

91.9426  
52.1938  
82.9921  
91.8912  
38.1

# EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°15 | Giugno 2026

# 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	12
03. Il quadro europeo	18
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	18
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	20
04. L'economia italiana	29
04.1 L'andamento dell'economia reale	29
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	30
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	34
05.1 Approfondimento: Il nuovo modello macroeconomico EY MAIOR per l'analisi settoriale e approfondimento su quattro settori	36
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	43
07. Appendice Tecnica	45

# Executive summary

- La crescita dell'economia mondiale è stimata, per il 2025, pari al 3,2%; a questo è attesa seguire una crescita più moderata nel 2026 (2,9%), con una parziale ripresa nel 2027 (3,1%). Il quadro globale rimane caratterizzato da una forte eterogeneità tra le principali economie mondiali, in un contesto di elevata incertezza geopolitica.
- Il conflitto in Medio Oriente continua a rappresentare il principale fattore di rischio per l'economia globale, con ripercussioni significative sulle principali rotte commerciali marittime (in particolare lo stretto di Hormuz) e di conseguenza sui prezzi delle materie prime energetiche e sulle catene di approvvigionamento globali. A ciò si aggiungono le politiche commerciali protezionistiche statunitensi e la crescente frammentazione geopolitica del commercio mondiale, che contribuiscono a tenere sotto pressione il commercio internazionale di beni.
- L'Eurozona è attesa sperimentare una crescita contenuta nel 2026 (0,8%), in leggero miglioramento nel 2027 (1,2%). Il contesto rimane fragile e disomogeneo tra i paesi membri, con il settore industriale ancora in difficoltà. Ulteriori elementi di attenzione riguardano il livello di indebitamento pubblico, l'inasprimento delle condizioni di offerta del credito bancario e le pressioni sul commercio estero, con rischi prevalentemente al ribasso.
- Il conflitto in Medio Oriente ha invertito il processo di riduzione dell'inflazione in atto, spingendo l'inflazione *headline* nell'Eurozona al 3,2% a maggio 2026 (dall'1,9% a febbraio). In risposta, l'11 giugno la Banca Centrale Europea ha deciso per un rialzo dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria, mantenendo un atteggiamento *data-dependent* circa le evoluzioni del contesto macroeconomico.
- In Italia, l'industria mostra un andamento solo parzialmente positivo. Accanto a comparti dinamici, come il farmaceutico, permangono forti segnali di debolezza in settori quali il tessile e il legno. Nel settore dei servizi il fatturato cresce in misura modesta, sostenuto soprattutto dalla componente di prezzo.
- L'indice dei prezzi al consumo ha registrato a maggio 2026 una crescita del 3,2% (dall'1,5% a febbraio), in netta accelerazione rispetto alla media del 2025 (1,5%), principalmente per effetto della componente energetica. Il mercato del lavoro si conferma in salute, con un tasso di disoccupazione poco superiore al 5% nella prima parte dell'anno, sostenendo i consumi delle famiglie.
- In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,6% nel 2026 e dello 0,7% nel 2027, mentre il tasso di inflazione è atteso al 2,6% nel 2026 e al 2,1% nel 2027. Le previsioni sono soggette ad un elevato grado di incertezza.
- Considerata l'eterogeneità delle risposte settoriali al contesto esterno, il team di Economic Advisory di EY-Parthenon ha sviluppato un modello dedicato per l'analisi settoriale dell'economia italiana (EY MAIOR). Le previsioni per il triennio 2025-2027 evidenziano una crescita complessiva della produzione dell'1,6%, con una significativa eterogeneità tra i settori: i comparti più dinamici sono attesi essere la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica (+3,7%), le industrie alimentari, delle bevande e del tabacco (+3,5%), mentre risultano in contrazione il settore estrattivo (-1,8%), la produzione di altri mezzi di trasporto (-0,7%) e le costruzioni (-0,2%).

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

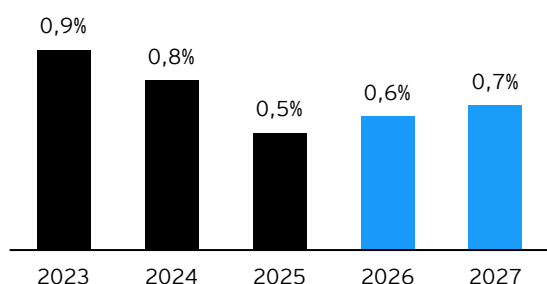
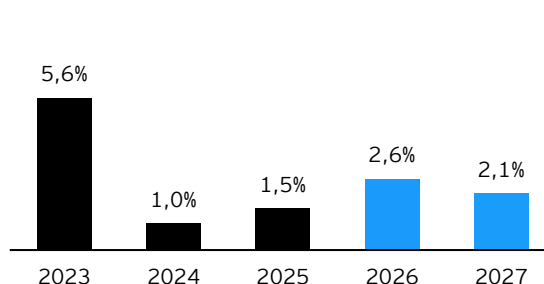


