

# EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°14 | Marzo 2026



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	11
03. Il quadro europeo	16
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	16
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	18
04. L'economia italiana	25
04.1 L'andamento dell'economia reale	25
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	28
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	32
05.1 Approfondimento: Guerra in Medio Oriente e le ripercussioni sull'economia italiana	34
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	40
07. Appendice Tecnica	42

# Executive summary

- L'economia mondiale è attesa crescere con tassi superiori al 3% nel 2026 e 2027 (rispettivamente 3,3% e 3,2%), mentre l'inflazione globale continuerà verso un processo di normalizzazione. Permane una forte eterogeneità nell'andamento delle principali economie globali, eterogeneità che può essere amplificata dal conflitto in Medio Oriente.
- Al contesto globale, già segnato da un'incertezza prevalentemente dovuta alle politiche commerciali e al conflitto in Ucraina, si aggiungono ulteriori criticità legate alla guerra in Medio Oriente, con potenziali forti ripercussioni sull'andamento dei prezzi dei beni energetici e sull'andamento del commercio globale.
- L'Eurozona è attesa sperimentare un tasso di crescita nel 2026 pari all'1,3%, a cui farà seguito una crescita della stessa portata nel 2027. Il contesto rimane caratterizzato da forti complessità nel comparto industriale, nonostante alcuni segnali di miglioramento negli ultimi mesi. Ulteriori elementi di attenzione fanno riferimento al livello di indebitamento pubblico (elevato e con possibili rischi al rialzo), al commercio di beni (debole o in contrazione negli ultimi mesi del 2025) e ai possibili impatti della guerra in Medio Oriente.
- La complessità e l'incertezza del contesto geopolitico attuale rappresentano dei fattori cruciali per l'andamento della politica monetaria nell'Eurozona e non solo. Le dimensioni da dover considerare sono tre: (i) la durata dello shock; (ii) la dimensione dello shock; (iii) ed il *pass-through* dei maggiori costi dell'energia sui prezzi finali ai consumatori. Nell'ultimo incontro di febbraio la BCE ha mantenuto i tassi di interesse di politica monetaria invariati (tasso sui depositi al 2,0%). I rischi per l'Eurozona sono soprattutto al ribasso, a causa principalmente 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'economia italiana continua ad essere caratterizzata da una forte eterogeneità. In generale continua a registrarsi una sostanziale debolezza dell'industria, nonostante la presenza di comparti molto 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'indice dei prezzi al consumo ha registrato a febbraio 2026 una crescita dell'1,5% (dopo una crescita dell'1,0% e dell'1,2% rispettivamente a gennaio e dicembre) principalmente dovuta ad un aumento della componente di fondo, a sua volta trainata dalla crescita della componente dei servizi. Il mercato del lavoro si mostra in salute, anche se i salari reali per ora lavorata rimangono inferiori al livello del 2021.
- In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,7% nel 2026 e dello 0,4% nel 2027, mentre il tasso di inflazione è atteso crescere del 2,6% nel 2026 e dell'1,9% nel 2027. Le previsioni sono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando i segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili.
- Considerato il contesto geopolitico altamente incerto, è stato ipotizzato uno scenario avverso che considera, rispetto allo scenario di base, un aumento del prezzo del petrolio e del gas naturale, un rallentamento del commercio mondiale e delle esportazioni italiane di beni verso i paesi del Golfo e Iran, ed una stretta monetaria della BCE come risposta alle pressioni inflazionistiche. In questo contesto, ci attendiamo un livello del PIL al 2027 inferiore di circa lo 0,6% cumulato rispetto allo scenario base, ed un tasso di inflazione al 3,3% e 2,6% rispettivamente al 2026 e 2027.
- In questo scenario gli impatti settoriali sono eterogenei. Alcuni settori dell'economia italiana, principalmente i servizi di alloggio e ristorazione, sono attesi subire degli impatti più significativi.

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

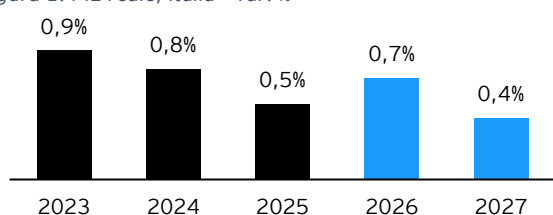
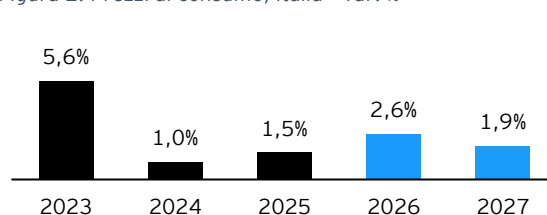


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



# Lo scenario globale

## L'economia mondiale

La crescita dell'economia mondiale è attesa essere stata, per il 2025, al 3,3%; a questo seguirà una crescita della stessa portata nel 2026 e 2027 (3,3% e 3,2%). Questo è quanto riportato nelle ultime previsioni del Fondo Monetario Internazionale nel suo Interim Report di gennaio 2026.<sup>1</sup>

Questo risultato nasconde, come sempre, delle tendenze economiche eterogenee tra le principali economie mondiali e gruppi di paesi. Nello specifico, la crescita negli Stati Uniti è attesa al 2,1% nel 2025, a cui seguirà, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, una crescita più dinamica nel 2026 (pari al 2,4%) ed una crescita più moderata nel 2027 (2,0%).

Il dato è stato rivisto al ribasso rispetto alle previsioni di ottobre 2025, nelle quali si prospettava una crescita, per il 2026, pari al 2,1%. La crescita rimane invece sostanzialmente invariata per il 2027 dove, rispetto alle previsioni precedenti, si evidenzia una correzione pari a 0,1 punti percentuali.

Diverso appare invece il quadro per l'Eurozona, nella quale ci si attende una crescita più moderata, compresa tra l'1,3% e l'1,4%, con revisioni minime rispetto a quanto previsto nelle precedenti previsioni.

Cina e India sono attese chiudere il 2025 con una crescita rispettivamente del 5,0% e 7,3%, a cui farà seguito un rallentamento nel 2026 e 2027 (rispettivamente 4,5% e 4,0% per la Cina e 6,4% nei due anni per l'India). Anche qui si registra un cauto ottimismo, che si traduce, come per gli Stati Uniti, in una revisione al rialzo delle previsioni di crescita per il 2026 rispettivamente di 0,3 e 0,2 punti percentuali. Per il 2027, invece, si registra per la Cina una revisione della crescita di -0,2 punti percentuali.

Figura 3: PIL reale - var. %

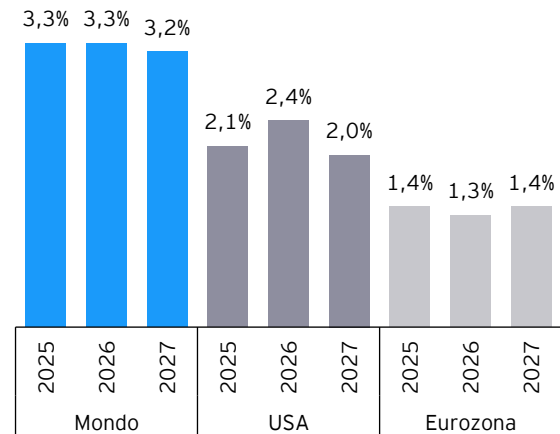
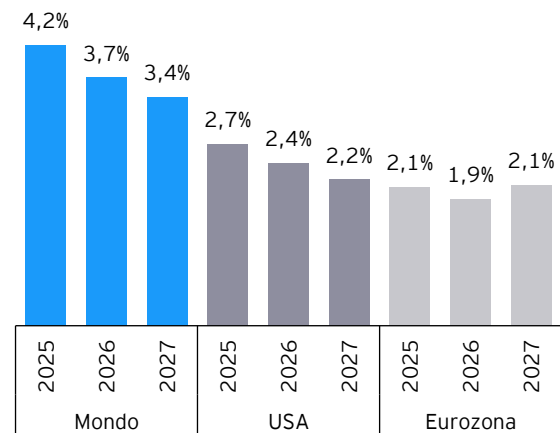


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



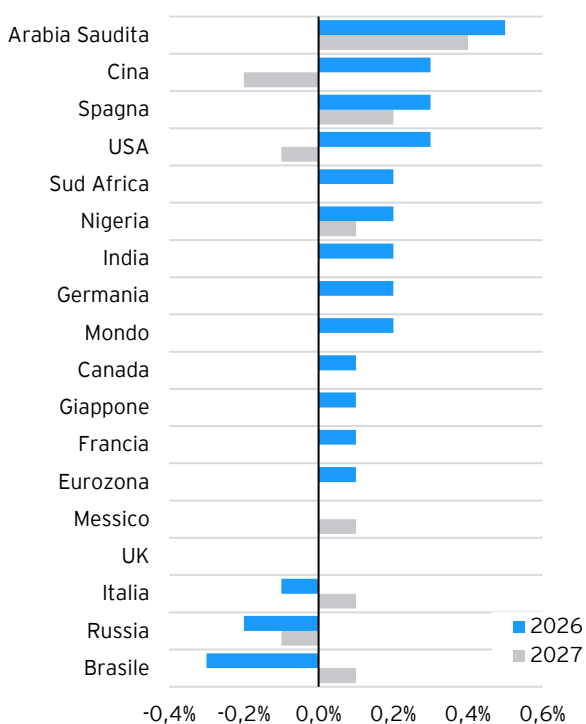
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF World Economic Outlook, gennaio 2026 per il PIL, ottobre 2025 per i prezzi al consumo.

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, il Fondo Monetario Internazionale si attende una riduzione dell'inflazione a livello mondiale, dal 4,2% del 2025 al 3,4% nel 2027, in linea con i valori medi registrati nel ventennio compreso tra il 2000 ed il 2019 (3,9%). L'inflazione negli Stati Uniti è attesa rientrare

<sup>1</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook, January 2026 - Global Economy: Steady amid Divergent Forces.

anch'essa verso valori in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi (2%) nel 2027 (inflazione attesa al 2,2%); i dati dell'Eurozona invece continuano a mostrare una crescita del livello dei prezzi in linea con gli obiettivi della Banca Centrale (2%) in tutti e tre gli anni in analisi.

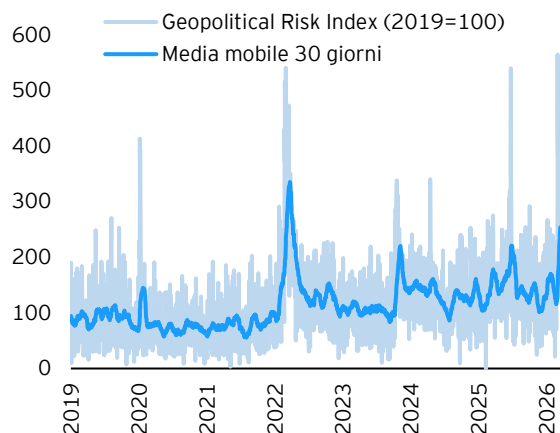
Figura 5: Revisioni delle previsioni del FMI - gennaio 2026 vs ottobre 2025, punti percentuali. Valori positivi indicano revisioni al rialzo rispetto alle previsioni di ottobre.



Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

Il contesto internazionale attuale è caratterizzato da un aumento dell'incertezza geopolitica. Questo è ben rappresentato dall'andamento del Geopolitical Risk Index, che a marzo ha registrato dei valori molto elevati, paragonabili a quelli sperimentati all'alba dello scoppio della guerra tra Russia ed Ucraina (2022) o all'insediamento della nuova amministrazione statunitense.

Figura 6: Geopolitical Risk Index, Mondo - valori giornalieri e media mobile a 30 giorni



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019).<sup>2</sup> Ultimo dato disponibile: 16 marzo 2026.

Il Geopolitical Risk Index rappresenta però una delle diverse sfumature dell'incertezza che è possibile cogliere a livello globale. Tra le altre misure, è possibile fare riferimento al Trade Policy Uncertainty Index, indice di misurazione del grado di incertezza legato alle politiche commerciali che, dopo la significativa riduzione sperimentata negli ultimi mesi, registra dei valori in rialzo a marzo, mantenendosi su valori in ogni caso molto più contenuti rispetto a quanto registrato agli inizi del 2025.

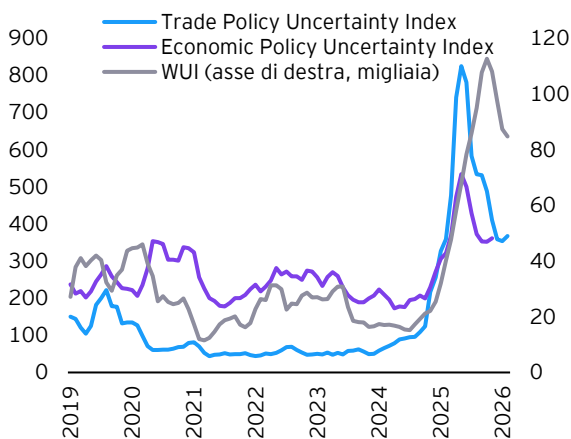
L'aumento dell'incertezza complessiva è rappresentato anche da altri indicatori, nonostante gli ultimi dati disponibili facciano riferimento al mese di febbraio e quindi non considerino gli ultimi accadimenti geopolitici.

Si pensi, ad esempio, all'Economic Policy Uncertainty Index, un indice di incertezza caratterizzato da un perimetro più ampio, il quale mostra una generale riduzione negli ultimi mesi nonostante il livello complessivo sia ancora molto elevato. Un ulteriore indicatore è poi dato dal World Uncertainty Index, il quale mostra una dinamica sostanzialmente in linea con gli altri due indicatori.

<sup>2</sup> Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo, "The Economic Effects of Trade Policy

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

Figura 7: Indici di incertezza, Mondo - medie mobili a 3 mesi



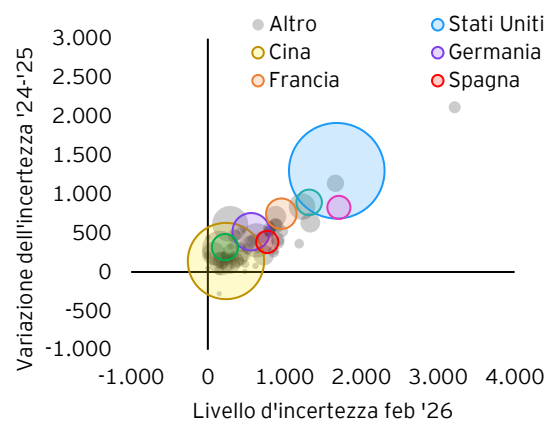
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019),<sup>3</sup> Economic Policy Uncertainty database. WUI: World Uncertainty Index. Ultimo dato disponibile: febbraio 2026.

L'incertezza registrata dagli indicatori sopra citati rappresenta un'indicazione a livello globale, e non è rappresentativa dell'eterogeneità dei diversi paesi. Se infatti, da un lato, un elevato livello di incertezza sta caratterizzando tutti i principali paesi del mondo, dall'altro è importante notare come ci siano delle differenze nelle dinamiche e nella dimensione del fenomeno tra vari paesi.

Analizzando i dati si nota infatti come paesi quali Stati Uniti, Messico e Canada siano caratterizzati da una elevata incertezza (espressa sia dall'ultimo dato disponibile, sia dalla variazione dei valori medi tra il 2024 ed il 2025). Anche i principali paesi europei sono caratterizzati da un certo grado di incertezza, ancorché minore rispetto a quanto registrato nei paesi citati precedentemente.

All'opposto, la Cina mostra dei valori di incertezza relativamente contenuti rispetto agli altri grandi paesi del mondo, nonostante le pressioni dovute alla politica commerciale applicata dagli Stati Uniti.

Figura 8: World Uncertainty Index, Mondo



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019),<sup>4</sup> Economic Policy Uncertainty database. La dimensione è data dal PIL a prezzi correnti espresso in dollari.

L'attuale contesto di incertezza dovuto, oltre che al nuovo conflitto USA-Iran, anche alle scelte di politica commerciale d'oltreoceano, ha degli effetti negativi sull'andamento dell'economia globale.

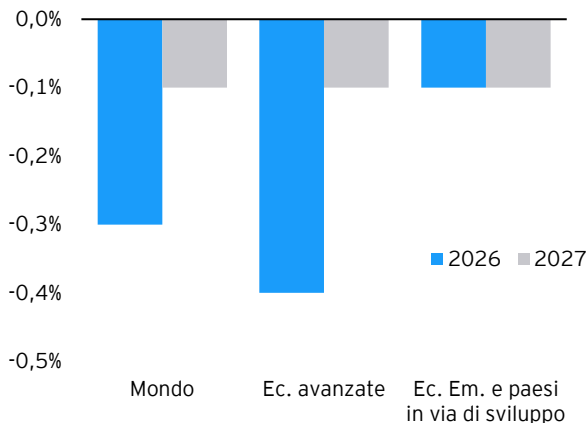
Le dinamiche descritte potrebbero esercitare ripercussioni significative sulle prospettive di crescita del commercio internazionale, incidendo negativamente sia sulla fiducia delle imprese sia sui livelli di investimento.

Inoltre, in un contesto caratterizzato da un marcato deterioramento delle valutazioni azionarie, tale da determinare un significativo indebolimento della fiducia di consumatori e imprese, la crescita economica globale potrebbe risultare più contenuta: in particolare, la Banca Mondiale stima che in presenza di un simile shock finanziario e di fiducia, il tasso di crescita dell'economia mondiale potrebbe ridursi fino a circa 0,3 punti percentuali rispetto allo scenario di base.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo, "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty," revised November 2019, Journal of Monetary Economics, forthcoming.

Figura 9: Variazione della crescita del PIL in caso di scenario avverso



Fonte: Banca Mondiale.

Le tensioni e le divisioni politiche sono, inoltre, determinanti significative della dinamica dei flussi di capitale transfrontalieri, influenzandone sia il volume sia la direzione. In primo luogo, il rischio geopolitico può portare ad una interruzione o ritiro dei flussi di capitale, in particolare da parte delle economie emergenti, mentre le economie avanzate possono beneficiare di un incremento dei flussi di capitale dovuto a movimenti di "flight to safety".

In secondo luogo, l'aumento delle tensioni geopolitiche sta contribuendo a cambiamenti strutturali nell'allocazione internazionale del capitale. La "distanza politica" influenza tutte le tipologie di investimenti transfrontalieri, mostrando una chiara tendenza verso un'allocazione dettata dall'affinità geopolitica tra i paesi.<sup>5</sup>

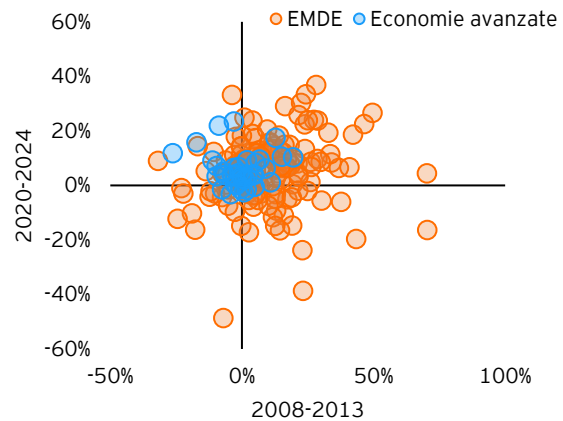
Un ulteriore elemento da considerare nell'analizzare l'andamento economico mondiale nell'attuale contesto di incertezza è la diversa performance delle economie avanzate rispetto alle economie emergenti e in via di sviluppo.

A questo proposito si pensi che la maggior parte delle economie avanzate (più dell'80%) hanno recuperato, al 2024, il livello di reddito pro-capite precedente la pandemia (2019). Al contrario, invece, circa un quarto dei paesi emergenti ed economie in via di sviluppo (EMDE)

mostra ancora livelli di reddito pro-capite inferiori rispetto al periodo precedente la pandemia.

