soluzioni tecnologiche potrebbero non supportare la crescita come atteso, ad esempio portando dei benefici meno significativi di quanto atteso.

¹⁰³ ECB, the risks of a stubborn inflation, giugno 2023, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230619_1~2c0bdf2422.en.html.

Appendice tecnica

HEY-MOM: Hybrid EY Model for the Macroeconomy¹⁰⁴

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).¹⁰⁵ 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.

¹⁰⁴ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

¹⁰⁵ "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 EY 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