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



# Lo scenario globale

## L'economia mondiale

La crescita dell'economia mondiale è stata, per il 2025, pari al 3,2%; a questo è attesa seguire una crescita più moderata nel 2026 (2,9%) e una crescita in ripresa nel 2027 (3,1%). Questo è quanto riportato nelle ultime previsioni dell'Organizzazione per lo Sviluppo e la Cooperazione Economico (OCSE) di fine maggio 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 dell'OCSE, una crescita di entità simile nel 2026 (pari al 2,0%) e in rallentamento nel 2027 (1,8%). Appare invece più modesta la crescita nell'Eurozona, pari allo 0,8% nel 2026 e 1,2% nel 2027, valori in linea con l'Interim Report di marzo.<sup>2</sup>

Cina e India sono attese chiudere il 2025 con una crescita rispettivamente del 5,0% e 7,6%, a cui farà seguito un rallentamento nel 2026 e 2027 (rispettivamente 4,5% e 4,3% per la Cina, e 6,3% e 6,4% nei due anni di analisi).

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, il conflitto in Medio Oriente ha invertito temporaneamente il processo di riduzione del livello dei prezzi a livello globale: l'OCSE si attende ora un aumento del livello dei prezzi nei paesi OCSE dal 4,0% del 2025 al 4,3% nel 2026, per poi riprendere il percorso discendente verso il 3,0% nel 2027.

L'inflazione negli Stati Uniti è attesa registrare un incremento nel 2026 (passando dal 2,7% nel 2025 al 3,5% nel 2026) per poi scendere nel 2027 (2,3%) a valori più in linea con il livello di stabilità dei prezzi; nell'Eurozona, la dinamica dei prezzi è attesa al di sopra del target della Banca Centrale

Europea (2%), con un'inflazione del 2,8% nel 2026 e del 2,4% nel 2027.

Figura 3: PIL reale - var. %

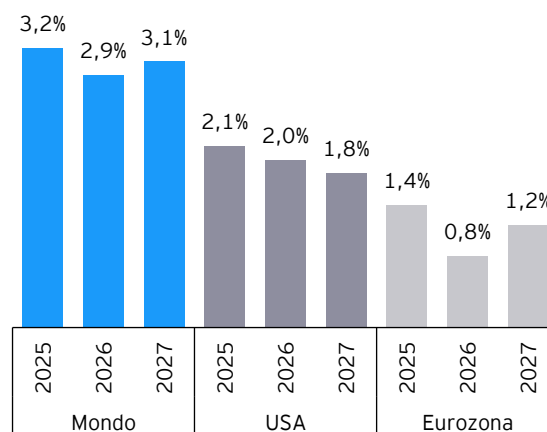
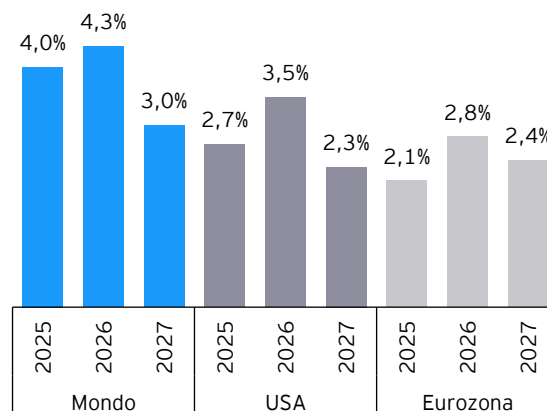


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF World Economic Outlook, aprile 2026.

Le revisioni circa la crescita del PIL del FMI ad aprile 2026 rispetto a gennaio risultano modeste a livello aggregato, ma nascondono una significativa eterogeneità tra paesi. La crescita mondiale per il 2026 è rivista al ribasso di 0,2

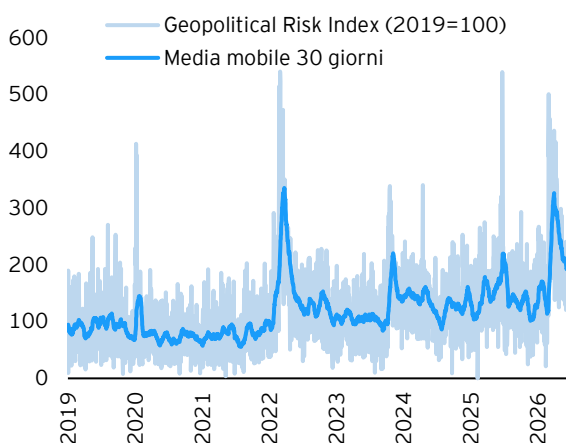
<sup>1</sup> OECD Economic Outlook, 3 June 2026, Under pressure, Volume 2026/1, No. 119.

<sup>2</sup> OECD Economic Outlook, Interim Report March 2026, Testing Resilience.

punti percentuali (dal 3,3% al 3,1%), mentre le previsioni per il 2027 rimangono invariate. Il FMI sottolinea come, in assenza del conflitto in Medio Oriente, la revisione sarebbe stata marginalmente al rialzo: il miglioramento dei dati di fine 2025 e la riduzione dei dazi avrebbero sostenuto una crescita attorno al 3,4%, per cui la correzione al ribasso riflette quasi interamente le perturbazioni generate dalla guerra.