Questa dinamica appare diversa rispetto a quanto registrato nel periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008, dove circa un quarto delle economie emergenti e dei paesi in via di sviluppo non aveva ancora recuperato i livelli di PIL pro capite pre-crisi. Per le economie avanzate, la situazione risultava significativamente più critica: oltre la metà di queste continuava a registrare livelli di PIL pro capite inferiori a quelli del 2008, segnalando un processo di recupero particolarmente lento.

Figura 10: Delta percentuale del livello di PIL pro-capite al momento dello scoppio della crisi e cinque anni dopo



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Banca Mondiale.

In ogni caso è da considerare che le due crisi in analisi hanno avuto una natura completamente diversa: la crisi pandemica è stata determinata dalle chiusure di numerose attività (per preservare la salute delle persone) e dalle risposte di politica economica che hanno generato simultanee contrazioni della domanda e dell'offerta; la recessione del 2009, al contrario, rifletteva una situazione complicata del settore finanziario ed un indebitamento privato crescente.<sup>6</sup>

Le dinamiche successive allo scoppio delle due crisi sono state quindi influenzate dalla diversa natura dei fenomeni, ma anche dagli ulteriori shock successivi alla pandemia e dall'insieme delle risposte di policy.

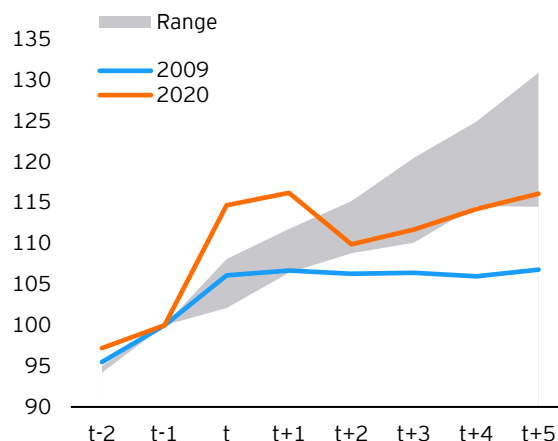
<sup>5</sup> Albori, M. (2025). Politics will tear us apart, again. Geopolitical risk, fragmentation, and capital flows. *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers), numero 974.

<sup>6</sup> Guénette, J. D., M. A. Kose, and N. Sugawara. 2022. "Is a Global Recession Imminent?" *Equitable Growth, Finance, and Institutions Policy Note 4*, World Bank, Washington, DC.

La ripresa dalla recessione del 2020 si è svolta infatti in un contesto segnato da una serie di shock interconnessi: le interruzioni nelle catene globali del valore nel 2021, l'aumento dei prezzi dell'energia dopo l'invasione russa dell'Ucraina all'inizio del 2022 e l'aumento dell'inflazione nel periodo 2021-2023, che ha portato ad una risposta sincronizzata di molte Banche Centrali verso una politica monetaria restrittiva.<sup>7</sup> Tale ripresa è stata ulteriormente minacciata da tensioni geopolitiche elevate – incluso il conflitto in Medio Oriente – insieme a un aumento delle restrizioni commerciali e del clima di incertezza politica.<sup>8,9</sup>

Il periodo successivo al 2009 è stato invece caratterizzato dagli effetti negativi e persistenti della crisi finanziaria, tra cui la presenza di un elevato debito privato, il riemergere di fragilità nel settore bancario e la crisi del debito sovrano nell'Eurozona nel 2011-2012. I prezzi delle materie prime – prima metalli e prodotti agricoli, poi il petrolio – sono diminuiti drasticamente dai picchi del 2011, in seguito al rallentamento della crescita della domanda e a un'ampia disponibilità di offerta.<sup>10</sup>

Figura 11: Spesa pubblica, economie avanzate - indice, t-1=100



Fonte: Banca Mondiale. L'anno t rappresenta l'anno di recessione. L'area grigia rappresenta i range dei valori registrati negli anni 1975, 1982 e 1991.

Così come la natura delle crisi, anche le risposte di politica economica nei due momenti di ripresa hanno mostrato delle differenze significative. Dopo il 2009, le economie avanzate si caratterizzarono per una politica fiscale restrittiva ed una politica monetaria accomodante. Al contrario, molti paesi emergenti e in via di sviluppo adottarono politiche anticicliche a sostegno della domanda.<sup>11</sup>

Nella ripresa post-pandemica, questo schema si è sostanzialmente invertito. Le economie avanzate hanno implementato politiche fiscali espansive e durature, mentre, a partire dalla fine del 2021, le politiche monetarie sono state caratterizzate da un rapido irrigidimento in risposta alla forte accelerazione dell'inflazione.

<sup>7</sup> World Bank. 2024a. Global Economic Prospects. January. Washington, DC: World Bank.

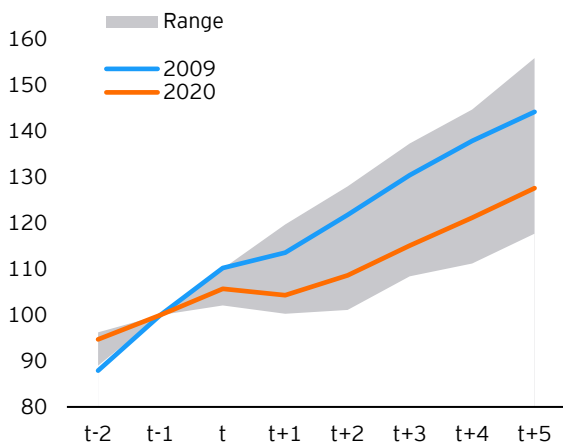
<sup>8</sup> World Bank. 2022. Commodity Markets Outlook. April. Washington, DC: World Bank.

<sup>9</sup> World Bank. 2025a. Global Economic Prospects. January. Washington, DC: World Bank.

<sup>10</sup> World Bank. 2015. Commodity Markets Outlook. October. Washington, DC: World Bank.

<sup>11</sup> Koh, W. C., and S. Yu. 2020. "Macroeconomic and Financial Sector Policies." In A Decade After the Global Recession: Lessons and Challenges for Emerging and Developing Economies, edited by M. A. Kose and F. Ohnsorge, 209-53. Washington, DC: World Bank.

Figura 12: Spesa pubblica, economie emergenti e paesi in via di sviluppo - indice, t-1=100



Fonte: Banca Mondiale. L'anno t rappresenta l'anno di recessione. L'area grigia rappresenta i range dei valori registrati negli anni 1975, 1982 e 1991.

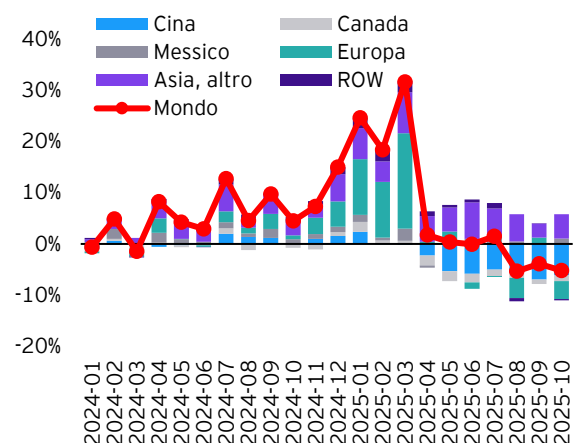
Le economie emergenti e in via di sviluppo, invece, registravano disavanzi fiscali ed un livello di debito pubblico elevati rispetto al periodo precedente la crisi finanziaria, condizione che ha ridimensionato le leve di politica fiscale disponibili.<sup>12,13</sup>

Tornando al tema dell'incertezza e quindi delle politiche distorsive del commercio, è importante sottolineare come, nonostante alcuni effetti non siano particolarmente visibili al momento su alcune metriche su cui ci si attendeva degli impatti (come, ad esempio, sul tasso di inflazione negli Stati Uniti, almeno non in maniera evidente), 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 contrazione delle importazioni dopo i valori registrati nei primi mesi dell'anno. Tale dinamica è potenzialmente riconducibile all'anticipazione dell'acquisto di alcuni beni in previsione dell'implementazione delle politiche commerciali aggressive della nuova amministrazione statunitense.

La contrazione sperimentata è frutto principalmente di una riduzione delle importazioni dalla Cina e dall'Europa; permane invece il ruolo positivo, nella crescita delle importazioni, degli altri paesi dell'Asia.

Figura 13: Importazioni di beni per paese di origine, USA - var. YoY e contributi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati UN Comtrade.

A questo proposito, è importante soffermarsi sulle differenze che caratterizzano l'attuale politica commerciale statunitense con quella implementata nel periodo pre-pandemia. Nel biennio 2018-19, infatti, gli Stati Uniti hanno imposto dei dazi su poco meno del 18% delle importazioni, principalmente provenienti dalla Cina, comportando un aumento del livello dei dazi effettivi su quest'ultima dal 3 all'11%. Tali misure hanno aumentato in modo significativo i costi per consumatori e imprese statunitensi, con un trasferimento quasi completo sui prezzi all'importazione, un incremento dei prezzi al consumo, interruzioni nelle catene di fornitura e effetti negativi sul mercato del lavoro.

La guerra commerciale del 2025 rappresenta invece uno shock qualitativamente diverso: in questo caso i dazi riguardano la maggior parte dei prodotti provenienti dall'estero e dei partner commerciali, con aliquote effettive pari al 19% nel complesso e superiori al 40% per la Cina. Ciò potrebbe determinare un forte aumento dei costi degli input in molte filiere industriali. Le evidenze preliminari indicano un assorbimento solo parziale dei maggiori costi da parte degli esportatori, ed un possibile trasferimento marcato sui prezzi al consumo negli Stati Uniti. La recente e inattesa svalutazione del dollaro si discosta inoltre dalle esperienze storiche e

<sup>12</sup> Mawejje, J. 2025. Fiscal Vulnerabilities in Low-Income Countries: Evolution, Drivers, and Policies. Washington, DC: World Bank.

<sup>13</sup> World Bank. 2021. Global Economic Prospects. January. Washington, DC: World Bank.

potrebbe generare effetti più marcati sul saldo commerciale.<sup>14</sup>

Spostandosi sul tema delle materie prime, il nuovo conflitto in Medio Oriente e il traffico ridotto nello stretto di Hormuz stanno generando degli effetti sui prezzi dell'energia (e non solo) significativi nel breve termine e potrebbe averne anche nel medio termine, considerando che la produzione di petrolio e di gas potrebbe essere stata impattata strutturalmente. Il tema dell'importanza della regione nello scenario energetico globale e dello stretto di Hormuz nel commercio globale sarà trattato più avanti nell'approfondimento dedicato.

Nel mese di febbraio 2026, il prezzo del petrolio, e più precisamente del Brent, ha registrato una quotazione media pari a 71,1 \$/bbl,<sup>15</sup> dopo aver registrato, nei due mesi precedenti, una quotazione rispettivamente pari a 66,8 \$/bbl e 62,7 \$/bbl. Gli ultimi dati relativi al Brent indicano una quotazione pari a 102,9 \$/bbl (16 marzo 2026, 103,4 \$/bbl tra il 12 ed il 19 marzo).

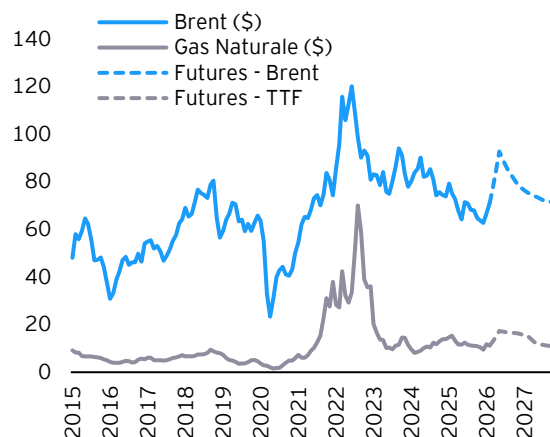
In riferimento al gas naturale quotato sul mercato europeo, questo ha registrato, a febbraio 2026, un valore pari a 11,2 \$/mmbtu<sup>16</sup>, in riduzione rispetto al dato registrato a gennaio (11,8 \$/mmbtu). Il conflitto in Medio Oriente ha portato però un rialzo significativo delle quotazioni del gas naturale, visibile dall'andamento dei futures, che hanno registrato quasi un raddoppio delle quotazioni.<sup>17</sup>

Per i beni energetici, è importante considerare inoltre che l'attuale conflitto sta portando e potrà portare ad una distruzione fisica dell'offerta di questi beni. Gli attacchi ai siti petroliferi di South Pars e Ras Laffan rappresentano un esempio chiaro del rischio potenziale che questo conflitto può portare all'offerta di petrolio e gas naturale, con il rischio di un mantenimento delle quotazioni del petrolio e del gas su livelli elevati per tempi non brevi.

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. L'attuale situazione di crisi in Medio Oriente rappresenta però un elemento di

rischio a rialzo dei prezzi dei beni agricoli nel medio termine, soprattutto a causa di un potenziale aumento dei costi di trasporto e del costo dei fertilizzanti.<sup>18</sup>

Figura 14: Prezzi delle materie energetiche (\$) e futures (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). Il dato dei futures è calcolato come media a 15 giorni del valore trimestrale, in modo da ridurre la volatilità giornaliera. Ultimo dato disponibile: febbraio 2026.

Infine, i prezzi dei metalli di base continuano lungo un percorso di crescita significativo. Rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, a febbraio 2026 hanno registrato una crescita del 28%. L'aumento delle quotazioni fa riferimento ai principali componenti dell'indice (e.g., alluminio, rame, stagno) con la sola eccezione del piombo. Questi aumenti sono da ricondurre ad un insieme di fattori, sia dal lato della domanda che dell'offerta: dal lato della domanda, la transizione energetica, il potenziamento delle reti elettriche e la rapida costruzione dei data center a seguito del progresso tecnologico (in particolare dell'uso dell'intelligenza artificiale) rappresentano alcuni dei principali elementi da considerare.

Dal lato dell'offerta, invece, è importante ricordare che Stati Uniti e Regno Unito hanno vietato la negoziazione di nuova produzione russa di alluminio, rame e nichel sulle principali borse dei metalli da aprile 2024; inoltre, l'accumulo di scorte di rame in alcuni paesi in vista di maggiori

<sup>14</sup> Carpinelli, L., Santoro, S. (2025). An examination of the domestic macroeconomic consequences of the United States' trade policies. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, numero 965.

<sup>15</sup> Dollari per barile di petrolio. Un barile equivale a circa 159 litri.

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

<sup>17</sup> Si fa riferimento ai Futures TTF. Per maggiori informazioni, <https://www.ice.com/products/27996665/Dutch-TTF-Natural-Gas-Futures>.

<sup>18</sup> UNCTAD (2026). Strait of Hormuz disruptions: Implications for global trade and development, <https://unctad.org/publication/strait-hormuz-disruptions-implications-global-trade-and-development>.

tensioni geopolitiche ha creato scarsità relativa altrove.

Nel complesso, la situazione geopolitica ed economica rimane complessa e potenzialmente in peggioramento a causa del nuovo conflitto con l'Iran. Le previsioni di crescita risentono dell'andamento delle quotazioni delle materie prime e delle misure distorsive del commercio e possibili evoluzioni.

## La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati

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

### Stati Uniti

Il PIL degli Stati Uniti ha registrato nel quarto trimestre del 2025 una crescita dello 0,4% (1,4% il tasso di crescita annualizzato),<sup>19</sup> dopo una crescita congiunturale dell'1,1% nel terzo trimestre dell'anno.

Questo risultato è dovuto principalmente ad un contributo positivo della crescita dei consumi privati (crescita congiunturale dello 0,6% per un contributo positivo di 0,4 punti percentuali) e degli investimenti privati (crescita congiunturale dello 0,9% a cui corrisponde un contributo alla crescita dello 0,2%). Le esportazioni nette di beni e servizi non hanno invece contribuito in maniera positiva o negativa alla crescita (contributo pari a circa 0 punti percentuali), mentre l'acquisto di beni e servizi da parte del settore pubblico e gli investimenti pubblici hanno contribuito negativamente per circa 0,2 punti percentuali.<sup>20</sup>

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti continua a registrare valori superiori all'obiettivo di stabilità dei prezzi designato dalla Federal Reserve (2,0%) ma in calo, con un tasso di inflazione pari al 2,4% a gennaio 2026, dopo un tasso al 2,7% a dicembre e novembre 2025. Una dinamica leggermente differente si registra per il Personal Consumption Expenditure Price Index, leggermente in crescita

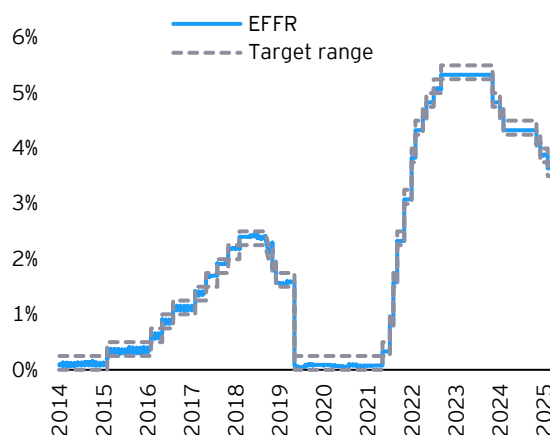
<sup>19</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

<sup>20</sup> GDP (Advance Estimate), 4th Quarter and Year 2025, <https://www.bea.gov/news/2026/gdp-advance-estimate-4th-quarter-and-year-2025>.

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

negli ultimi mesi rispetto a quanto registrato a metà 2025.<sup>21</sup>

Figura 15: 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/effr>.

Nel contesto attuale di crescita complessivamente sostenuta del paese e di maggiore incertezza dovuta al contesto internazionale, la Federal Reserve ha deciso, nel suo ultimo incontro del 18 marzo, di mantenere i tassi di interesse invariati all'interno di un range tra il 3,50% ed il 3,75%.<sup>22</sup> Questa scelta fa seguito ad una decisione simile a fine gennaio, nella quale si decise per un mantenimento costante dei tassi di interesse di politica monetaria.<sup>23</sup> Le attese sugli esiti dei prossimi incontri sono tuttavia incerte, considerato che le decisioni saranno potenzialmente influenzate dagli effetti della guerra in Iran (dalla sua durata, dalla dimensione degli impatti sui prezzi dell'energia, dal *pass-through* dell'aumento dei prezzi dell'energia all'inflazione). In riferimento all'andamento della politica monetaria statunitense, è inoltre importante sottolineare che a maggio 2026 terminerà il mandato dell'attuale presidente della Federal Reserve, il che rappresenta un momento di possibile cambiamento della condotta di politica monetaria precedente.

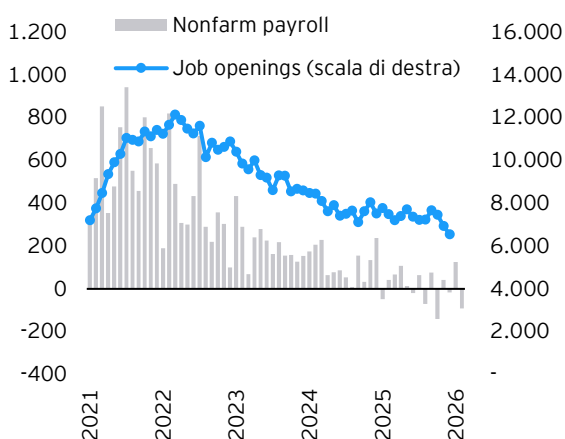
<sup>22</sup> Federal Reserve issues FOMC statement, 18 March 2026, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary/20260318a.htm>.

<sup>23</sup> Federal Reserve issues FOMC statement, 28 January 2026, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary/20260128a.htm>.