Le stime fornite dall'OCSE appaiono leggermente ottimistiche rispetto alle ultime previsioni della Banca Mondiale, che nel suo ultimo Global Economic Prospects presenta delle stime circa la crescita globale inferiori a quelle appena descritte. Nello specifico, ci si attende una crescita globale rispettivamente del 2,5% e 2,9% nel 2026 e 2027, mentre per gli USA e l'Eurozona ci si attende una crescita sostanzialmente in linea con quelle delineate dall'OCSE (2,2% e 2,1% per gli USA e 0,8% e 1,3% per l'Eurozona).<sup>3</sup>

Figura 5: Geopolitical Risk Index, Mondo - valori giornalieri e media mobile a 30 giorni



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019).<sup>4</sup> Ultimo aggiornamento: 10 giugno 2026.

Questi risultati sono la conseguenza di un contesto internazionale caratterizzato da una elevata incertezza geopolitica, nonostante la lieve flessione registrata negli ultimi mesi. Questa dinamica è ben rappresentata dall'andamento del Geopolitical Risk Index, che dopo aver registrato a marzo 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

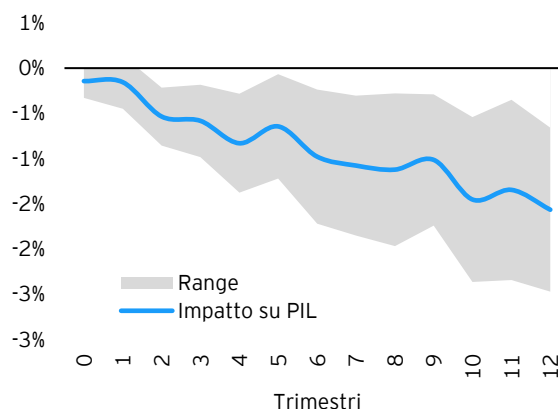
<sup>3</sup> World Bank, Global Economic Prospects, June 2026.

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

statunitense, ha registrato una flessione negli ultimi mesi.

A questo proposito è interessante notare come sia stato stimato che, ad un aumento del rischio geopolitico di un'unità di deviazione standard è associata, in media, a una riduzione del PIL reale di circa lo 0,8% nell'arco di un anno, con effetti che tendono a essere relativamente di breve durata. La contrazione attesa sarebbe principalmente trainata da un indebolimento dei consumi privati e degli investimenti, che reagiscono all'incertezza riducendo la spesa corrente e rinviando le decisioni di allocazione del capitale. Sul fronte dei prezzi, lo shock geopolitico è associato a un livello dei prezzi superiore di circa il 2,5% rispetto allo scenario base nell'arco di tre anni, con pressioni inflazionistiche ulteriormente amplificate da un deprezzamento del tasso di cambio nominale di circa l'1,8%.<sup>5</sup>

Figura 6: Impatto sul PIL di un aumento del rischio geopolitico



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. Il risultato rappresenta l'effetto di uno shock che comporta un aumento del rischio geopolitico pari ad una deviazione standard del Geopolitical Risk Index. L'area grigia rappresenta l'intervallo di confidenza (90%).

L'andamento dell'incertezza complessiva è rappresentato anche da altri indicatori, nonostante la mancanza di alcuni dati negli ultimi mesi.

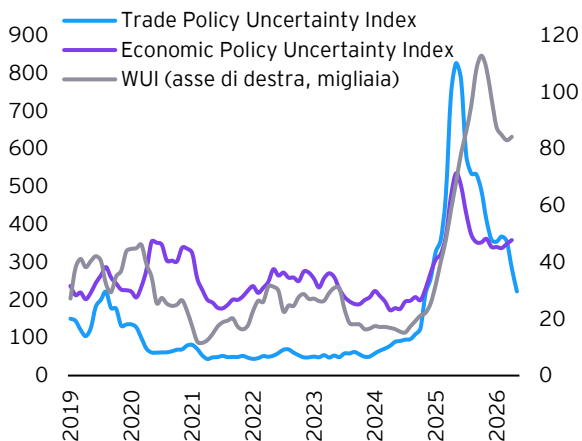
Si pensi, a questo proposito, all'Economic Policy Uncertainty Index, un indice di incertezza caratterizzato da un perimetro più ampio, il quale mostra una generale riduzione negli ultimi mesi nonostante il livello complessivo sia ancora

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

<sup>5</sup> IMF World Economic Outlook, Global Economy in the Shadow of War, April 2026.

elevato. Un ulteriore indicatore è poi dato dal World Uncertainty Index, il quale mostra una dinamica sostanzialmente in linea con gli altri due indicatori.

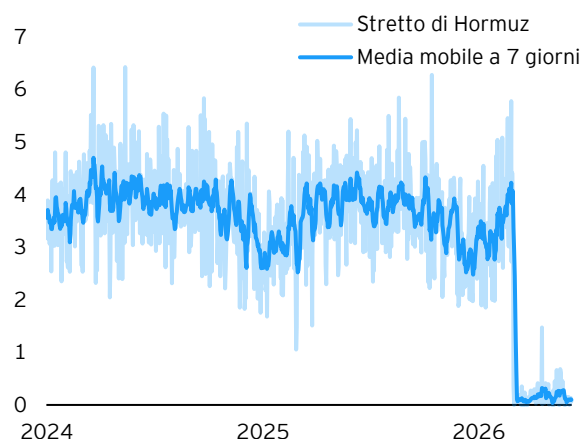
Figura 7: Indici di incertezza, Mondo - medie mobili a 3 mesi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019),<sup>6</sup> Economic Policy Uncertainty database. WUI: World Uncertainty Index. Ultimo aggiornamento: 10 giugno 2026.

L'andamento dell'incertezza globale è dovuto in buona parte ai recenti avvenimenti lungo le principali rotte commerciali marittime, con effetti immediati e rilevanti sui mercati energetici globali. Lo Stretto di Hormuz – attraverso cui transitavano circa 20 milioni di barili al giorno di greggio e prodotti petroliferi, equivalenti al 20% del consumo globale giornaliero di petrolio – ha registrato un drastico calo dei volumi in seguito all'escalation del conflitto in Medio Oriente. I dati più recenti relativi ai volumi in transito per lo stretto mostrano una situazione nel complesso stabile dallo scoppio della Guerra in Medio Oriente, con un quasi totale azzeramento del numero di imbarcazioni in transito nelle acque dello stretto.

Figura 8: Volumi di beni giornalieri in transito nello stretto di Hormuz in milioni di tonnellate metriche



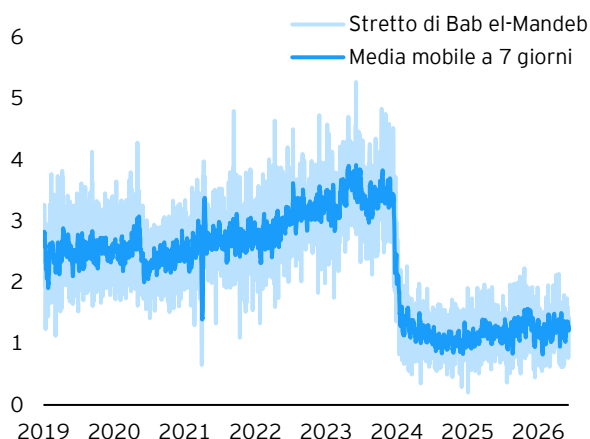
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF PortWatch. Ultimo aggiornamento: 10 giugno 2026.

Inoltre, l'esperienza recente suggerisce che la normalizzazione dei flussi commerciali attraverso le vie marittime critiche possa richiedere tempi ben più lunghi rispetto alla fine delle ostilità. Un possibile esempio è quello dello Stretto di Bab el-Mandeb, interessato dagli attacchi alle navi commerciali a partire dal 2023: a distanza di oltre due anni dall'inizio delle complicazioni, i volumi di transito rimangono attestati a circa la metà (o meno) dei livelli pre-conflitto, nonostante un progressivo miglioramento delle condizioni di sicurezza. Qualora il percorso di ripresa dello Stretto di Hormuz seguisse una traiettoria analoga, il freno alla crescita globale potrebbe persistere ben oltre la cessazione delle ostilità, con effetti duraturi sui costi di trasporto, sulle catene di fornitura e sui prezzi delle materie energetiche.<sup>7</sup>

<sup>6</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>7</sup> IMF Blog post (2026) - Global Disruptions Are Testing How the World Moves Goods and People.

Figura 9: Volumi di beni giornalieri in transito nello stretto di Bab el-Mandeb in milioni di tonnellate metriche

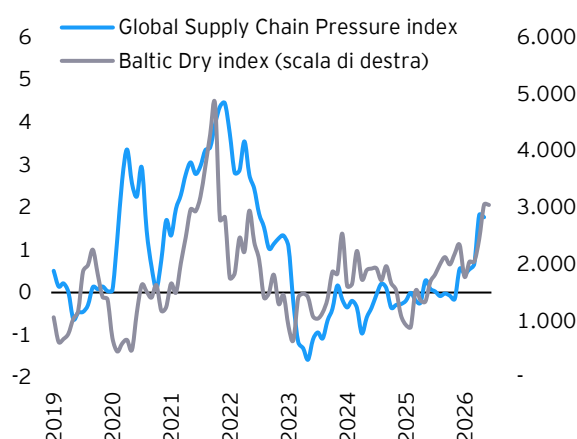


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF PortWatch. Ultimo aggiornamento: 10 giugno 2026.