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

Come accennato, però, il mercato del lavoro appare in rallentamento. A dicembre la contrazione del numero di occupati è stata pari a 92.000 unità, dopo una crescita di 126.000 unità nel mese precedente. A questo si unisce l'andamento della crescita dei nuovi posti di lavoro (*job openings*), che dopo una tendenza stabile da metà 2024, negli ultimi mesi ha registrato un andamento in calo. Il tasso di disoccupazione rimane sostanzialmente stabile sopra al 4%.<sup>24</sup>

Figura 16: 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 dicembre 2025 la

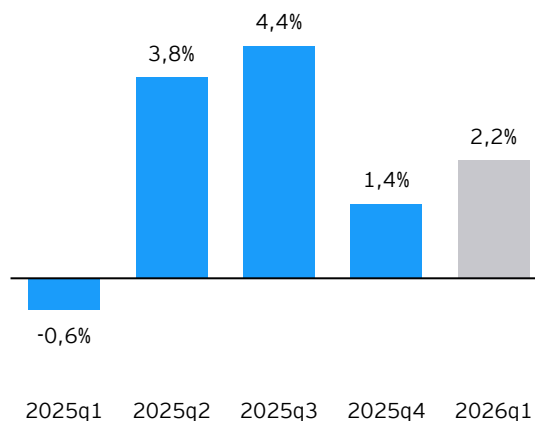
<sup>24</sup> Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empstoc.htm>.

<sup>25</sup> Personal Income and Outlays, December 2025. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2026/personal-income-and-outlays-december-2025>.

spesa per consumi abbia segnato un rallentamento rispetto al mese precedente (0,1%), dopo una crescita debole nel mese precedente (0,2%).<sup>25</sup> La crescita debole è dovuta principalmente ad una contrazione della spesa per il consumo di beni (-0,5% a dicembre, dopo una crescita nel mese precedente pari allo 0,3% ed una crescita debole ad ottobre pari allo 0,1%), e ad una crescita della spesa per servizi (0,3%, crescita maggiore di quanto sperimentato nel mese precedente, pari allo 0,1%).

L'attività del comparto industriale e manifatturiero si mostra debole: il primo registra, a gennaio 2026, una crescita (0,7%) rispetto al mese precedente (dopo una crescita più debole dello 0,2% a dicembre 2025 e dello 0,1% a novembre); una dinamica simile si registra anche per il comparto manifatturiero, che nel mese di dicembre registra una crescita dello 0,6%, dopo una stasi nel mese precedente e una crescita dello 0,3% a novembre. In termini tendenziali la produzione industriale e la produzione manifatturiera mostrano un andamento incoraggiante, con una crescita rispettivamente del 2,3% e 2,4%.<sup>26</sup>

Figura 17: PIL, 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: 9 Marzo 2026.

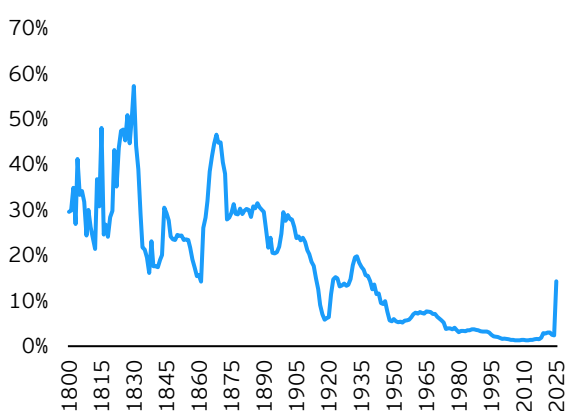
<sup>26</sup> Industrial Production and Capacity Utilization, January 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/q17/current/default.htm>.

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di Marzo 2026 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra lo 0,1% ed il 3,5%, con una mediana dell'1,9%,<sup>27</sup> a dimostrazione di un'economia nel complesso dinamica.

Inoltre, le previsioni a breve termine della Federal Reserve Bank di New York sull'andamento dell'economia statunitense indicano, per il primo trimestre del 2026, un tasso di crescita annualizzato<sup>28</sup> del 2,2%.<sup>29</sup>

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 14%. Questo dato è significativo considerato il potenziale effetto negativo sulla crescita e sull'inflazione del paese.

Figura 18: Aliquota tariffaria media effettiva, USA



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su Organizzazione Mondiale del Commercio, Fondo Monetario Internazionale. Ultimo aggiornamento: febbraio 2026.

<sup>27</sup> 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>.

<sup>28</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

<sup>29</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#overview>.

<sup>30</sup> GDP first quarterly estimate, UK: October to December 2025, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/octobertodecember2025>.

<sup>31</sup> Office for National Statistics, Index of Services, UK: January 2026, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/january2026>.

## Regno Unito

Nel Regno Unito si è registrata una crescita dello 0,1% nel quarto trimestre del 2025, successiva ad una crescita di entità simile nel terzo trimestre (0,1%) e leggermente più dinamica nel secondo trimestre del 2025 (0,2%).

La performance del quarto trimestre del 2025 è dovuta principalmente ad una crescita dei consumi privati (0,2%), ad una crescita più dinamica dei consumi della pubblica amministrazione (0,4%), e ad un contributo positivo degli investimenti.<sup>30</sup>

I dati a più alta frequenza mostrano un andamento dell'economia debole: dopo una crescita congiunturale a novembre e dicembre 2025 rispettivamente dello 0,1% e 0,2%, a gennaio il settore dei servizi ha registrato una crescita nulla.<sup>31</sup>

Il settore delle costruzioni si mostra in leggera espansione, con una crescita dello 0,2%, dopo tre mesi consecutivi di contrazione congiunturale (rispettivamente -1,6%, -0,8% e -0,5% tra ottobre e dicembre 2025).<sup>32</sup> In relazione all'industria, nel mese di gennaio si è registrata una lieve contrazione dello 0,1% che fa seguito ad una contrazione più marcata a dicembre (-0,9%) e ad una crescita marcata a novembre 2025 (1,3%).<sup>33</sup>

Infine, in riferimento all'andamento dei prezzi, a gennaio il tasso di inflazione (3,2%) ha registrato una flessione rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti (3,6% a dicembre 2025, 3,5% a novembre). Il tasso di inflazione nel Regno Unito rimane ancora elevato, anche se in calo rispetto a quanto registrato nel 2025. Il tasso di inflazione core rimane anch'esso elevato (3,3%, dopo un tasso al 3,5% a dicembre 2025).<sup>34</sup>

## Cina

L'andamento dell'economia cinese mostra dei segnali di rallentamento. Questo processo non fa

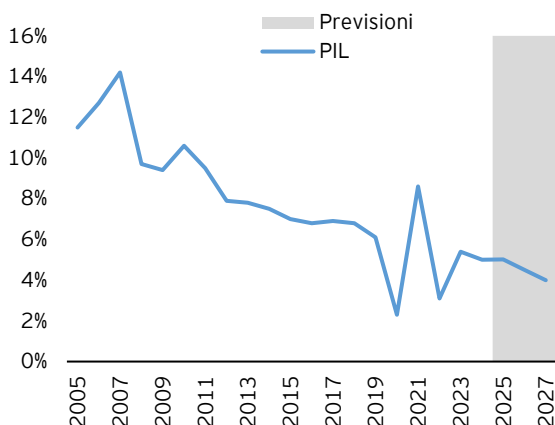
<sup>32</sup> Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: January 2026, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/january2026>.

<sup>33</sup> Office for National Statistics, Index of Production, UK: January 2026, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/january2026>.

<sup>34</sup> Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: January 2026, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/january2026>.

riferimento solo alla crescita del PIL degli ultimi anni o alle previsioni per il 2027 (il Fondo Monetario Internazionale nel suo ultimo World Economic Outlook stima una crescita del 4,5% per il 2026 e 4,0% nel 2027), ma rappresenta una tendenza di lungo termine in atto dal periodo successivo alla crisi finanziaria (2008).

Figura 19: PIL, Cina - var. %



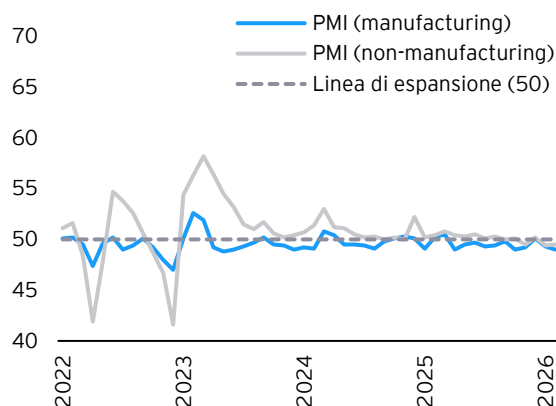
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati e previsioni Fondo Monetario Internazionale.

Analizzando gli ultimi dati, l'economia cinese mostra una variazione del PIL nel quarto trimestre del 2025 del 4,5% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 4,8% e 5,2% rispettivamente nel terzo e secondo trimestre. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, il PIL ha registrato un incremento nel quarto trimestre dell'1,2%, dopo una crescita dell'1,1% e 1,0% rispettivamente nel terzo e secondo trimestre del 2025.<sup>35</sup>

Il comparto industriale è in leggero rallentamento rispetto alla prima metà del 2025: nel mese di dicembre il valore aggiunto è cresciuto, rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, del 5,2%, dopo aver registrato nel mese di novembre una crescita del 4,8%. Il dato di dicembre mostra una dinamica positiva rispetto al dato dei mesi precedenti, ma in ogni caso più

contenuto rispetto a quanto registrato nella prima metà del 2025.<sup>36</sup>

Figura 20: Purchasing Managers Index (PMI), attività manifatturiere e non manifatturiere, Cina



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati National Bureau of Statistics of China. Ultimo dato disponibile: Febbraio 2026.

In riferimento alle attese degli operatori del comparto manifatturiero e non manifatturiero, l'indice PMI (Purchasing Manager Index) diffuso dal National Bureau of Statistics of China mostra un andamento sostanzialmente in linea con la soglia di espansione (50), al netto di qualche flessione mensile.<sup>37</sup>

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione degli investimenti del 17,2% nel 2025 rispetto al 2024, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.<sup>38</sup>

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita degli investimenti nel 2025 è negativa, con una contrazione del 3,8%, mostrando un andamento negativo da maggio 2025.<sup>39</sup>

In riferimento alle vendite al dettaglio, a dicembre 2025 si è registrata una crescita annuale (rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) dello 0,9%, inferiore rispetto a quanto registrato a novembre (1,3%) e ad ottobre (2,9%).<sup>40</sup>

<sup>35</sup> Preliminary Accounting Results of GDP for the Fourth Quarter and Full Year of 2025,

[https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260121\\_1962363.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260121_1962363.html).

<sup>36</sup> Industrial Production Operation in December 2025, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120\\_1962350.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120_1962350.html).

<sup>37</sup> Purchasing Managers' Index for February 2026, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202603/t20260305\\_1962714.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202603/t20260305_1962714.html).

<sup>38</sup> Investment in Real Estate Development for 2025, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120\\_1962353.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120_1962353.html).

<sup>39</sup> Investment in Fixed Assets in 2025, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120\\_1962351.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120_1962351.html).

<sup>40</sup> Total Retail Sales of Consumer Goods in December 2025, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120\\_1962354.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202601/t20260120_1962354.html).

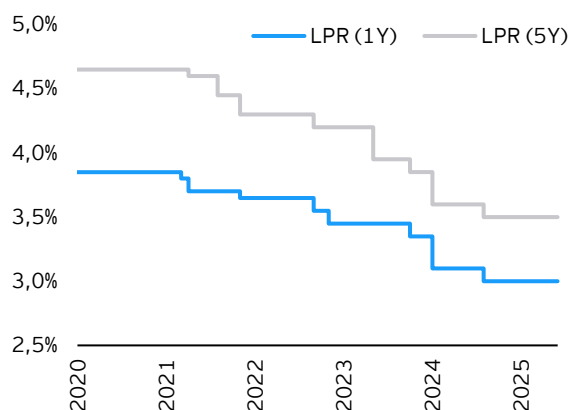
Dal punto di vista del commercio estero, le esportazioni hanno registrato, a dicembre 2025, una crescita tendenziale del 5,2% a fronte di un aumento delle importazioni del 4,4%.<sup>41</sup>

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 fiscali<sup>42</sup> 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% a marzo 2026. 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).<sup>43</sup>

Il rallentamento dell'economia cinese è atteso proseguire, evidenziando la necessità di riforma del modello di crescita. Tra le principali sfide da considerare rientrano quelle demografiche (l'invecchiamento della popolazione ridurrà la forza lavoro),<sup>44</sup> il rallentamento della crescita della produttività (considerata la sua transizione verso lo status di economia avanzata),<sup>45</sup> nonché i rendimenti decrescenti degli investimenti i quali, alimentati da risparmi (ora ai massimi storici), vengono indirizzati verso settori meno produttivi come quello immobiliare.

Figura 21: Loan Prime Rate (LPR) ad 1 e 5 anni, Cina



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati People Bank of China. Ultimo dato disponibile: marzo 2026.

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.<sup>46</sup>

Il contesto internazionale si mostra, nel complesso, caratterizzato da nuove sfide di natura geopolitica, a seguito del nuovo conflitto in Medio Oriente. A questo si aggiungono elementi di incertezza già presenti, quali una politica commerciale protezionistica da parte degli Stati Uniti, possibili escalation su altri fronti geopolitici, e prezzi dell'energia in aumento, con possibili nuove pressioni inflazionistiche globali.

<sup>41</sup> Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La variazione annuale delle esportazioni si attesta al +6,6% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al +5,7%.

<sup>42</sup> 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](http://english.scio.gov.cn/pressroom/2025-01/11/content_117658569.html).

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

<sup>44</sup> 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.

<sup>45</sup> 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.

<sup>46</sup> 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 0,3% nel terzo trimestre del 2025, l'Eurozona ha registrato una crescita del PIL leggermente più moderata (0,2%). Questo dato riflette una crescita del PIL dello 0,8% in Spagna, dello 0,3% in Italia e Germania, e dello 0,2% in Francia.

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

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

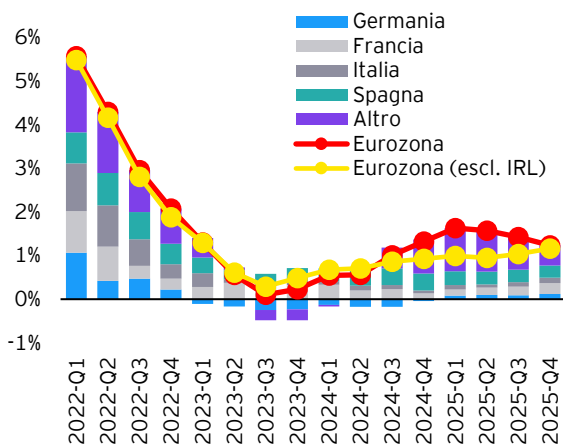
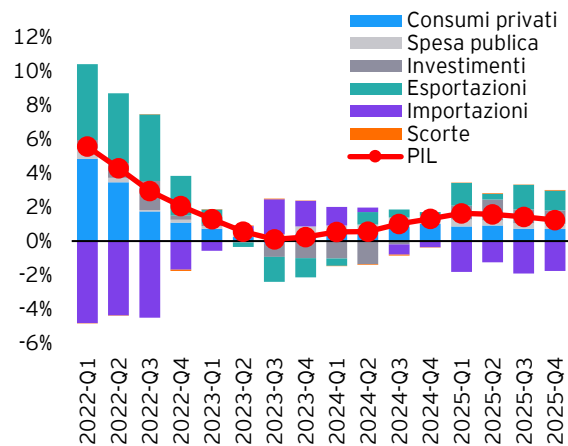


Figura 23: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat.

Dal punto di vista delle componenti del PIL, a trainare la crescita nel quarto trimestre del 2025 sono stati principalmente i consumi privati e gli investimenti (con un contributo positivo alla crescita rispettivamente pari a 0,7 e 0,8 punti percentuali); seguono i consumi pubblici (0,3 punti percentuali), mentre la domanda estera netta ha contribuito negativamente (-0,6 punti percentuali), con una crescita più sostenuta delle importazioni rispetto alle esportazioni.

La produzione industriale dell'Eurozona mostra, a gennaio 2026, una contrazione dello 0,5%, dopo una crescita nei mesi di ottobre, novembre e dicembre pari rispettivamente al 2,1%, 2,3% e 2,1%. L'indice risulta in ogni caso ancora inferiore di circa 3 punti percentuali rispetto al valore medio del 2021.

La crescita tendenziale per l'Eurozona è la risultante di un andamento eterogeneo dei principali paesi dell'Unione Monetaria. Nello specifico, l'indice della produzione industriale tedesco ha registrato una contrazione, a gennaio, dell'1,5%, a cui segue una variazione per l'Italia pari al -0,5%; debolmente positiva la performance industriale spagnola (0,2%) e, ancor più, quella francese (2,4%, dopo una crescita dell'1,7%).

Figura 24: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

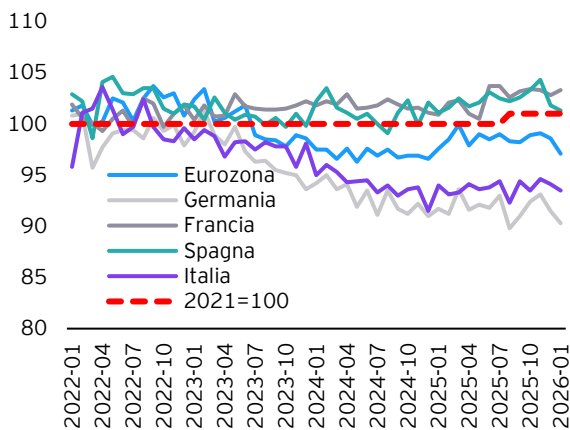
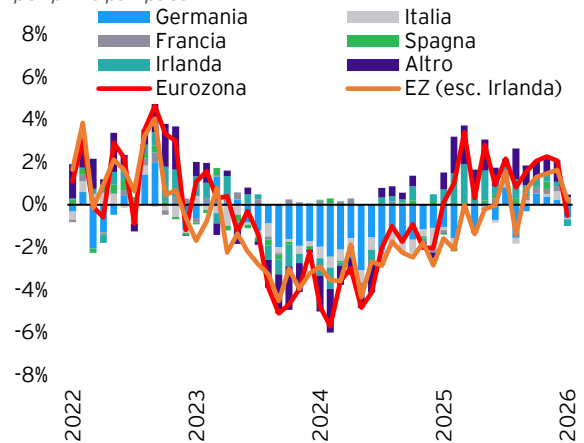


Figura 25: Produzione industriale - var. YoY e componenti per principali paesi



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: gennaio 2026.

In riferimento alle principali categorie di beni prodotti, i beni di consumo hanno registrato, nel mese di gennaio, una contrazione tendenziale (rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) del 6,3%, a seguito di una contrazione più contenuta (-0,7%) nel mese di dicembre ed una crescita sostenuta a novembre (3,3%). Anche la produzione di beni intermedi ha registrato una contrazione rispetto all'anno precedente (-1,9%), mentre la produzione di beni capitali continua a registrare delle variazioni positive (1,7% a gennaio, dopo una crescita del 4,6% a dicembre e 3,3% a novembre).

Continuando l'analisi dei dati congiunturali, l'analisi degli indicatori PMI<sup>47</sup> 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 percezione nel complesso positiva (valori vicini alla soglia di espansione). Appare nel complesso positivo anche il *sentiment* degli operatori del settore dei servizi, dove gli indici riferiti ai principali quattro paesi dell'Eurozona sono sopra o in linea con la soglia di riferimento dei 50 punti.