Le perturbazioni lungo le principali rotte commerciali si stanno già riflettendo sulle condizioni delle catene di fornitura globali. Il Global Supply Chain Pressure Index della Federal Reserve Bank di New York e il Baltic Dry Index, due indici rappresentativi delle tensioni lungo le catene di fornitura, mostrano entrambi una ripresa rispetto ai minimi del 2023-2024, segnalando un deterioramento delle condizioni di trasporto e approvvigionamento a livello globale. L'aumento dei costi di trasporto e dei tempi di consegna comporta un aumento delle pressioni sui prezzi, rappresentando un ulteriore canale attraverso cui il conflitto potrebbe portare ad una crescita dell'inflazione nei prossimi mesi e trimestri.

Queste tensioni sulle rotte commerciali si inseriscono in un contesto in cui il commercio mondiale di beni mostrava dinamiche di crescita moderata prima dell'insorgere del conflitto, con dinamiche sostanzialmente divergenti tra economie avanzate ed economie emergenti. Queste ultime continuano a trainare l'espansione degli scambi globali, mantenendo volumi costantemente al di sopra del proprio trend di lungo periodo e mostrando un'accelerazione particolarmente marcata nel corso del 2025-2026.

Figura 10: Global Supply Chain Pressure Index e Baltic Dry Index



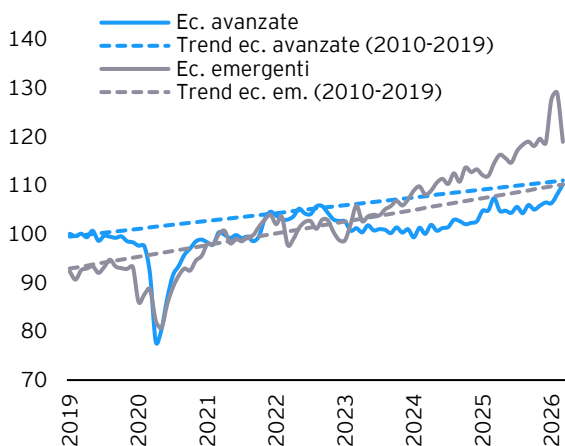
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Federal Reserve Bank of New York e Baltic Dry index. Il *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) - ovvero l'indice creato dalla NY FED per monitorare le pressioni lungo le catene di fornitura - integra una serie di metriche comunemente utilizzate con l'obiettivo di fornire una sintesi delle potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento (per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview>). Il Baltic Dry Index è un indice dei prezzi medi pagati per il trasporto di materiali su oltre 20 rotte (per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.balticexchange.com/en/index.html>). Ultimo aggiornamento: 10 giugno 2026.

Nei primi mesi del 2026, inoltre, si è registrato un aumento significativo del commercio di beni nelle economie emergenti, principalmente dovuto ad un aumento delle esportazioni della Cina, ora in rientro verso i valori precedenti. Le economie avanzate presentano invece un quadro meno dinamico: dopo la brusca contrazione del 2020 e la successiva ripresa, i volumi di commercio hanno necessitato di circa sei anni per tornare in linea con i loro valori tendenziali desumibili dall'andamento del commercio tra il 2010 ed il 2019.

Questo andamento sottotono delle economie avanzate riflette la combinazione di fattori strutturali e congiunturali già in atto prima del conflitto in Medio Oriente - tra cui la persistente debolezza della domanda interna in Europa e il rallentamento degli scambi manifatturieri - ai quali si aggiungono ora le perturbazioni generate dalla chiusura delle principali rotte marittime. Il rischio è che le interruzioni lungo le catene di fornitura e l'aumento dei costi di trasporto si traducano in una ulteriore debolezza della dinamica commerciale nelle economie avanzate,

che hanno solo negli ultimi mesi recuperato il gap rispetto al trend.

Figura 11: Commercio di beni in volume e trend lineare (2010-2019), Mondo - indice, 2021=100



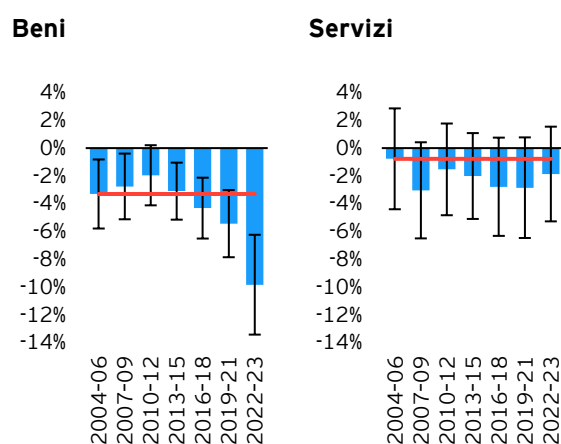
Fonte: Elaborazioni EY su dati CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. Si fa riferimento al commercio di beni. Ultimo dato disponibile: marzo 2026.