Figura 26: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

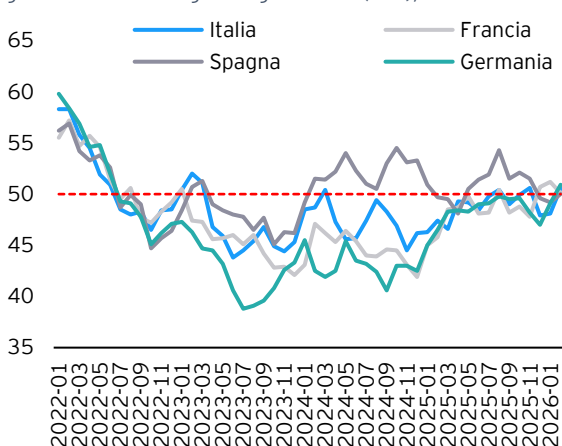
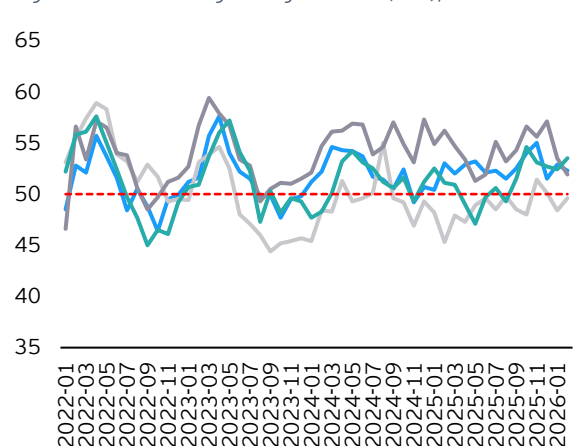


Figura 27: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati S&P Global. Ultimo dato disponibile: febbraio 2026.

<sup>47</sup> 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.

## Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

La complessità e l'incertezza del contesto geopolitico attuale rappresentano dei fattori cruciali per l'andamento della politica monetaria nell'Eurozona e non solo. L'evoluzione del conflitto in Medio Oriente e i riflessi su prezzi del petrolio e costi di trasporto lungo le rotte strategiche rappresentano infatti i primi elementi da dover valutare per i *policy maker*. Nello specifico, tre sono le dimensioni da dover considerare, ovvero (i) la durata dello shock; (ii) la dimensione dello shock; (iii) ed il *pass-through* dei maggiori costi dell'energia sui prezzi finali ai consumatori. Se al momento è difficile avere delle informazioni chiare e definite circa i punti citati, le banche centrali sono attese mantenere un approccio *data-dependent*, analizzando le evoluzioni del contesto esterno e reagendo di conseguenza.

A questo proposito, il 19 marzo 2026 la Banca Centrale Europea ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento della politica monetaria,<sup>48</sup> tenuto conto del quadro macroeconomico complessivo e dei rischi al rialzo per i prezzi dell'energia connessi alla guerra in Medio Oriente; le nuove proiezioni dello staff indicano una variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al 2,6% nel 2026, 2,0% nel 2027 e 2,1% nel 2028.<sup>49</sup> 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 centrale<sup>50</sup> si attestano quindi rispettivamente al 2,15%, al 2,40% e al 2,00%. Questa decisione fa seguito alla decisione del 5 febbraio di mantenere, anche in quel caso, i tassi di interesse di politica monetaria.<sup>51</sup>

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

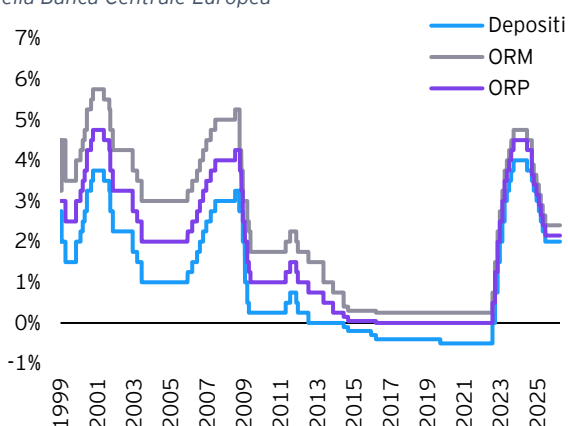
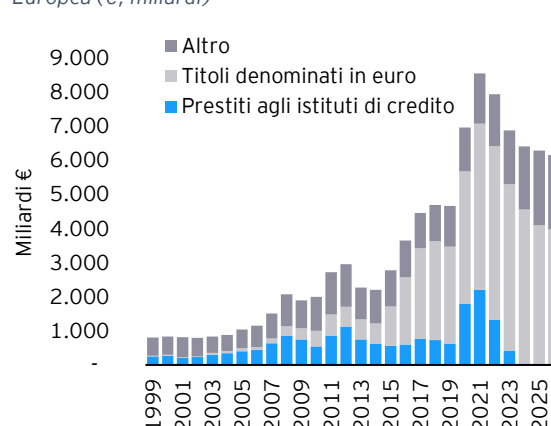


Figura 29: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



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 13 Marzo 2026.

La scelta di mantenere i tassi di interesse invariati si colloca all'interno di un'analisi dello scenario attuale e delle possibili evoluzioni dello stesso. Nello specifico, la BCE ha delineato due scenari alternativi (uno

<sup>48</sup> ECB, Monetary policy decisions, 19 March 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260319~3057739775.en.html>.

<sup>49</sup> ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2026, [https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202603\\_ecbstaff~ebe291cd3d.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202603_ecbstaff~ebe291cd3d.en.html).

<sup>50</sup> 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](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html).

<sup>51</sup> ECB, Monetary policy decisions, 5 February 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260205~001d26959b.en.html>.

avverso ed uno severo) in cui si prospetta un aumento dei prezzi dell'energia più significativo, fornendo delle indicazioni sull'andamento dell'economia dell'Eurozona nelle due possibilità definite.

In un contesto segnato da un'incertezza elevata, è importante considerare che la politica monetaria deve considerare le diverse modalità con cui tale incertezza si manifesta. Non si tratta infatti di un fenomeno omogeneo: quando deriva da shock economici più frequenti, da relazioni macroeconomiche non lineari o da informazioni incomplete, gli effetti della politica monetaria possono risultare differenti e, talvolta, non lineari. Si pensi ad esempio a situazioni caratterizzate da una Phillips curve più ripida, o da comportamenti precauzionali di famiglie e imprese, dove l'incertezza tende ad amplificare gli shock e a modificare la sensibilità delle variabili reali ai tassi di interesse. Per questo motivo, l'orientamento della politica monetaria non può basarsi unicamente sullo scenario centrale, ma deve valutare l'intero spettro dei rischi e le implicazioni delle diverse forme di incertezza sull'evoluzione di inflazione e attività economica.<sup>52</sup>

Nel complesso, 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.

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

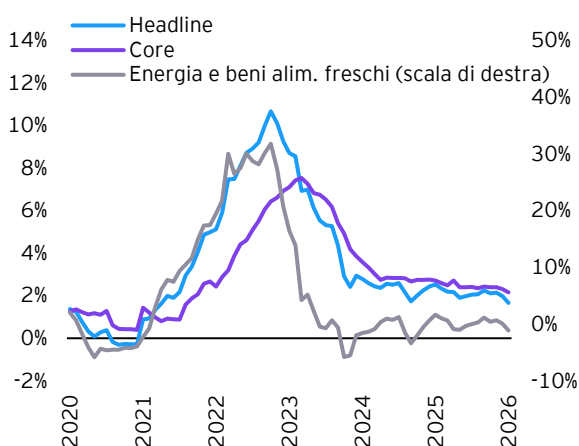
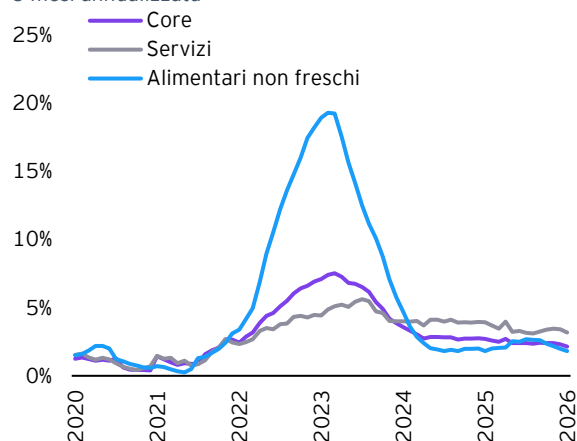


Figura 31: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % 3 mesi su 3 mesi annualizzata



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: gennaio 2026.

La persistenza della componente di fondo dell'inflazione è dovuta, tra le diverse componenti, anche all'andamento positivo del mercato del lavoro nel settore dei servizi. La crescita salariale nel settore dei servizi sta svolgendo, infatti, un ruolo cruciale nell'andamento dei prezzi dei servizi, con possibili effetti persistenti sul livello generale dei prezzi.

Se quindi le dinamiche della componente dei servizi nel paniere dell'indice dei prezzi stanno giocando un ruolo importante nella persistenza dell'inflazione nell'Eurozona, è importante considerare che queste pressioni si stanno riducendo negli ultimi mesi. *L'ECB wage tracker* ci offre, a questo proposito, delle indicazioni interessanti. Questo indicatore fa leva su un'ampia e dettagliata base di dati provenienti dai contratti collettivi del lavoro, raccogliendo ed aggregando, in questo modo, informazioni sulla crescita salariale dagli accordi tra sindacati e associazioni di datori di lavoro.<sup>53</sup> Uno dei vantaggi dell'indicatore è quello di fornire informazioni tempestive anche su accordi entrati in vigore recentemente.<sup>54</sup> Nonostante

<sup>52</sup> Guglielminetti, E., Lin, A., Tiseno, A. (2025). The many shades of uncertainty and monetary policy. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, numero 978.

<sup>53</sup> The headline "ECB wage tracker" aims to track the annual growth of employees' salaries at any point in time and includes one-off payments smoothed over the twelve months that follow each payment. As one-off payments can make series very volatile, smoothing them renders the series easier to interpret and more aligned to their economic intent (that they cover a period of time even if they are disbursed in one payment). The ECB wage tracker also publishes an indicator with unsmoothed one-off payments.

<sup>54</sup> Lane, P. (2024), "[Underlying inflation: an update](#)", Speech at the Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024 organised by the Federal Reserve Bank of Cleveland and the ECB; Bing, M., S. Holton, G. Koester, and M. Roca I Llevadot (2024): "[Tracking euro area wages in exceptional times](#)", ECB Blog post, 23 May 2024; Gornicka, L. and G. Koester (eds) (2024): "[A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#)", Occasional Paper Series, No 338, ECB.

l'ECB wage tracker non sia quindi uno strumento di previsione, questo indicatore può fornirci delle informazioni a più alta frequenza, potenzialmente anticipando quindi quelli che saranno i dati strutturati derivanti dalla contabilità nazionale o da altre fonti. I dati mostrati, che considerano gli accordi firmati fino a novembre 2025, puntano ad una riduzione delle tensioni dal punto di vista dei salari verso la fine del 2025. Questo fenomeno sembra meno accentuato per la serie che non considera i pagamenti "eccezionali" (one-off payments)<sup>55</sup> che sono stati erogati nel 2024 per far fronte ad esigenze specifiche (ad esempio bonus) e che non saranno più erogati nel 2025.<sup>56</sup>

Figura 32: Salari reali nel settore dei servizi, Eurozona - indice, 2015=100

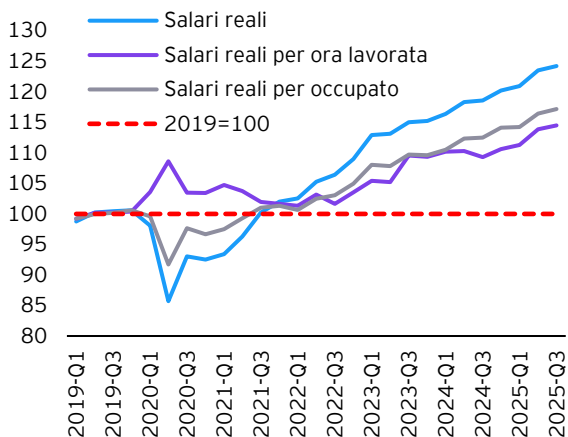
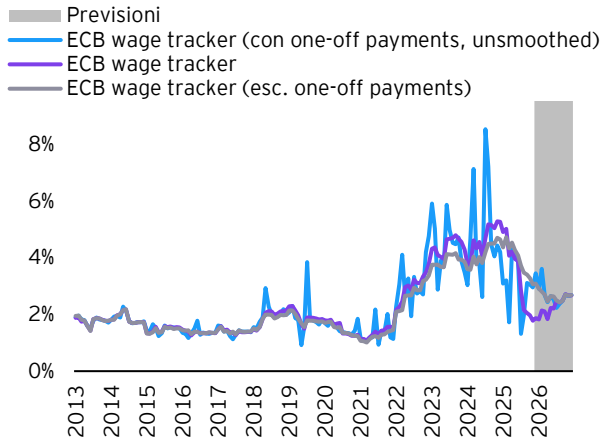


Figura 33: ECB wage tracker, Eurozona - crescita dei salari negoziati



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

È importante inoltre notare come le dinamiche dell'inflazione possano anche dipendere dalla dimensione del debito pubblico. Un recente studio della Banca Centrale Europea ha analizzato l'interazione tra politica fiscale e inflazione nell'Eurozona, sottolineando il ruolo del livello di debito pubblico nel modulare questa relazione, mostrando come le espansioni fiscali abbiano un effetto sull'andamento dei prezzi a seconda della dimensione del debito pubblico - nello specifico, alti livelli di debito tendono ad amplificare la risposta dell'inflazione alle espansioni fiscali.<sup>57</sup> Nel complesso, i rapporti tra debito pubblico e PIL nei paesi dell'Eurozona hanno registrato una crescita significativa come conseguenza delle risposte fiscali alla pandemia e agli shock energetici, rimanendo più elevati rispetto al periodo precedente la pandemia.

Vi sono inoltre possibili pressioni sulla spesa nel medio e lungo termine derivanti dai maggiori esborsi previsti nel settore della difesa e per affrontare temi strutturali quali la transizione climatica e l'invecchiamento della popolazione. In questo contesto potrebbe aumentare, di conseguenza, il rischio che il rapporto debito pubblico su PIL non si stabilizzi nel medio periodo, ma che continui lungo una traiettoria di aumento nei prossimi anni. L'aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL non è però un fenomeno che caratterizza unicamente i paesi dell'Eurozona, ma rappresenta un trend diffuso a livello globale, anche tra le economie avanzate.<sup>58</sup> È da considerare, però, che nell'Eurozona i programmi di acquisto di titoli della Banca Centrale hanno permesso ai paesi di mantenere un profilo di emissione a lunga scadenza, alleviando le pressioni di finanziamento a breve termine.<sup>59</sup>

<sup>55</sup> Per maggiori informazioni, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr241218\\_1~1acca7fac8.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr241218_1~1acca7fac8.en.html).

<sup>56</sup> New data release: ECB wage tracker suggests lower wage growth and gradual normalisation of negotiated wage pressures in 2026, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr251219\\_1~680ae819a9.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr251219_1~680ae819a9.en.html).

<sup>57</sup> In riferimento alla relazione tra debito pubblico e inflazione, secondo la cosiddetta la teoria fiscale dei prezzi, una politica fiscale espansiva non accompagnata da maggiori avanzi primari futuri previsti comporta la percezione degli agenti economici di una maggiore ricchezza reale, portando a un aumento dei consumi e, conseguentemente, dei prezzi. Più in generale, se il valore attuale degli avanzi primari futuri è inferiore all'ammontare del debito nominale, il livello dei prezzi di equilibrio è atteso aumentare (riducendo il valore reale del debito) per assicurarne la solvibilità. Per maggiori informazioni, Checherita-Westphal, C. D., & Peggio, T. (2024). Fiscal policy and inflation: accounting for non-linearities in government debt. ECB Working Paper Series No 2996.

<sup>58</sup> IMF Blog (2025), Debt is Higher and Rising Faster in 80 Percent of Global Economy. Per maggiori informazioni, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2025/05/29/debt-is-higher-and-rising-faster-in-80-percent-of-global-economy>.

<sup>59</sup> Armendariz, S., Cabezon, E., Cui, M. L. Q., Domit, S., Iancu, A., Magistretti, G., ... & Wong, Y. C. (2024). *Taming Public Debt in Europe: Outlook, Challenges, and Policy Response* (No. 2024/181). International Monetary Fund. IMF Working Paper WP/24/181, 2024 Aug.

Figura 34: Variazione del debito pubblico, Eurozona - punti percentuali

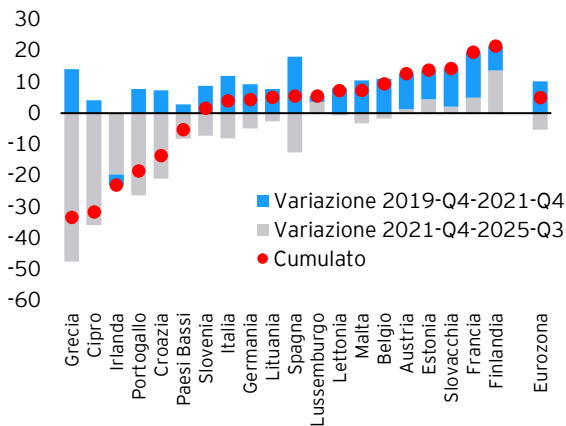
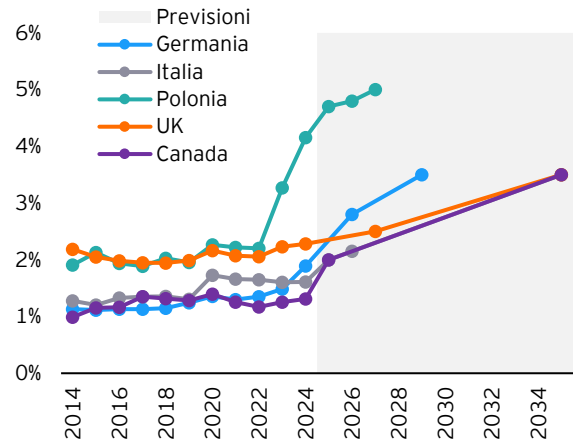


Figura 35: Spesa militare in specifici paesi e previsioni - % del PIL



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati OCSE, Banca Centrale Europea.

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 Survey<sup>60</sup> dell'Eurozona, la quale offre degli spunti interessanti.<sup>61</sup>

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

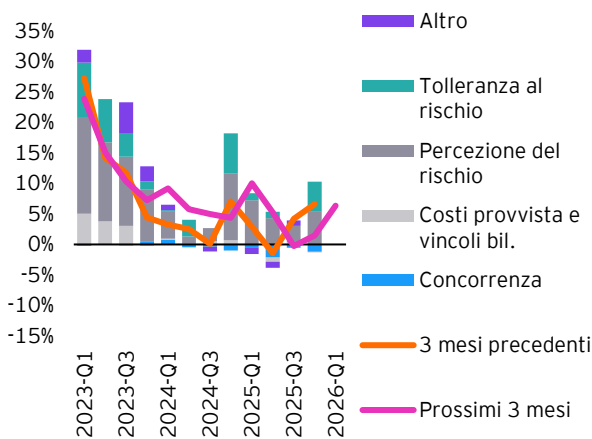
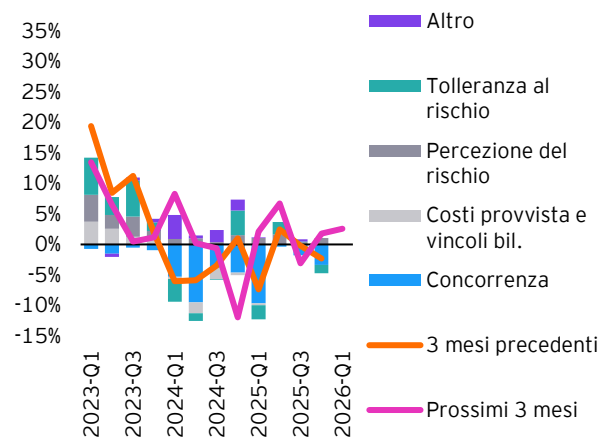


Figura 37: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



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.