L'andamento sottotono del commercio può essere spiegato in parte anche dalle politiche commerciali protezionistiche statunitensi, che continuano a produrre effetti sull'economia globale nonostante una parziale riduzione delle aliquote tariffarie. Alcune analisi mostrano che una guerra commerciale bilaterale tra Stati Uniti e Cina genera impatti ampi e asimmetrici per entrambe le economie – con una riduzione dei consumi attorno all'1,5% negli Stati Uniti e 1,2% in Cina – mentre l'Eurozona ne beneficerebbe solo inizialmente e in modo marginale dalla diversificazione dei flussi commerciali. Tale vantaggio si rivela infatti fragile e di breve durata: quando i dazi si estendono ai beni europei, il saldo per l'Eurozona diventa negativo, e le misure protezionistiche di ritorsione produrrebbero solo miglioramenti modesti a livello locale a fronte di ulteriori perdite per i partner commerciali. Ne emerge quindi un quadro in cui i benefici per i paesi terzi sotto politiche protezionistiche bilaterali sono contingenti e transitori.<sup>8</sup>

A rafforzare questa tendenza alla frammentazione commerciale contribuisce anche il progressivo aumento della distanza geopolitica tra i paesi, misurata attraverso il grado di disaccordo nei voti all'Assemblea Generale delle Nazioni Unite. Una maggiore distanza geopolitica

ha un effetto negativo e statisticamente significativo sull'intensità degli scambi bilaterali di beni, con un impatto che si è progressivamente accentuato a partire dal 2016. Questo fenomeno riflette la tendenza alla frammentazione dell'economia globale in blocchi di influenza geopolitica distinti, con flussi commerciali che seguono sempre più le linee di allineamento politico. Da notare come tale dinamica riguardi prevalentemente il commercio di beni, mentre gli scambi di servizi non mostrano un andamento analogo, suggerendo una vulnerabilità selettiva delle catene del valore manifatturiere.<sup>9</sup>

Figura 12: Impatto della "distanza" geopolitica sul commercio bilaterale



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales, Fondo Monetario Internazionale. La linea rossa rappresenta il valore 2004-2006.

In questo scenario globale già fragile, l'entità dell'impatto economico definitivo della guerra dipenderà in modo determinante dalla durata del conflitto e dalla velocità di normalizzazione delle forniture di materie prime quali petrolio e gas. Nell'ipotesi di una conclusione effettiva delle ostilità a seguito dell'accordo del 15 giugno, le forniture potrebbero riprendere regolarmente nel breve-medio periodo, con conseguente riduzione dei costi delle materie prime energetiche. Nell'ipotesi, invece, di complicazioni, è interessante prendere a riferimento lo scenario avverso e severo definito dal Fondo Monetario Internazionale, per quantificare i possibili effetti di un aumento del prezzo del greggio. Nello specifico, nel suo ultimo World Economic Outlook,

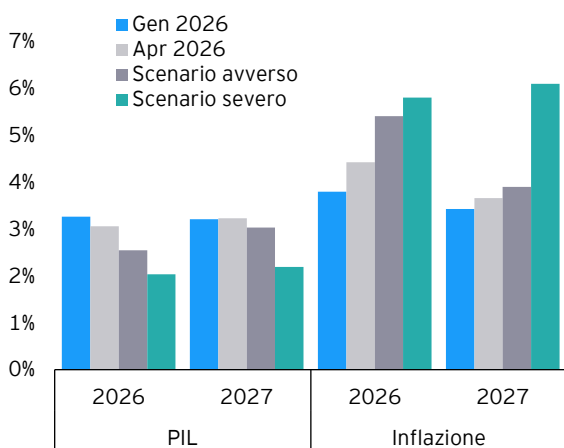
<sup>8</sup> Darracq Pariès, M., Eyquem, A., & Jouvanceau, V. (2026). The third-country effects of trade wars (ECB Working Paper No. 3213). European Central Bank.

<sup>9</sup> Li, R., et al. (2025). Geopolitical distance and bilateral trade, International Monetary Fund. (2026). World Economic Outlook, Box 1.2, Figure 1.2.3.

il FMI definisce uno scenario avverso caratterizzato da (i) un aumento del prezzo fino a circa 100 \$/bbl a metà 2026 e 75 \$/bbl nel 2027, (ii) un aumento dei prezzi del gas per Europa e Asia del 160% rispetto alla baseline, (iii) un aumento delle aspettative di inflazione nelle economie avanzate, e (iv) un inasprimento moderato delle condizioni finanziarie; in questo contesto la crescita globale si ridurrebbe di 0,8 punti percentuali, attestandosi al 2,5% nel 2026, con un'inflazione al 5,4%.

Lo scenario severo ipotizza invece (i) un aumento del prezzo del petrolio fino a circa 110 \$/bbl nel 2026 e 125 \$/bbl nel 2027, (ii) un aumento delle quotazioni del gas del 200% per Europa e Asia rispetto alla baseline, (iii) un aumento più marcato delle aspettative di inflazione, (iv) e un inasprimento significativo delle condizioni finanziarie, incluso un aumento dei tassi della Federal Reserve di 50 punti base nel 2026 e 100 nel 2027; in questo caso la crescita globale si ridurrebbe di 1,3 punti percentuali nel 2026, sfiorando la soglia di recessione tecnica globale (sotto al 2%), e di un ulteriore punto percentuale nel 2027, con l'inflazione che raggiungerebbe il 5,8% nel 2026 e il 6,1% nel 2027.<sup>10</sup>

Figura 13: Crescita mondiale e inflazione in diversi scenari



Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

Con specifico riferimento all'Europa, questo scenario severo assume contorni particolarmente preoccupanti data la strutturale dipendenza energetica della regione. In presenza di uno shock

dell'offerta energetica persistente combinato a un inasprimento delle condizioni finanziarie, l'UE potrebbe avvicinarsi alla recessione, con l'inflazione prossima al 5%. Come visto precedentemente, le previsioni di riferimento dell'OCSE proiettano già una crescita dell'Eurozona allo 0,8% nel 2026, in modo simile a quanto atteso dalla Commissione Europea (0,9%).<sup>11</sup> La vulnerabilità strutturale alla dipendenza energetica rappresenta il principale canale di trasmissione degli effetti in Europa di una crisi più profonda in Medio Oriente.<sup>12</sup>

Gli effetti della guerra sul piano economico presentano delle eterogeneità tra i paesi: se i produttori di petrolio – tra cui Stati Uniti, Canada, Brasile e Colombia – beneficiano del rialzo dei prezzi energetici attraverso un rafforzamento della bilancia dei pagamenti ed un miglioramento delle finanze pubbliche, le economie fortemente dipendenti dalle importazioni di energia subiscono invece un impatto negativo sull'attività economica. Un elemento in comune tra i diversi paesi resta tuttavia la dinamica del livello dei prezzi, considerato che il prezzo delle materie prime energetiche è stabilito su mercati globali: l'aumento dei costi di carburante, trasporti e beni alimentari è atteso infatti tradursi in pressioni inflazionistiche diffuse, con ricadute più significative sulle famiglie a più basso reddito.<sup>13</sup>

Una ulteriore analisi di scenario svolta dall'OCSE conferma come gli effetti di una guerra prolungata possano essere significativi sull'economia mondiale. Nello scenario avverso ("prolonged disruption"), l'OCSE assume che le interruzioni all'offerta energetica dei Paesi del Golfo persistano fino alla seconda metà del 2027, con prezzi di petrolio, gas e fertilizzanti superiori del 50% rispetto allo scenario base tra il terzo trimestre del 2026 e il terzo trimestre del 2027. A questo shock sui prezzi si accompagnano inoltre razionamenti energetici e ulteriori disfunzioni delle catene di fornitura, un aumento del tasso di risparmio delle famiglie di 1 punto percentuale, un calo dei corsi azionari del 15%, un incremento dei premi per il rischio sugli investimenti pari a 75 punti base nelle economie avanzate e a 100 punti base nelle economie emergenti, oltre a un aumento di 50 punti base del *term premium* sui titoli pubblici a lungo termine.

<sup>10</sup> Gourinchas, P.-O. (2026, 14 aprile). War darkens global economic outlook and reshapes policy priorities. IMF Blog. International Monetary Fund.

<sup>11</sup> European Commission, Spring 2026 Economic Forecast.

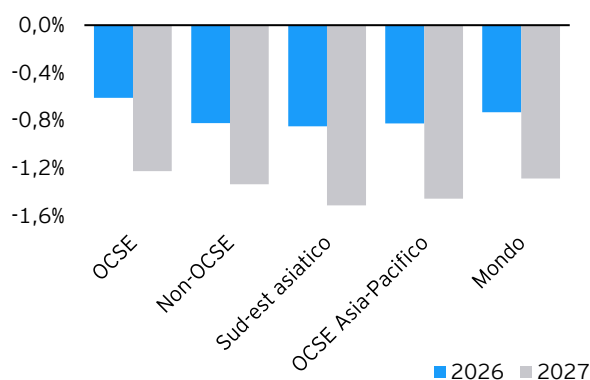
<sup>12</sup> Kammer, A. (2026, 17 aprile). Reforming Europe under pressure. IMF Blog. International Monetary Fund.

<sup>13</sup> Chalk, N. (2026, 17 aprile). The Middle East war will have an uneven impact on the Western Hemisphere. IMF Blog. International Monetary Fund.

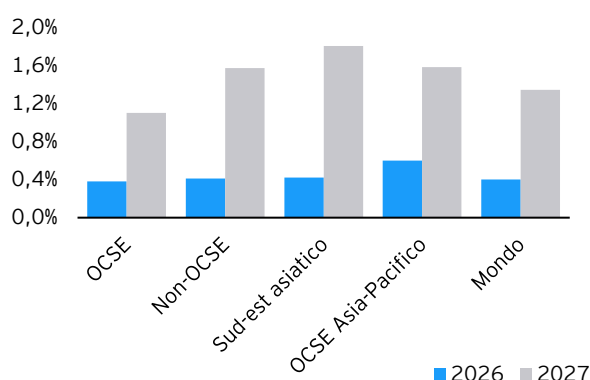
In questo contesto, si stima una riduzione della crescita del PIL mondiale di 0,7 punti percentuali nel 2026 e di 1,3 punti percentuali nel 2027 rispetto allo scenario baseline, portandosi al 2,1% nel 2026 e all'1,8% nel 2027; allo stesso tempo, l'inflazione globale aumenterebbe di ulteriori 0,4 punti percentuali nel 2026 e 1,3 punti percentuali nel 2027. L'OCSE segnala inoltre che gli investimenti delle imprese risulterebbero inferiori di circa il 5% entro la seconda metà del 2027 rispetto allo scenario base, mentre il prodotto potenziale all'inizio del 2028 sarebbe compreso tra 1% e 1,5% al di sotto del livello associato allo scenario di base. Gli effetti sarebbero particolarmente marcati in molte economie asiatiche.<sup>14</sup>