Le banche dell'Eurozona hanno segnalato un inasprimento netto inatteso dei criteri di offerta alle imprese nel quarto trimestre del 2025 (percentuale netta pari al 7%). Questo risultato fa seguito a un inasprimento più contenuto nel terzo trimestre (4%), superiore alle attese espresse allora dalle stesse banche (1%). Dall'inizio del ciclo di allentamento della politica monetaria (terzo trimestre 2024), l'inasprimento cumulato

<sup>60</sup> 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.

<sup>61</sup> The euro area bank lending survey - Third quarter of 2025.

dei criteri di offerta ha raggiunto il 19%. Tra i quattro principali Paesi dell'area, le banche in Germania e Francia hanno riportato criteri più rigidi, mentre in Spagna e Italia i criteri sono rimasti invariati.

L'inasprimento osservato è stato in linea con la media storica dal 2003 (8%), ma superiore alla media dal 2014 (3%). Per dimensione d'impresa, la stretta è risultata più marcata per le grandi imprese rispetto alle PMI (percentuali nette 6% e 2%, rispettivamente). Per scadenza, le banche hanno indicato un inasprimento sia per i prestiti a breve sia per quelli a lungo termine (entrambi 7%). I fattori alla base dell'inasprimento includono il peggioramento della percezione delle prospettive per le imprese e per l'economia in generale, insieme a una minore tolleranza al rischio da parte delle banche, il che rappresenta un quadro coerente con un'elevata avversione al rischio e un approccio prudente all'erogazione del credito. Nello specifico, hanno inciso i rischi specifici di settore/impresa (10%) e il quadro macroeconomico generale (7%). Anche i cambiamenti nelle politiche commerciali e l'incertezza connessa hanno contribuito ad irrigidire le condizioni di credito. Nel quarto trimestre 2025, fattori quali la situazione patrimoniale delle banche e la concorrenza da parte di altri istituti hanno avuto un impatto sostanzialmente neutrale sui criteri. In riferimento ai paesi, in Germania e Francia la stretta è stata trainata da maggiori rischi percepiti e minore propensione al rischio; in Spagna e Italia non emerge un fattore specifico predominante.

Le banche dell'Eurozona si attendono un ulteriore inasprimento moderato dei criteri per i prestiti alle imprese (percentuale netta 6%) per il primo trimestre del 2026, più accentuato per le grandi imprese che per le piccole e medie imprese (rispettivamente, 7% e 2%), e più significativo sulle scadenze lunghe rispetto a quelle brevi (rispettivamente, 7% e 3%). In coerenza con gli sviluppi recenti, le banche in Germania e Francia prevedono un inasprimento, mentre in Spagna e Italia i criteri sono attesi invariati. In riferimento al credito alle famiglie, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un lieve allentamento netto dei criteri di offerta per i mutui per l'acquisto di abitazioni nel quarto trimestre del 2025 (percentuale netta -2%), a sorpresa rispetto alle attese di un lieve inasprimento (+2%). Tra i quattro principali paesi dell'Eurozona, si è registrato un inasprimento delle condizioni in Germania, un allentamento in Francia, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati in Spagna e Italia.

In riferimento ai principali fattori che hanno determinato questo andamento, la concorrenza da parte di altre istituzioni ha esercitato un effetto di allentamento dei criteri di erogazione del credito, mentre la maggiore percezione del rischio macroeconomico ha agito diversamente, portando ad un irrigidimento dei criteri. Le banche dell'Eurozona si attendono un lieve inasprimento dei criteri sui mutui residenziali (percentuale netta +3%) per il primo trimestre del 2026. Tra i principali paesi, ci si attende un inasprimento in Germania e Spagna, mentre in Francia è previsto un allentamento netto e in Italia un sostanziale mantenimento invariato dei criteri di offerta. La reazione dei volumi di credito bancario (e dei tassi di interesse) alle decisioni di politica monetaria rappresenta un canale fondamentale della trasmissione monetaria, influenzando le scelte di investimento, consumo e risparmio degli operatori economici e, di conseguenza, l'andamento dell'economia reale e dell'inflazione.

Figura 38: Prestiti bancari a famiglie e imprese, Eurozona - var. % YoY della media trimestrale dei volumi

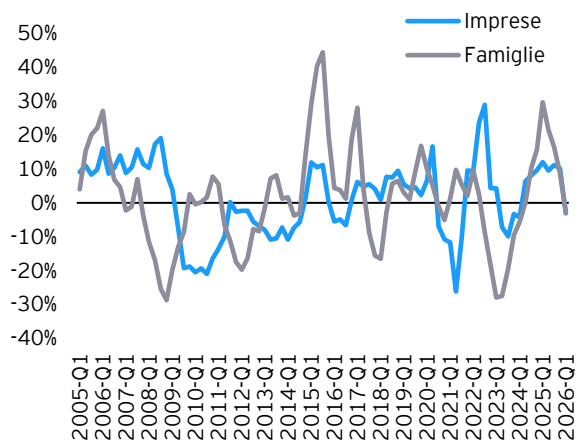
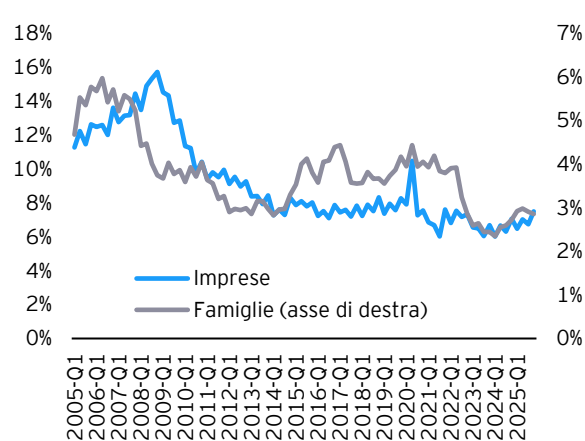


Figura 39: Prestiti bancari a famiglie e imprese, Eurozona - % sul PIL della media trimestrale dei volumi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Banca Centrale Europea.

Alcuni fattori, come la percezione del rischio, possono incidere in modo rilevante su questo processo. Uno studio della Banca d'Italia evidenzia come la trasmissione della riduzione dei tassi di politica monetaria ai costi di raccolta bancaria è risultata leggermente più debole rispetto al ciclo di allentamento del 2008-09, a causa anche del minore *pass-through* sui depositi overnight. Al contrario, il *pass-through* ai tassi sui prestiti alle imprese non finanziarie è stato lievemente più intenso rispetto al 2008-09, anche grazie al contributo relativamente contenuto della percezione del rischio nell'allentamento degli standard creditizi nell'ultimo periodo. Un'analisi della Banca d'Italia conferma come la percezione del rischio da parte delle banche può svolgere un ruolo cruciale nel modulare la trasmissione della politica monetaria, amplificandola o attenuandola sia nelle fasi restrittive sia in quelle espansive.<sup>62</sup>

Spostando l'attenzione alla politica commerciale statunitense, questa rimane un elemento importante da considerare nell'analizzare l'andamento dell'economia dell'Eurozona. A questo proposito, uno studio della Banca d'Italia fornisce delle stime tramite analisi di scenario *ad hoc*.<sup>63</sup> Nello specifico, sono stati costruiti due scenari. Nel primo, gli Stati Uniti applicano per quattro anni un dazio su beni provenienti da Cina, Eurozona e resto del mondo (RW) – esclusi i prodotti energetici – destinati al consumo e agli investimenti interni. Nel secondo scenario si ipotizzano azioni ritorsive, ovvero l'introduzione di dazi sulle importazioni dagli Stati Uniti. In particolare, nello scenario iniziale gli USA aumentano i dazi di 45 punti percentuali sui beni cinesi, 25 punti su quelli dell'Eurozona e 9 punti sui prodotti provenienti dal resto del mondo; nel secondo scenario, Cina, Eurozona e i paesi del resto del mondo applicano gli stessi incrementi sulle importazioni dagli USA. Oltre agli effetti diretti dei dazi, coerentemente con l'aumento dell'incertezza di politica commerciale generato dagli annunci dell'amministrazione statunitense, si considera anche l'impatto di un maggiore livello di incertezza simulando una riduzione esogena degli investimenti privati. L'analisi della Banca d'Italia mostra come il PIL dell'Eurozona diminuisca in modo più significativo in uno scenario di applicazione di dazi "ritorsivi" (poco maggiore dell'1% nell'anno di massimo impatto) rispetto allo scenario di dazi unilaterali da parte degli USA (circa lo 0,5%). La flessione aggiuntiva riflette il calo della domanda interna, solo parzialmente compensato dall'aumento delle esportazioni verso la Cina.

Dal punto di vista della domanda estera di beni, gli effetti della politica commerciale statunitense sono visibili nell'Eurozona, dove gli ultimi mesi del 2025 sono stati caratterizzati, complessivamente, da una contrazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti. Alcuni mesi hanno registrato una crescita significativa delle esportazioni di beni, fenomeno legato in parte alla già citata anticipazione delle importazioni dal mercato USA.

Figura 40: Esportazioni di beni per destinazione, Eurozona - var. % YoY e contributi

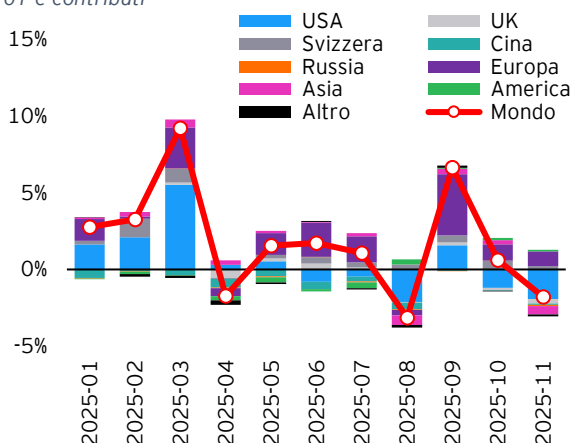
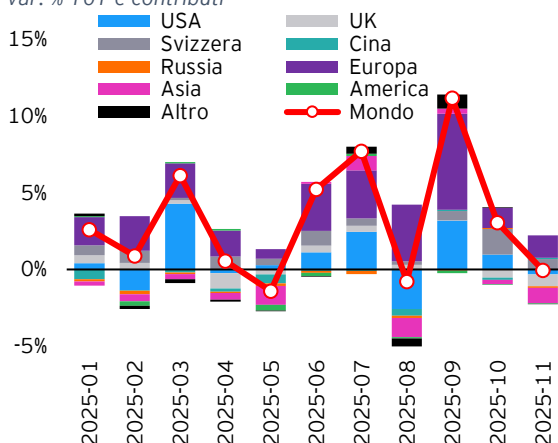


Figura 41: Esportazioni di beni per destinazione, Italia - var. % YoY e contributi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat Comext.

<sup>62</sup> Santi, M., Schiaffi, S. (2025). The bank-based transmission of the 2024-25 monetary policy easing in the euro area. *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers), numero 964.

<sup>63</sup> Bartocci, A., Cantelmo, C., Cova, P., Notarpietro, A., Pisani, M. (2025). The macroeconomic effects of import tariffs on the euro area: a model-based assessment. *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers), numero 960.

Il quadro dell'Eurozona è quindi ancora molto complesso. 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. Il contesto geopolitico attuale rischia inoltre di aggiungere ulteriori elementi di complessità, legati ad un possibile aumento del livello dei prezzi dell'energia (e, di conseguenza, di altri beni), nonché al clima di incertezza generale (e.g., tensioni commerciali).

# L'economia italiana

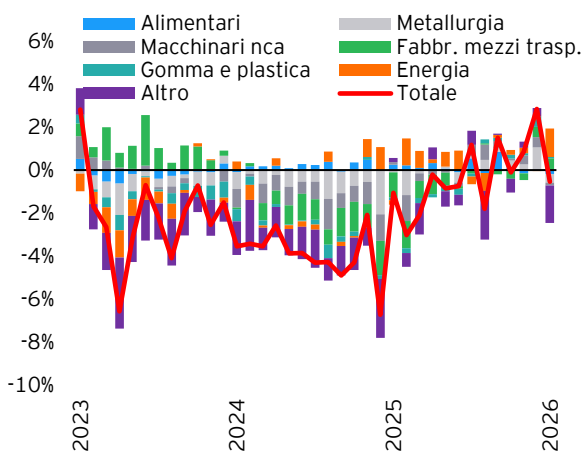


## L'andamento dell'economia reale

A gennaio 2026 l'indice della produzione industriale in Italia ha segnato una contrazione congiunturale (rispetto al mese precedente) pari allo 0,6%, a cui è corrisposta una contrazione tendenziale (rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) dello 0,5%. La contrazione tendenziale sperimentata a gennaio rappresenta la prima riduzione dell'indice dopo due mesi di crescita: nello specifico, a dicembre e a novembre dell'anno precedente è stata registrata una crescita rispettivamente del 2,8% e dello 0,9%.

Nel complesso, l'indice di produzione industriale in Italia si mostra ancora inferiore del 6,5% rispetto al livello medio del 2021.

Figura 42: Indice di produzione industriale e componenti - var. % YoY, Italia



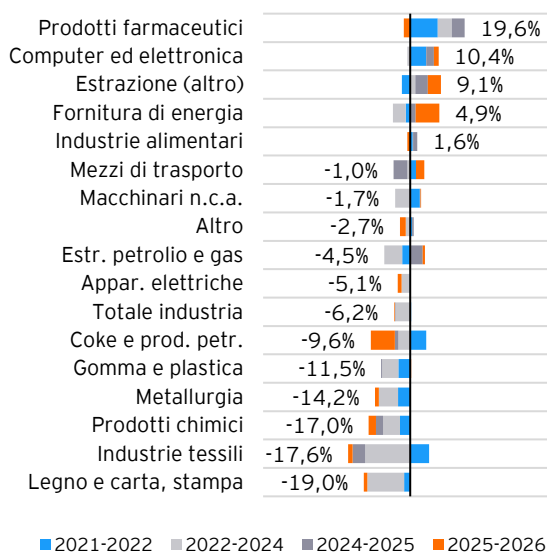
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: gennaio 2026.

Il dato di gennaio è la risultante dell'andamento eterogeneo dei vari comparti industriali. Nello specifico, la fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, la chimica e l'industria dei prodotti in legno e carta, stampa hanno registrato una contrazione tendenziale rispettivamente pari al -12,8%, -7,1% e -4,6%.

All'opposto, settori quali la fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata, la fabbricazione di mezzi di trasporto e la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica hanno registrato una crescita tendenziale rispettivamente del 13,7%, 6,5% e 3,2%.

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 43: 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.

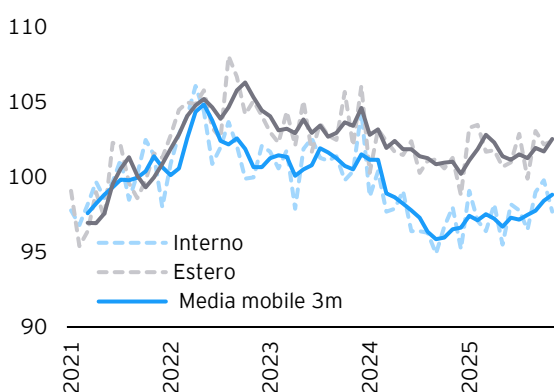
Analizzando nel dettaglio l'andamento settoriale dell'indice della produzione industriale, infatti, si nota come alcuni comparti registrino dei livelli ancora significativamente inferiori rispetto a quanto registrato nel 2021.

Nello specifico, l'industria dei prodotti in legno, carta e stampa, le industrie tessili, dell'abbigliamento, articoli in pelle e simili, e la fabbricazione di prodotti chimici mostrano un

livello dell'indice della produzione industriale inferiore rispettivamente del 19,0%, 17,6% e 17,0%; all'opposto, la fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e di preparati farmaceutici, la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica, e le altre attività di estrazione di minerali da cave e miniere, mostrano un livello dell'indice della produzione industriale maggiore rispettivamente del 19,6%, 10,4% e 9,1%.

Un ulteriore dato che descrive la situazione dell'industria italiana è quello relativo al volume del fatturato dell'industria.

Figura 44: Volume del fatturato dell'industria (escl. Costruzioni), Italia - indice, 2021=100



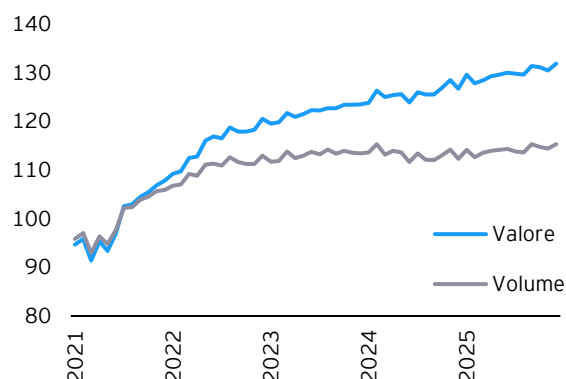
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: dicembre 2025.

In questo caso l'indicatore del volume del fatturato industriale (generato sia nel mercato interno che in quello esterno) mostra un andamento positivo negli ultimi mesi, nonostante i valori registrati siano ancora al di sotto di quelli registrati in media nel 2022.

Cambiando prospettiva e focalizzandosi sull'andamento del settore dei servizi, che pesa 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 45: Indice del valore e volume del fatturato dei servizi, Italia - indice, 2021=100



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

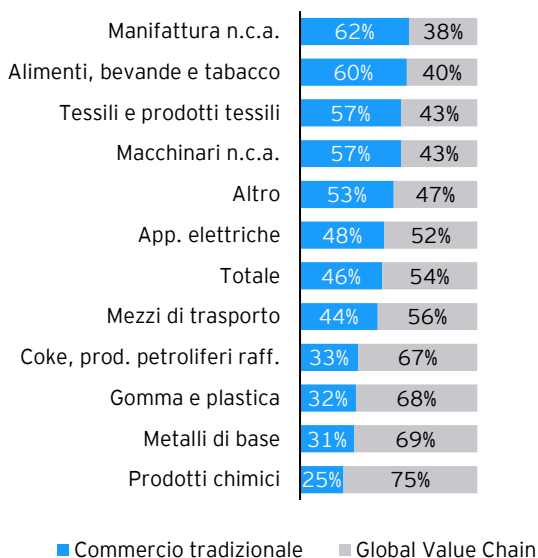
Il contesto esterno, caratterizzato da incertezza e politiche distorsive del commercio, rappresenta un fattore negativo per le aziende dell'industria e dei servizi. Il sistema produttivo italiano è infatti profondamente integrato nel commercio internazionale e nelle catene globali del valore, che negli ultimi anni sono state ripetutamente sottoposte a forti shock esterni. Eventi quali la pandemia di COVID-19 e l'invasione russa dell'Ucraina hanno messo in luce i rischi connessi a un'interruzione improvvisa degli scambi internazionali.<sup>64</sup> Questa integrazione aumenta i rischi al ribasso per l'economia italiana anche a seguito dei recenti sviluppi della guerra in Iran (si veda l'approfondimento nell'ultimo capitolo).

Nel contesto dei dazi applicati dall'amministrazione statunitense, i livelli di esposizione (misurata con il fatturato generato negli USA) variano in modo significativo tra imprese e regioni. Uno studio della Banca d'Italia mostra come circa il 20% delle imprese ha riportato una diminuzione delle vendite attribuibile a disagi legati ai dazi nei primi tre trimestri del 2025, sebbene spesso di entità moderata, mentre il 25% si attendeva un calo nel quarto trimestre. È da considerare inoltre che, sebbene gli Stati Uniti rappresentino il principale mercato di esportazione dell'Italia al di fuori dell'Unione Europea, le esportazioni dirette verso

<sup>64</sup> Baldwin, R., & Freeman, R. (2022). Risks and global supply chains: What we know and what we need to know. *Annual Review of Economics*, 14(1), 153-180.

tale mercato costituiscono una quota piuttosto limitata dei ricavi complessivi delle imprese, pari a circa l'1,4%. Tuttavia, tale quota più che raddoppia, raggiungendo il 3,2%, una volta considerati i collegamenti indiretti che si trasmettono attraverso le catene di fornitura domestiche.<sup>65</sup>

Figura 46: Commercio tradizionale e commercio tramite Global Value Chain (GVC) per settore, Italia - % sul totale delle esportazioni per settore, 2023



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati banca Mondiale (WITS). Commercio tradizionale: beni e/o servizi che attraversano solo una frontiera; Global Value Chains: beni e/o servizi che superano più di una frontiera.

Andando più nel dettaglio, il settore del commercio all'ingrosso emerge come il settore maggiormente esposto, principalmente attraverso il canale indiretto ma anche con una non trascurabile esposizione diretta. Ciò riflette il suo duplice ruolo: i grossisti operano sia come snodo essenziale per le esportazioni, sia come settore di transito per i beni intermedi. La letteratura evidenzia come i grossisti svolgano una funzione cruciale nelle catene globali del valore, collegando i produttori domestici ai mercati esteri e redistribuendo internamente i beni importati.<sup>66</sup> La loro capacità di aggregare la domanda e gestire la logistica li rende nodi centrali nelle reti commerciali, al punto che shock

<sup>65</sup> Benecchi, A., Borin, A., Conteduca, F. P., Leone, F., Mancini, M., Modugno, L., Mongardini, M., Papini, G., Zoi, P. (2025). US tariffs and Italian firms: mapping network exposure and early impact from survey data. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, numero 993.

<sup>66</sup> Crozet, M., Lalanne, G., & Poncet, S. (2013). Wholesalers in international trade. *European Economic Review*, 58, 1-17; Ganapati,

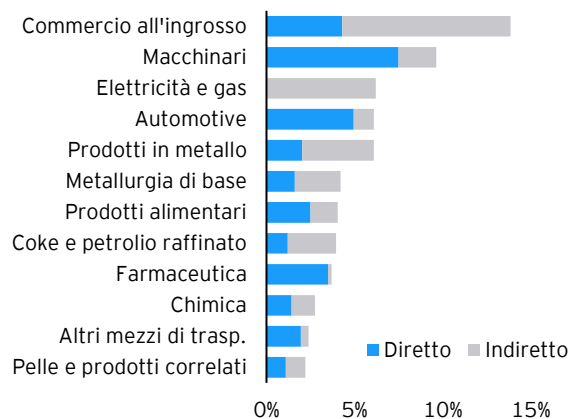
alla domanda statunitense possono propagarsi con forza attraverso questo settore.

Uno studio controfattuale basato sugli stessi dati mostra infatti che l'esclusione delle imprese operanti nel settore del commercio all'ingrosso direttamente coinvolte nel commercio con gli Stati Uniti ridurrebbe l'esposizione italiana alle esportazioni verso gli USA di circa il 10%.<sup>67</sup>

Seguono per esposizione i settori della produzione dei macchinari, dell'automotive e dei fabbricati in metallo, sia attraverso il canale diretto - a conferma dell'importanza del mercato statunitense per questi comparti - sia tramite il canale indiretto, per via della fornitura di beni intermedi ad imprese esportatrici di altri paesi.

Al contrario, l'esposizione del settore farmaceutico è quasi interamente riconducibile al canale diretto, il che potrebbe anche riflettere l'aumento della domanda dovuto alla pandemia di COVID-19, ancora in parte presente nel 2022. Infine, l'industria alimentare mostra una lieve prevalenza dell'esposizione diretta.

Figura 47: Esposizione settoriale ai dazi USA, Italia - esportazioni su totale fatturato



Fonte: Banca d'Italia.

L'esposizione del fatturato delle imprese ai dazi statunitensi è quindi presente ma non particolarmente pronunciata. Questo è confermato anche da altri studi: in termini di margini di profitto, ad esempio, si stima che i dazi

S. (2025). The modern wholesaler: Global sourcing, domestic distribution, and scale economies. *American Economic Journal: Microeconomics*, 17(1), 1-40.

<sup>67</sup> Conteduca, F. P., Mancini, M., & Borin, A. (2025). Roaring Tariffs: The Global Impact of the 2025 US Trade War. *VoxEU Column*, 6 May 2025.

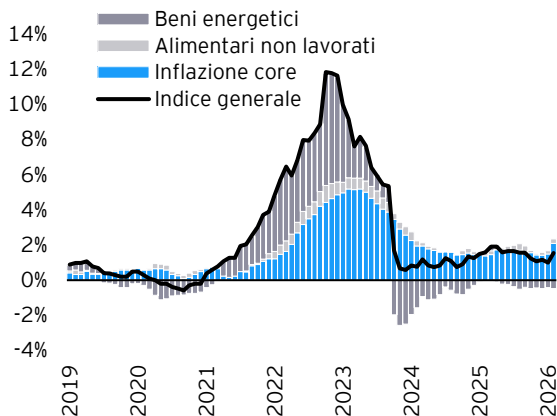
possano ridurli di circa 0,3 punti percentuali in media nel breve periodo, con un impatto complessivamente limitato sulla redditività delle imprese.

La maggior parte dei fornitori domestici presenta una bassa esposizione al mercato statunitense tramite i propri clienti; tuttavia, un sottoinsieme di piccole imprese altamente esposte potrebbe subire degli impatti più marcati, con potenziali ripercussioni sull'occupazione locale. Inoltre, il reindirizzamento dei flussi commerciali (principalmente delle esportazioni cinesi escluse dal mercato statunitense), comporta rischi moderati ma non trascurabili per gli esportatori italiani.<sup>68</sup>

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

A febbraio il tasso di inflazione è stato pari all'1,5%, in rialzo rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti (media agosto 2025 - gennaio 2026 pari all'1,3%).

Figura 48: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



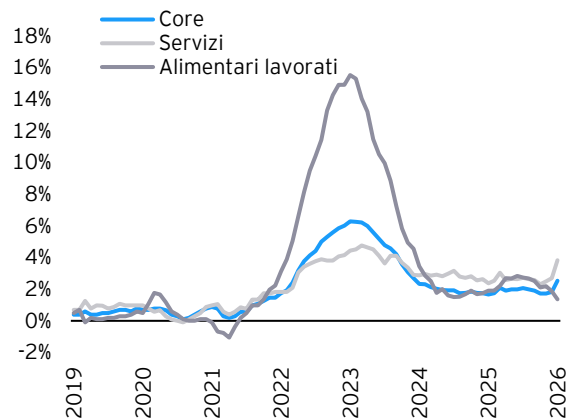
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: febbraio 2026.

L'incremento dell'ultimo mese è principalmente dovuto ad un aumento del contributo positivo della componente di fondo, mentre i beni energetici continuano ad esercitare una pressione a ribasso sull'inflazione. Un contributo positivo, ancorché non particolarmente significativo al momento, deriva inoltre dall'indice

rappresentativo dei beni alimentari non lavorati, che in ogni caso ha registrato un aumento nel mese di febbraio (3,8%) rispetto al valore registrato nello stesso mese dell'anno precedente. Come fatto precedentemente, è importante sottolineare che l'attuale contesto geopolitico e, nello specifico, la guerra USA-Iran, può esercitare delle pressioni a rialzo sull'inflazione in maniera significativa, a seconda della durata dello scontro, della dimensione dell'aumento dei prezzi dell'energia e del *pass-through* dell'aumento dei prezzi dei beni energetici nei prezzi finali al consumo.

Dall'altro lato, l'indice rappresentativo della componente di fondo ha registrato una crescita del 2,5% a seguito di una crescita del prezzo dei servizi (3,8%), mentre il livello dell'indice degli alimentari lavorati ha registrato una riduzione (1,4%, dopo l'1,9% ed il 2,2% rispettivamente nei mesi di gennaio 2026 e dicembre 2025).

Figura 49: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: febbraio 2026.

L'andamento dell'inflazione si lega, inoltre, all'andamento dei prezzi alla produzione. Focalizzandosi sull'andamento dei prezzi alla produzione per l'industria, si nota come gli ultimi due mesi del 2025 siano stati caratterizzati da una riduzione dell'indice dei prezzi (rispettivamente -0,2% e -1,4% a novembre e dicembre), facendo seguito ad un trend di riduzione della variazione dell'indice in atto dagli inizi del 2025. Questo calo è dovuto in parte ad una riduzione dell'indice dei prezzi alla produzione

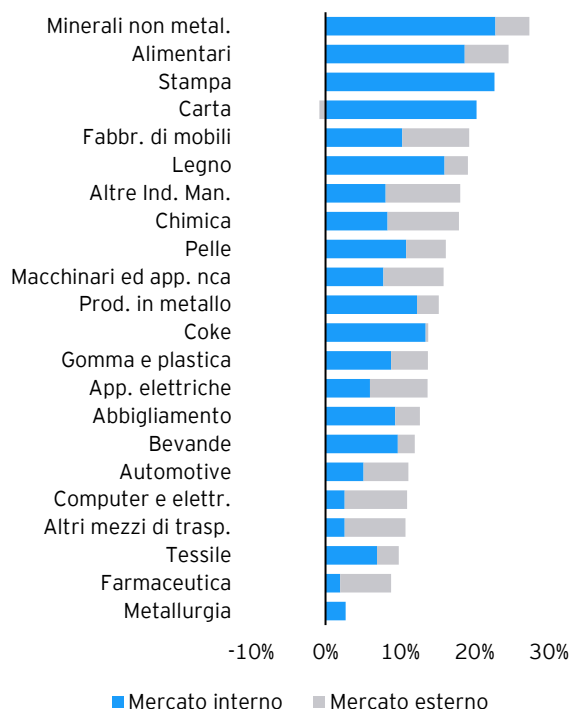
<sup>68</sup> Federico, S., Hassan, F., Romanini, G. (2025). The effects of US tariffs on Italian firms: an ex-ante micro-level perspective. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, numero 994.

riferibile al mercato interno, e in parte alla riduzione dell'indice riferibile al mercato esterno.

Adottando un'ottica di più lungo periodo ed un'analisi di maggiore dettaglio, il contributo delle componenti di mercato interno e mercato esterno si mostra eterogeneo tra i diversi comparti industriali, a dimostrazione di come alcuni settori siano legati a fattori di produzione importati più di altri, e quindi maggiormente esposti a criticità esterne.

Nello specifico, l'andamento dei prezzi alla produzione di settori quali la fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, l'industria della stampa e riproduzione di supporti registrati, la fabbricazione di carta e di prodotti di carta o la fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio sono stati caratterizzati da un incremento riconducibile quasi nella sua interezza a dinamiche di mercato interno; al contrario, in settori quali la fabbricazione di prodotti chimici, la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica, la produzione di altri mezzi di trasporto o la fabbricazione di prodotti farmaceutici, l'incremento dell'indice dei prezzi alla produzione è stato quasi interamente riferibile alla componente di mercato esterno.

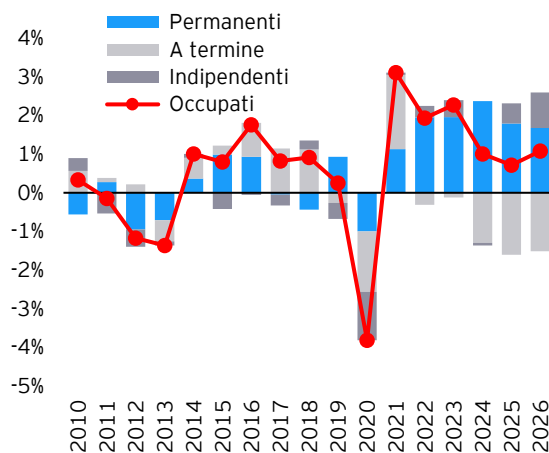
Figura 50: Variazione dei prezzi alla produzione e contributi per mercato, Italia - var. % 2021-2025



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

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 si attesta intorno al 5%.

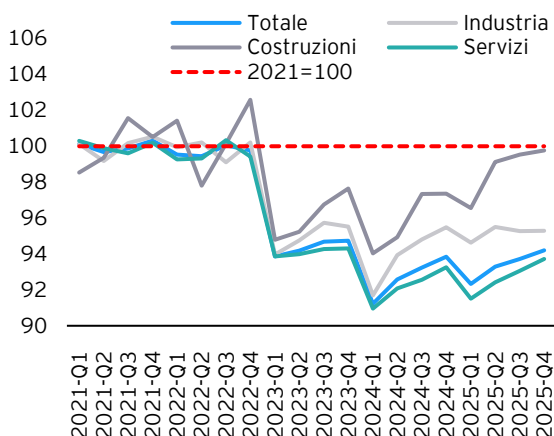
Figura 51: Occupazione per fascia d'età, Italia – var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. La crescita al 2026 è calcolata tenendo in considerazione l'ultimo dato disponibile per l'anno.

L'andamento complessivamente positivo dell'occupazione si riflette sulla crescita del monte salari (crescita dell'1,7% nel quarto trimestre rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente), ma è importante sottolineare che i salari reali per ora lavorata continuano a rimanere al di sotto del livello registrato nel 2021, nonostante l'andamento positivo negli ultimi trimestri.

Figura 52: Retribuzioni reali per ora lavorata nei macrosettori dell'economia, Italia - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

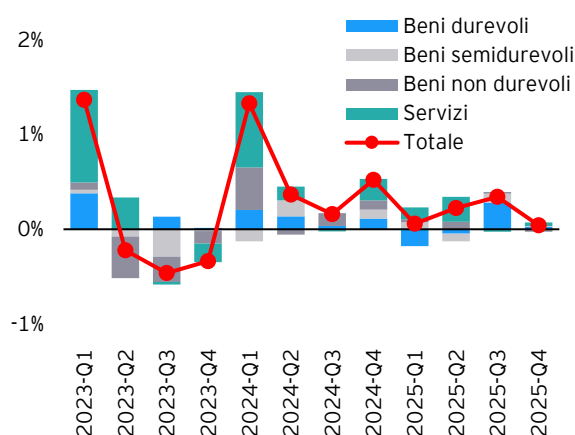
Adottando una prospettiva di più lungo termine, tra il 2019 e il 2024 l'occupazione è cresciuta in modo significativo grazie sia a fattori strutturali, come l'aumento della partecipazione dei lavoratori più anziani, sia a elementi contingenti, tra cui il calo dei salari reali, una politica fiscale espansiva e la ripresa delle assunzioni nel settore pubblico.

Dal 2021 il rientro dei costi dei beni intermedi e del capitale ha favorito una sostituzione degli input produttivi verso il lavoro, sostenendo ulteriormente l'occupazione e riducendo l'intensità di capitale, già in diminuzione dal periodo della crisi del 2011, comportando un calo della produttività oraria.

A livello microeconomico, è inoltre interessante notare come le imprese che offrono salari più elevati, pur a parità di qualità della forza lavoro, non hanno registrato una crescita occupazionale superiore, ma hanno aumentato l'intensità di capitale. Ne è derivato un ampliamento delle differenze retributive: mentre per la maggior

parte delle aziende i salari reali sono diminuiti nell'ultimo decennio, quelle ai vertici della distribuzione salariale hanno continuato a migliorare le proprie politiche retributive.<sup>69</sup> Nonostante l'andamento nel complesso positivo del mercato del lavoro la crescita dei consumi privati nel quarto trimestre rispetto al trimestre precedente è stata sostanzialmente nulla, dopo una crescita dello 0,3% e 0,2% rispettivamente nel terzo e nel secondo trimestre del 2025.

Figura 53: Spesa per consumi finali delle famiglie per voce di spesa, Italia - var. % QoQ e contributi alla crescita

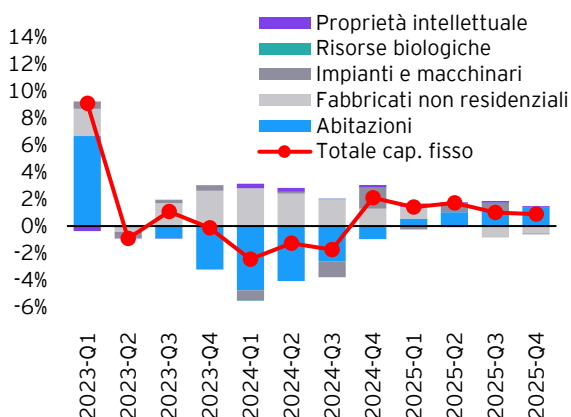


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

In riferimento alle altre componenti del PIL, gli investimenti continuano a mostrare un andamento positivo, con una crescita rispetto al trimestre precedente dello 0,9%, dopo una crescita più dinamica nel terzo e secondo trimestre dell'anno (rispettivamente 1,0% e 1,7%).

<sup>69</sup> Ciani, E., Lattanzio, S., Mendicino, G., Viviano, E. (2025). L'occupazione in Italia dopo la pandemia. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), numero 962.

Figura 54: Investimenti, Italia - var. QoQ e contributi alla crescita

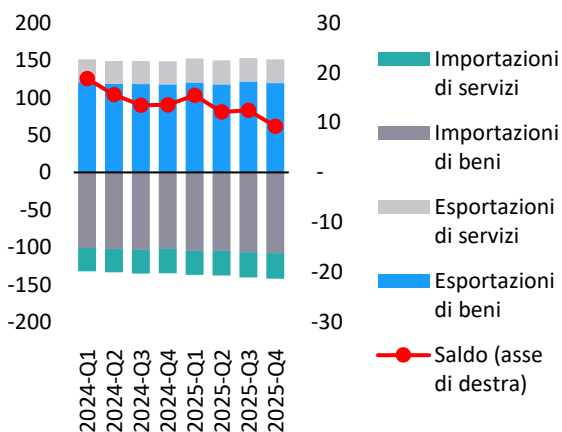


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Tale crescita è stata in parte sostenuta principalmente da una crescita degli investimenti in abitazioni (contributo positivo pari ad 1,4 punti percentuali) e da una contrazione degli investimenti in fabbricati non residenziali (con un contributo negativo alla crescita pari a 0,5 punti percentuali).

Infine, in riferimento alla componente di commercio estero, nel quarto trimestre del 2025 l'Italia continua a segnare un surplus commerciale (€9 miliardi), nonostante la dinamica degli ultimi trimestri sia complessivamente in leggero peggioramento.

Figura 55: Esportazioni ed importazioni, Italia - miliardi, €



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

La riduzione del saldo commerciale è prevalentemente dovuta ad un aumento del valore delle importazioni di beni, in leggero ma costante aumento dal primo trimestre del 2024; le esportazioni di beni, dall'altro, mostrano un

andamento sostanzialmente costante, nonostante le turbolenze geopolitiche degli ultimi 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 rimangono positivi, con il numero di occupati ai massimi storici ed un tasso di disoccupazione in calo; l'accelerazione dell'inflazione nel mese di febbraio e i rischi geopolitici attuali aumentano l'incertezza circa l'andamento del livello dei prezzi nei prossimi mesi.

# L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Il quarto trimestre del 2025 ha registrato una crescita congiunturale (rispetto al trimestre precedente) dello 0,3%, dopo una crescita dello 0,2% nel terzo trimestre. Il risultato è dovuto principalmente ad una crescita dinamica degli investimenti (0,9%) e ad una crescita più contenuta dei consumi delle famiglie (0,1%). In contrazione invece le esportazioni, che nell'ultimo trimestre del 2025 segnano una riduzione dell'1,2%, mentre le importazioni crescono dell'1,0%, con un conseguente contributo negativo della domanda estera netta alla crescita per -0,7 punti percentuali.

Anche da un punto di vista tendenziale, analizzando quindi l'andamento rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, gli investimenti hanno rappresentato la voce più dinamica tra le diverse componenti del PIL, con una crescita del 5,1% rispetto all'ultimo trimestre del 2024, mentre i consumi privati hanno registrato una crescita dello 0,8%. Dal punto di vista del commercio estero, le esportazioni hanno registrato una crescita (1,9%), nonostante questa sia stata meno dinamica rispetto a quella delle importazioni (5,3%).

Figura 56: Componenti del PIL, Italia - contributi alla crescita, punti percentuali

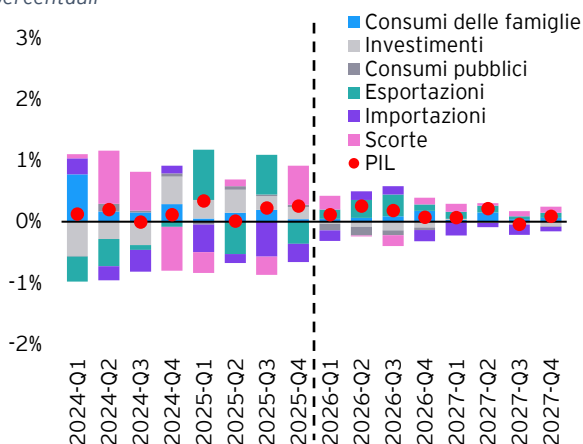
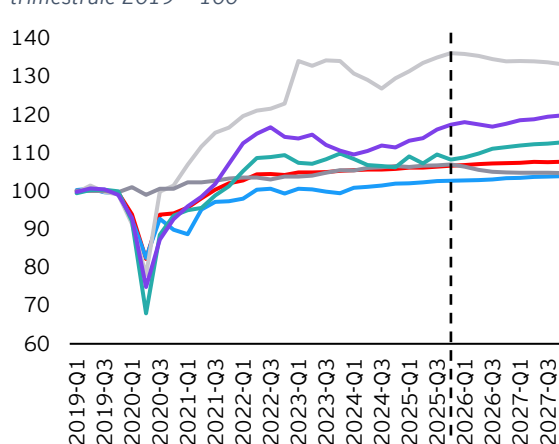


Figura 57: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat e previsioni EY. La linea tratteggiata rappresenta l'orizzonte di previsione. Le previsioni EY cominciano dal primo trimestre 2026. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprende gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

Nel complesso, il 2025 si chiude con una crescita dello 0,5%, supportata principalmente dalla crescita dei consumi delle famiglie (1,1%, per un contributo alla crescita pari a 0,6 punti percentuali) ed una crescita degli investimenti (3,5% a cui corrisponde un contributo pari a 0,8 punti percentuali). Dall'altro lato, la domanda estera netta ha esercitato un contributo negativo sulla crescita del PIL al 2025 (-0,6 punti percentuali) dovuto ad una crescita delle importazioni (3,6%) maggiore rispetto alla crescita delle esportazioni (1,2%).

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 primo trimestre del 2026, una crescita debole del PIL (0,1%), rispetto al trimestre precedente, dovuta ad un andamento debole dei consumi (0,1%), una leggera contrazione degli investimenti (-0,2%) ed un contributo della domanda estera sostanzialmente nullo. I trimestri successivi saranno caratterizzati da una leggera ripresa dei consumi privati rispetto ai trimestri precedenti, un contributo positivo della domanda estera ed un andamento ancora negativo degli investimenti su base trimestrale. Il 2026 è atteso chiudersi con una crescita dello 0,7%, principalmente grazie ad una crescita dei consumi e degli investimenti (rispettivamente 0,6% e 0,7%) e ad

un contributo negativo, ma meno significativo rispetto all'anno precedente, della domanda estera netta (contributo alla crescita pari a -0,1 punti percentuali). L'andamento degli investimenti rimane influenzato, tra i vari fattori, anche dall'aumento dell'incertezza dovuto al contesto geopolitico complesso, tramite una riduzione della fiducia dei principali attori economici.

Per il 2027 ci si attende una crescita del PIL nel complesso più debole (0,4%), principalmente dovuta ad una contrazione degli investimenti (-0,9%) a seguito della maggiore incertezza globale e di un riallineamento del livello degli investimenti verso valori più in linea con quelli storici, esaurendosi la spinta di un forte sostegno pubblico che ha caratterizzato gli ultimi anni ("superbonus" e PNRR). L'effetto negativo di questi fattori è in parte bilanciato dalla riduzione del costo del denaro in termini di tasso di interesse reale, ovvero al netto dell'aumento dell'inflazione, che agisce come stimolo.

La domanda estera netta è attesa tornare a contribuire positivamente alla crescita del PIL (0,2 punti percentuali), grazie ad una crescita delle esportazioni (1,8% rispetto all'1,6% del 2026) e ad un rallentamento delle importazioni (1,4% contro 2,1% nel 2026).

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>PIL, var. %</b>	4,8%	0,9%	0,8%	0,5%	0,7%	0,4%
<b>Consumi delle famiglie, var. %</b>	5,3%	0,5%	1,2%	1,1%	0,6%	0,7%
<b>Investimenti, var. %</b>	7,4%	10,1%	-3,1%	3,5%	0,7%	-0,9%
<b>Esportazioni, var. %</b>	9,9%	-0,2%	-0,4%	1,2%	1,6%	1,8%
<b>Importazioni, var. %</b>	12,9%	-1,9%	-1,0%	3,6%	2,1%	1,4%
<b>Tasso di disoccupazione</b>	8,1%	7,7%	6,6%	6,1%	6,1%	6,5%
<b>Indice dei prezzi al consumo, var. %</b>	8,2%	5,6%	1,0%	1,5%	2,6%	1,9%
<b>Deficit, % del PIL</b>	-8,1%	-7,2%	-3,4%	-3,1%	-3,5%	-3,6%
<b>Debito pubblico, % del PIL</b>	138,4%	133,9%	134,9%	137,0%	137,3%	136,7%

Fonte: previsioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM". L'area in grigio rappresenta l'orizzonte di previsione. Le variazioni del PIL e delle sue componenti sono calcolate 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.

Scendendo nel dettaglio degli investimenti, la crescita attesa per il 2026 sarà supportata dalla crescita degli investimenti in abitazioni (6,9%), intangibili (1,0%) e macchinari (0,9%), mentre gli investimenti in fabbricati non residenziali sono attesi contrarsi (-3,6%) principalmente a causa della contrazione della componente di investimenti privati (-4,6%). La contrazione degli investimenti in fabbricati non residenziali è attesa anche per il 2027, nonostante di portata inferiore (-1,2%); a questa si unisce inoltre una riduzione degli investimenti in abitazioni (-2,2%) e macchinari (-0,8%). Continueranno invece a sperimentare una crescita gli investimenti in intangibili (1,3%), a dimostrazione dell'importanza che questa tipologia di investimenti ha assunto per supportare la crescita e mantenere le imprese competitive nel panorama nazionale ed internazionale.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, ci si aspetta un tasso di disoccupazione al 6,1% nel 2026, a cui farà seguito un leggero aumento al 2027 (6,5%). Il dato è rappresentativo di un mercato del lavoro sostanzialmente in salute, con effetti positivi sui consumi i quali, come accennato precedentemente, continuano a crescere (anche se debolmente) nonostante il contesto esterno non favorevole. L'inflazione è attesa al 2,6% nel 2026, a seguito dei maggiori prezzi dei beni energetici, e in calo nel 2027 (all'1,9%). Il deficit pubblico si prospetta al 3,5% del PIL nel 2026 ed al 3,6% nel 2027, mentre il rapporto debito pubblico su PIL risulterà in leggera diminuzione (passando dal 137,3% nel 2026 al 136,7% nel 2027) anche grazie ad un aumento dell'inflazione. 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.

# Approfondimento: Guerra in Medio Oriente e le ripercussioni sull'economia italiana

## Messaggi principali:

1. La guerra in Medio Oriente rappresenta una nuova fonte di incertezza geopolitica, con ripercussioni sull'economia mondiale e italiana ancora incerte. Al momento lo Stretto di Hormuz, un crocevia cruciale per il transito di merci e beni energetici, risulta sostanzialmente chiuso, con un quasi azzeramento del volume di beni in transito.
2. Il conflitto in Medio Oriente può avere un impatto sull'economia mondiale attraverso diversi canali, dall'aumento dei prezzi dell'energia (e di altri beni), alla riduzione del commercio internazionale a seguito di una riduzione dell'attività economica, ad una riduzione del commercio verso i paesi del Golfo e l'Iran. A questo proposito, l'Italia esporta circa €21 miliardi di beni in questi paesi, su circa €640 miliardi di esportazioni totali italiane nel 2025. A questo si aggiunge inoltre una esposizione indiretta (esportazioni di semilavorati verso paesi terzi che raggiungeranno successivamente i paesi del Golfo e l'Iran) quantificata in circa €5 miliardi.
3. In un possibile scenario avverso (aumento più forte e prolungato del prezzo dell'energia, riduzione del commercio internazionale, stretta monetaria da parte della BCE per contenere le pressioni inflattive), si stima un impatto cumulato sul livello del PIL al 2027 di circa -0,6%, con una riduzione del tasso di crescita al 2026 e 2027 di circa 0,3 punti percentuali per anno.
4. Alcuni settori dell'economia italiana risultano più esposti di altri; nel complesso l'impatto negativo atteso sul livello della produzione al 2027 è compreso in un range tra lo 0% e l'1%.

Le previsioni riportate nella sezione precedente tengono in considerazione gli ultimi avvenimenti in Medio Oriente. Le implicazioni della guerra tra USA e Iran generano un impatto sulle economie globali in maniera più o meno significativa a seconda del grado di esposizione a diversi fattori: si pensi, a questo proposito, alla diversa dipendenza energetica dal petrolio e dal gas, o all'importanza che lo Stretto di Hormuz ha per il commercio di un paese specifico.

È importante ricordare che, dopo lo scoppio della guerra a fine febbraio 2026, nel giro di pochi giorni il volume dei beni in transito dello Stretto è andato riducendosi fino a sostanzialmente azzerarsi. Lo Stretto di Hormuz è al sesto posto al mondo per volumi di beni in transito nei principali stretti, per un totale di circa 1,4 miliardi di tonnellate metriche di beni.

Figura 58: Volumi di beni giornalieri in transito nello stretto di Hormuz in milioni di tonnellate metriche

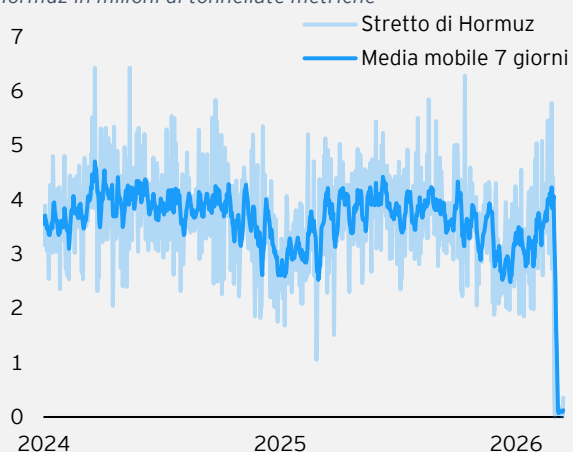
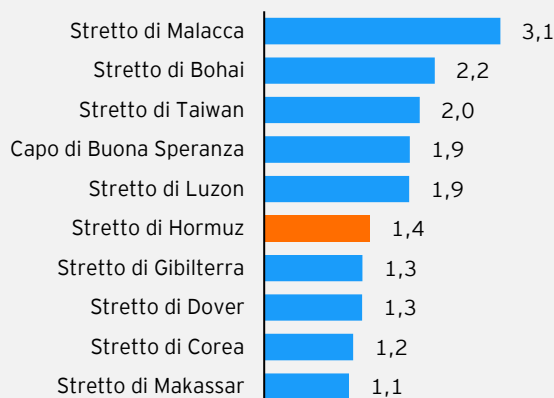


Figura 59: Volumi di beni in transito nei principali stretti del mondo in miliardi di tonnellate metriche - 2024



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF PortWatch.

## Il ruolo dello Stretto di Hormuz nel commercio di beni energetici

Lo Stretto di Hormuz rappresenta uno degli snodi più importanti del mondo dal punto di vista energetico: circa il 26% del trasporto marittimo di petrolio transita per questo stretto (circa il 20% dell'offerta di petrolio mondiale, a cui corrisponde circa 20 milioni di barili di petrolio al giorno), un valore che è secondo solo allo Stretto di Malacca. Un suo blocco prolungato o un rallentamento permanente degli scambi, quindi, ha forti ripercussioni sui prezzi del petrolio nel mercato globale.

Il petrolio in transito per lo Stretto di Hormuz ha origine dai paesi del Medio Oriente, principalmente Arabia Saudita, Emirati Arabi e Iraq. I paesi che si approvvigionano di greggio in transito per questo stretto sono numerosi. In particolare, la Cina, l'India e la Corea del Sud sono i primi tre paesi per volume di greggio importato passante per lo Stretto di Hormuz (rispettivamente per 5,4, 2,1 e 1,7 milioni di barili al giorno); i paesi europei importano circa 0,6 milioni di barili al giorno.

Figura 60: Volume di petrolio in transito per lo stretto di Hormuz per paese di provenienza - milioni di barili al giorno

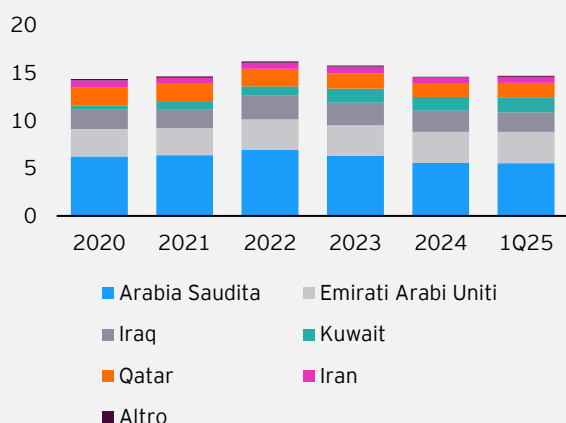
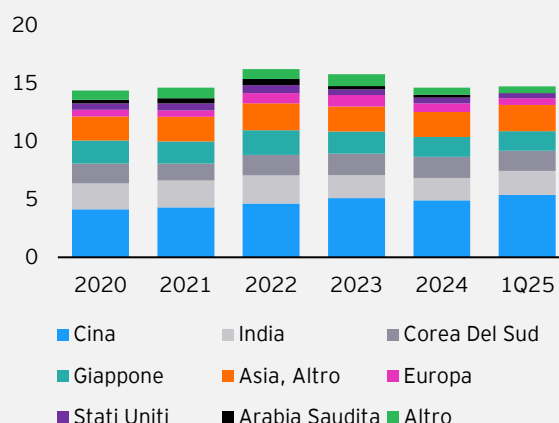


Figura 61: Volume di petrolio in transito per lo stretto di Hormuz per paese di destinazione - milioni di barili al giorno



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati International Energy Agency.

Oltre che per il petrolio, lo Stretto di Hormuz rappresenta uno snodo cruciale anche per il commercio di gas naturale. In questo caso, la maggior parte del gas in transito per lo stretto proviene dal Qatar (circa il 93%), mentre il restante gas in transito proviene da altri paesi quali gli Emirati Arabi e gli Stati Uniti.

In modo simile a quanto visto per il commercio di petrolio, il gas in transito nello stretto raggiunge numerosi paesi, tra cui l'Italia per circa 0,73 miliardi di metri cubi di gas naturale nel primo trimestre del 2025 (circa il 13% del totale del gas naturale importato). I principali paesi serviti sono la Cina (2,7 miliardi di metri cubi), l'India (2,2), Taiwan (1,1) e la Corea del Sud (1,0).

Figura 62: Volume di LNG in transito per lo stretto di Hormuz per paese di provenienza - bcf/giorno

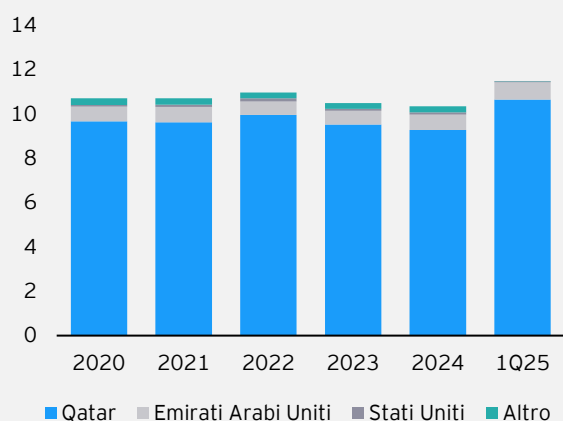
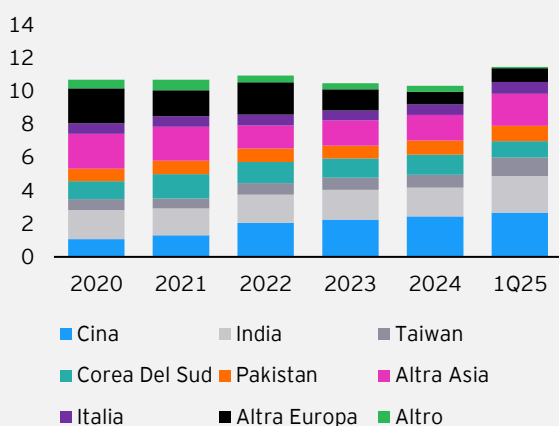


Figura 63: Volume di LNG in transito per lo stretto di Hormuz per paese di destinazione - bcf/giorno



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati International Energy Agency.

In riferimento all'approvvigionamento energetico, è importante considerare che circa il 13% del petrolio importato dall'Unione Europea transita per lo stretto di Hormuz, valore che scende al 6% per il gas naturale. In riferimento alle restanti importazioni di greggio, circa il 40% del petrolio proviene dagli Stati Uniti (circa il 15%), dal Kazakistan (circa il 13%) e dalla Norvegia (circa il 13%). I valori cambiano se si considera il gas naturale, per cui gli Stati Uniti rappresentano ancora il primo fornitore europeo (circa il 26%), a cui fanno seguito l'Algeria (circa il 18%) e la Russia (circa il 14%).

Figura 64: Importazione di petrolio per paese di provenienza, Unione Europea - % sul totale, 2025

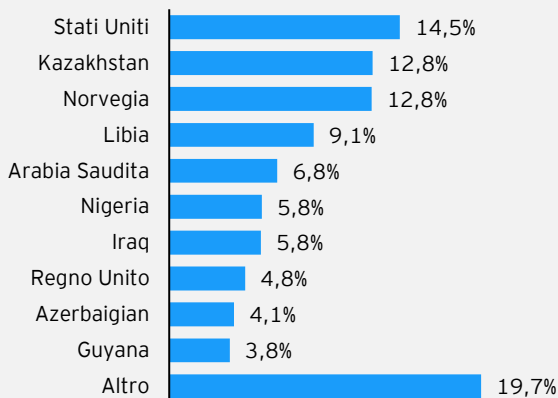
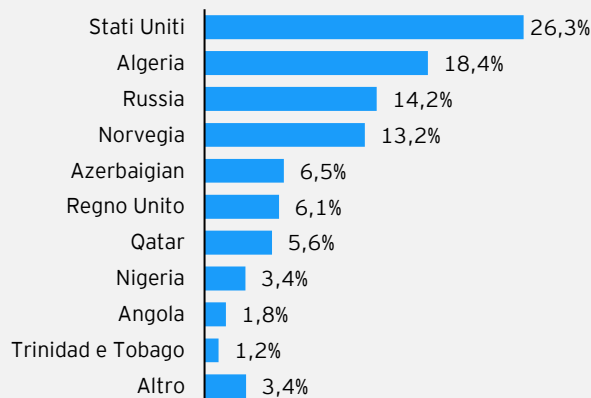


Figura 65: Importazione di gas naturale per paese di provenienza, Unione Europea - % sul totale, 2025



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat. Per le importazioni di petrolio sono state considerate le seguenti categorie merceologiche: 27090010 - Petroleum oils from natural gas condensates; 27090090 - Petroleum oils and oils obtained from bituminous minerals, crude; per il gas naturale sono state considerate le seguenti categorie merceologiche: 27111100 - Natural gas, liquefied; 27112100 - Natural gas in gaseous state. I codici fanno riferimento alla *Combined Nomenclature* (CN) a 8 cifre. Per maggiori informazioni, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=EU\\_imports\\_of\\_energy\\_products\\_-\\_latest\\_developments#Main\\_suppliers\\_of\\_petrolium\\_oils.2C\\_natural\\_gas\\_and\\_coal\\_to\\_the\\_EU](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=EU_imports_of_energy_products_-_latest_developments#Main_suppliers_of_petrolium_oils.2C_natural_gas_and_coal_to_the_EU).

### I paesi del Golfo e l'Iran nelle esportazioni di beni italiani

Un ulteriore elemento da considerare nell'analizzare gli effetti sull'Italia del recente conflitto è legato alle possibili conseguenze di un rallentamento dell'attività economica globale e del commercio internazionale a seguito dell'incertezza geopolitica, a cui si aggiunge la riduzione forzata delle esportazioni destinate ai paesi del Golfo e all'Iran (sia per la sostanziale chiusura dello Stretto di Hormuz che per fattori di rischio o di domanda). A questo proposito, si consideri che al 2025 l'Eurozona ha esportato nel Golfo beni per un valore di circa €100 miliardi, valore in crescita rispetto agli ultimi anni. La Germania e l'Italia sono i due principali paesi per valore delle esportazioni verso il Golfo, per un totale di circa €26 e €21 miliardi.

Figura 66: Valore delle esportazioni verso i paesi del Golfo e Iran, Eurozona - miliardi, €

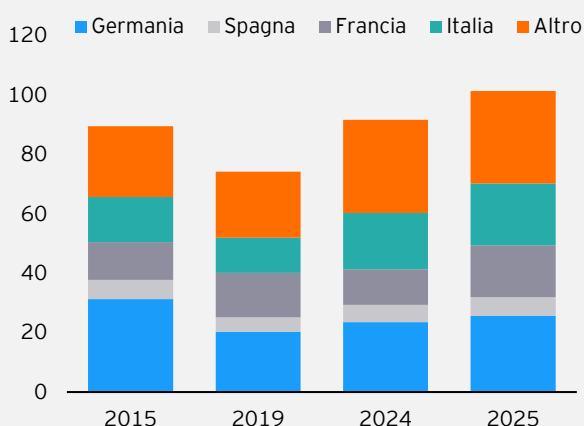
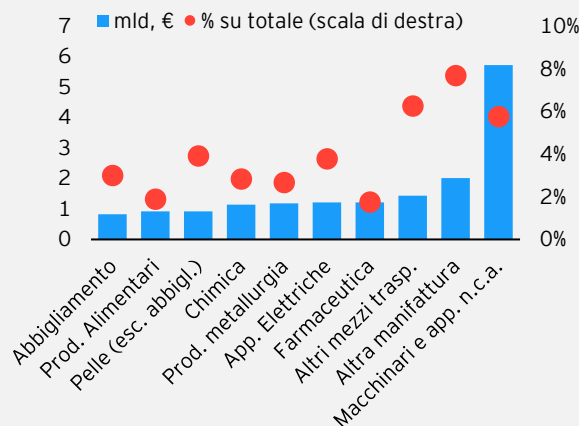


Figura 67: Valore delle esportazioni verso i paesi del Golfo e Iran per tipologia di prodotto, Italia - miliardi, € e % sul totale delle esportazioni



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat, ISTAT.

Focalizzando l'attenzione sull'Italia, i settori dell'economia del paese sono esposti in maniera eterogenea. Nello specifico, le categorie merceologiche maggiormente esposte sono i macchinari e le apparecchiature non classificate altrove (e.g., macchine di impiego generale come motori, turbine, pompe, compressori), gli altri prodotti della manifattura (e.g., mobili, gioielleria) e gli altri mezzi di trasporto (e.g., navi, imbarcazioni, aeromobili). Questi beni trovano nel mercato dei paesi del Golfo e Iran un mercato di sbocco di non scarsa importanza: si pensi ad esempio che le esportazioni verso questi paesi di macchinari ed apparecchiature non classificate altrove rappresentano circa il 5-6% delle esportazioni complessive dell'Italia di questa categoria di prodotti; la percentuale sale se si considerano le altre due categorie citate precedentemente (7,5% e 6,6% rispettivamente per l'altra manifattura e la produzione di altri mezzi di trasporto).

A questo si aggiunge, inoltre, l'esposizione indiretta delle esportazioni italiane, dovuta alle esportazioni di beni intermedi verso altri paesi che esportano poi il bene finale nelle economie del Golfo.

Figura 68: Valore delle esportazioni verso i paesi del Golfo e Iran, Italia - miliardi, €, 2024

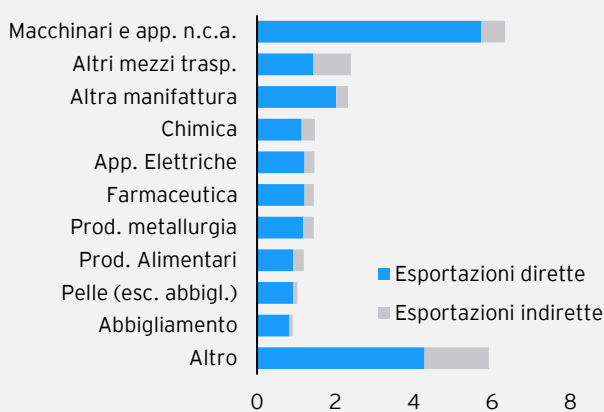
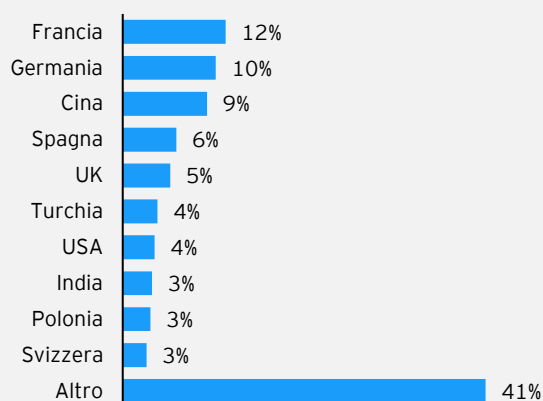


Figura 69: Principali paesi per esportazioni indirette verso i paesi del Golfo e Iran, Italia - % sul totale delle esportazioni indirette, 2022



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT, OCSE. Il valore delle esportazioni indirette è stato stimato tramite il database TiVA (*Trade in Value Added*) dell'OCSE sulla base degli ultimi dati disponibili.

Al totale di circa €21 miliardi di esportazioni si aggiungono quindi circa €5 miliardi di esportazioni indirette, con un'esposizione eterogenea. I principali paesi attraverso i quali l'Italia è esposta indirettamente ai paesi del Golfo e all'Iran sono la Francia, la Germania e la Cina, che insieme contano per circa il 30% delle esportazioni indirette.

### Definizione dello scenario avverso e stima degli impatti

Tenuti in considerazione i canali di possibile impatto sopra descritti (impatto sull'Italia dell'aumento dei prezzi dell'energia, rallentamento dell'attività economica globale, effetto di un calo forzato dell'export diretto e indiretto verso il Golfo), è stato elaborato uno scenario alternativo allo scenario previsionale di base sopra descritto rappresentativo di un possibile peggioramento del conflitto, in modo da ottenere una stima dell'impatto negativo ragionevolmente attendibile.

Lo "scenario avverso" è stato delineato come segue:

1. **Prezzo del petrolio:** 96 \$/bbl per il 2026 e 84 \$/bbl per il 2027. Il picco delle quotazioni è atteso per il secondo trimestre del 2026 (107 \$/bbl), a cui segue poi un processo di normalizzazione fino alla fine del 2027. I valori sono attesi in ogni caso attestarsi a valori superiori a quelli registrati e attesi prima dello scoppio della guerra USA-Iran a causa della distruzione fisica dell'offerta di petrolio (attacchi a siti petroliferi). I valori ipotizzati rappresentano un incremento medio di circa 12 \$/bbl e 11 \$/bbl rispettivamente al 2026 e 2027 rispetto allo scenario base;
2. **Prezzo del gas:** 19,4 \$/mmbtu per il 2026 e 14,8 \$/mmbtu per il 2027. Il picco delle quotazioni è atteso per il secondo trimestre del 2026 (20,8 \$/mmbtu), a cui segue poi un processo di

normalizzazione fino alla fine del 2027. Anche in questo caso, i valori sono attesi attestarsi a valori superiori a quelli registrati e attesi prima dello scoppio della guerra USA-Iran a causa della distruzione fisica dell'offerta di petrolio. Questi valori rappresentano un incremento medio di circa 3 \$/mmbtu e 2,5 \$/mmbtu rispettivamente al 2026 e 2027 rispetto allo scenario di base;

3. **Commercio mondiale:** il commercio mondiale è atteso rallentare, come nel caso dello scoppio di altri eventi bellici di questa portata, registrando una crescita del 2,2% e 2,4% rispettivamente al 2026 e 2027 in luogo di una crescita del 2,9% in ciascuno dei due anni;
4. **Domanda estera di beni italiani:** di conseguenza, stimiamo una riduzione di circa 0,4 e 0,3 punti percentuali della crescita della domanda estera di beni italiani nel 2026 e nel 2027, attestandosi rispettivamente all'1,5% e 2,4% invece che all'1,9% e al 2,7%;
5. **Esportazioni verso i paesi del Golfo e Iran:** rispetto al dato del 2025, assumiamo una riduzione "forzata" del 40% del valore dei beni esportati dall'Italia (direttamente e indirettamente tramite altri paesi) nei paesi del Golfo ed Iran nel 2026 e una riduzione del 20% nel 2027;
6. **Politica monetaria:** per contrastare il forte aumento atteso dei prezzi si ipotizza che la BCE reagisca con due aumenti dei tassi di interesse di politica monetaria da 0,25 punti nel 2026, a cui fa seguito un graduale rientro nel 2027 (primo taglio dei tassi a metà anno e secondo taglio verso la fine dell'anno).

In base a queste ipotesi, è possibile stimare gli effetti di questo scenario sulla crescita del PIL e sull'andamento dei prezzi.

Figura 70: PIL nello scenario baseline e avverso, var. % YoY, Italia

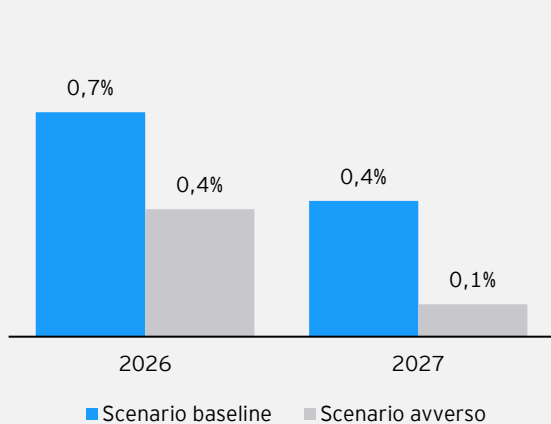
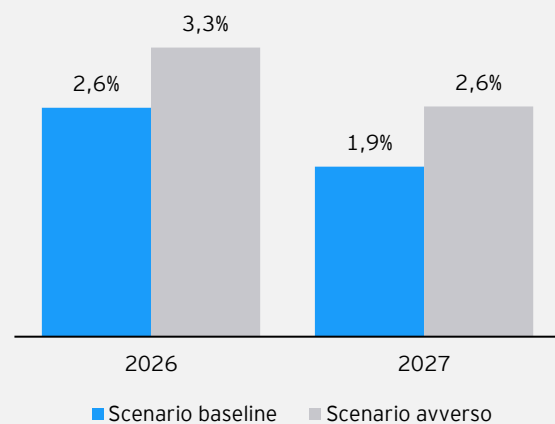


Figura 71: Inflazione nello scenario baseline e avverso, Italia



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM".

Nell'ipotesi di un peggioramento del contesto esterno, la crescita del PIL per l'Italia risulterebbe quindi quasi dimezzata nel 2026 (0,4% contro uno 0,7% nello scenario baseline), e sostanzialmente nulla per il 2027 (0,1% contro 0,4%). Questo risulterebbe in una perdita cumulata, al 2027, di circa lo 0,6% del livello del PIL rispetto allo scenario baseline. L'aumento dei prezzi dell'energia inoltre comporterebbe un aumento più forte dell'indice dei prezzi al consumo. L'inflazione passerebbe quindi dal 2,6% attualmente previsto nello scenario di base, al 3,3% per il 2026, per tornare successivamente al 2,6% nel 2027 (contro l'1,9% atteso nello scenario di base).

Scendendo nel dettaglio degli impatti, gli effetti dello scenario delineato sui settori dell'economia italiana si mostrano inoltre eterogenei.

Figura 72: Variazione del valore della produzione e della domanda intermedia per settore nello scenario avverso rispetto allo scenario baseline, Italia

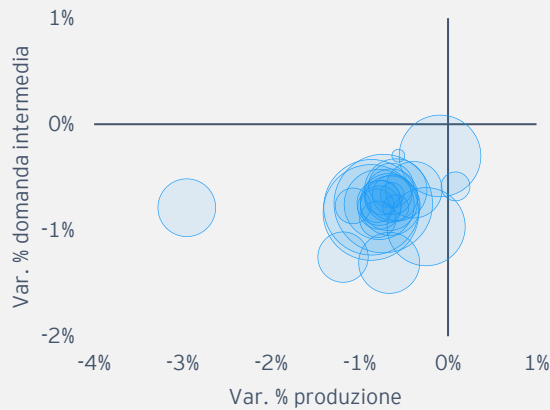
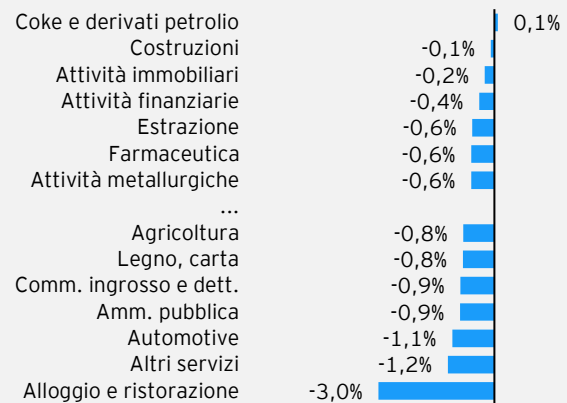


Figura 73: Variazione del valore della produzione per settore nello scenario avverso rispetto allo scenario baseline, Italia



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite estensione del Modello Macroeconomico di EY Italia (Modello per le Analisi delle Relazioni Input Output).

Nello specifico, gli effetti complessivi per la maggior parte dei settori produttivi sono ricompresi tra lo 0% e l'1% di contrazione al 2027 rispetto al livello della produzione atteso nello scenario baseline, a dimostrazione di un impatto non particolarmente significativo, ancorché non trascurabile.

Un caso particolare è rappresentato dal settore dei servizi di alloggio e ristorazione, che è atteso registrare una contrazione cumulata del valore della produzione al 2026 pari a circa il 3,0% rispetto allo scenario base. Anche il settore automobilistico è atteso registrare una contrazione superiore all'1%, mentre per i restanti settori si stima un impatto complessivo pari o inferiore all'1%. Tra i settori meno colpiti rientrano il settore delle costruzioni, il settore delle attività immobiliari e le attività finanziarie, mentre il settore della produzione di coke e prodotti petroliferi raffinati è atteso sperimentare una leggera espansione.

Infine, è importante considerare che un ulteriore aumento dell'incertezza comporterebbe degli effetti ancor più negativi per l'economia globale e per l'economia italiana, ad esempio portando ad una minore fiducia degli agenti economici che si tradurrebbe, ad esempio, in minori consumi ed investimenti.



# Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili al 19 Marzo 2026.

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 2026 di circa l'1,9%, a cui seguirà una crescita più dinamica nel 2027 (al 2,7%);
- **Gas naturale:** si assume che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 16,1 \$/mmbtu nel 2026; per il 2027 si ipotizza una quotazione media di 12,4 \$/mmbtu;
- **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio medio intorno agli 83,2 \$/bbl nel 2026, raggiungendo una quotazione media di circa 78,6 \$/bbl nel quarto trimestre del 2026,<sup>70</sup> e che si riduca ulteriormente nel 2027 (quotazione media di 73,0\$ al barile);
- **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,17;
- **Spesa pubblica:** sono state considerate le informazioni contenute nel Documento Programmatico di Finanza Pubblica sulla politica di bilancio di ottobre 2025,<sup>71</sup> e gli ultimi dati sul settore pubblico da contabilità nazionale ISTAT. Inoltre, sono state considerate le ultime considerazioni circa la spesa del PNRR;<sup>72</sup>
- **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza un mantenimento costante dei tassi di interesse di politica monetaria lungo tutto il periodo di analisi.

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

- **Risoluzione della guerra in Medio Oriente:** il conflitto in Medio Oriente potrebbe risolversi velocemente, e portare con sé una normalizzazione delle quotazioni del petrolio e del gas, riducendo i rischi inflazionistici e non intaccando l'attività economica globale;
- **Riduzione delle tensioni commerciali:** le tensioni commerciali potrebbero rientrare, con conseguente ripresa del commercio, supportando l'economia dell'Italia e dei suoi principali partner commerciali;
- **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;
- **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:** la risoluzione dei conflitti e la riduzione delle tensioni geopolitiche potrebbero portare a possibili tagli dei tassi a supporto della crescita debole delle economie dell'Eurozona;

<sup>70</sup> Si fa riferimento al prezzo del Brent.

<sup>71</sup> 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](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/doc_prog_fp_2025/DPFP_2025.pdf).

<sup>72</sup> Nello specifico, sono state considerate le rimodulazioni di spesa come descritte dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio, <https://www.upbilancio.it/flash-1-2026-la-sesta-revisione-del-pnrr-e-gli-effetti-sullindebitamento-netto/>.

- 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 potrebbe 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 del conflitto 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 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 significative 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: eventuali aumenti dei tassi di interesse possono tradursi in maggiore stress per le istituzioni finanziarie, con conseguente impatto sui risparmiatori e un inasprimento delle condizioni di credito, tanto negli Stati Uniti quanto nell'Eurozona;
- Elevato debito pubblico: l'aumento del debito pubblico successivo alla pandemia, assieme ai tassi di interesse più alti rispetto al periodo pre-pandemia e alle numerose sfide di diversa natura (come la transizione energetica e l'aumento della spesa militare), rappresentano delle criticità per la sostenibilità fiscale nelle economie dell'Eurozona, specialmente in quelle più indebitate come l'Italia. Questo potrebbe tradursi, in ultima istanza, in maggiori rischi di stress nei mercati finanziari;
- 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;
- Tecnologia: l'adozione di nuove soluzioni tecnologiche potrebbe non supportare la crescita come atteso, ad esempio portando dei benefici meno significativi di quanto atteso.

# Appendice tecnica

## HEY-MoM: Hybrid EY MModel for the Macroeconomy<sup>73</sup>

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).<sup>74</sup> 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.

<sup>73</sup> Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

<sup>74</sup> "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](https://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](https://ey.com)

© 2026 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](https://ey.com/it)

# Contatti



## Mario Rocco

Partner, Valuation, Modelling and Economics Leader per l'Italia

[mario.rocco@parthenon.ey.com](mailto:mario.rocco@parthenon.ey.com)



## Alberto Caruso

Director, Valuation, Modelling and Economics

[alberto.caruso@parthenon.ey.com](mailto:alberto.caruso@parthenon.ey.com)



## Luca Butiniello

Manager, Valuation, Modelling and Economics

[luca.butiniello@parthenon.ey.com](mailto:luca.butiniello@parthenon.ey.com)