Figura 14: Effetto sulla crescita del PIL e sulla crescita del livello dei prezzi nello scenario "prolonged disruption"

### Crescita del PIL



### Inflazione



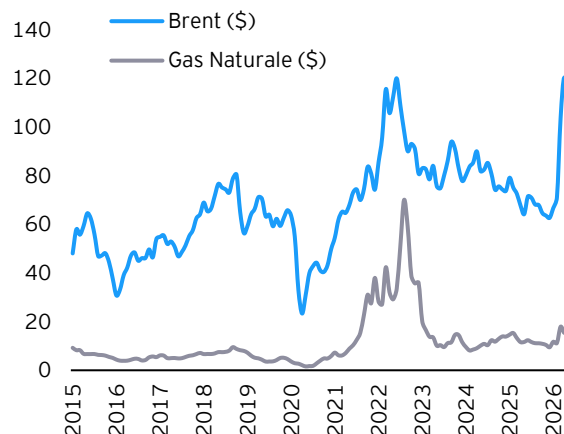
Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE).

L'analisi dei dati circa l'andamento dei prezzi dell'energia ci offre un quadro sulla situazione attuale e sugli effetti della crisi in Medio Oriente sulle quotazioni delle principali commodities.

Il prezzo del Brent ha registrato una quotazione media pari a 67 \$/bbl<sup>15</sup> a gennaio 2026 e 71 \$/bbl a febbraio 2026. A marzo, in seguito all'escalation del conflitto, la quotazione media è salita a 104 \$/bbl (+46% rispetto al mese precedente), superando per la prima volta la soglia dei 100 dollari al barile dall'inizio dell'anno. Gli ultimi dati disponibili per aprile e maggio indicano un ulteriore rialzo seguito da un leggero rientro (rispettivamente 120 \$/bbl e 107 \$/bbl).

In riferimento al gas naturale quotato sul mercato europeo (TTF), questo ha registrato a gennaio 2026 un valore pari a 12 \$/mmbtu e a febbraio 11 \$/mmbtu,<sup>16</sup> in leggera riduzione. A marzo le quotazioni hanno raggiunto i 18 \$/mmbtu (+59% rispetto al mese precedente), riflettendo l'impatto diretto delle perturbazioni dell'offerta energetica. Nei mesi di aprile e maggio, le quotazioni hanno raggiunto rispettivamente i 15 \$/mmbtu e 16 \$/mmbtu.

Figura 15: Prezzi delle materie energetiche (\$)



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: maggio 2026.

I prezzi dei beni agricoli hanno mostrato un andamento complessivamente stabile nel primo trimestre 2026, con l'indice dei prezzi dei beni

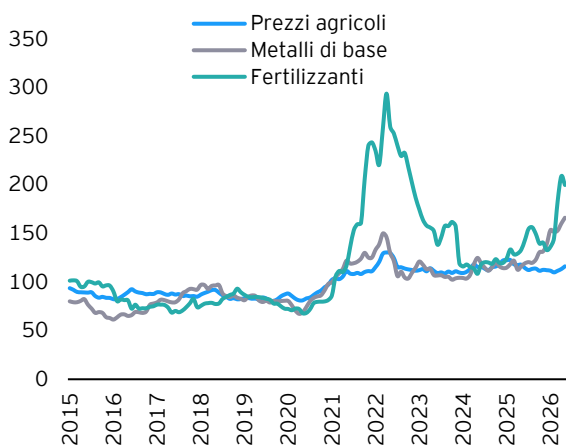
<sup>14</sup> OECD Economic Outlook, 3 June 2026, Under pressure, Volume 2026/1, No. 119.

<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.

agricoli della Banca Mondiale (2010=100) attestato intorno a 111. Nei mesi di aprile e maggio, tuttavia, i prezzi agricoli hanno continuato a segnare una crescita (+1,6% ad aprile rispetto a marzo e +2,5% a maggio rispetto ad aprile). L'andamento dei prezzi agricoli è anche legato all'andamento dei prezzi dei fertilizzanti, anch'essi in crescita negli ultimi mesi e solo in leggera contrazione nel mese di maggio (-4,3% rispetto al mese precedente). La Banca Mondiale stima un aumento complessivo dei prezzi dei fertilizzanti del 31% nel 2026, con l'urea in rialzo del 60%, portando a potenziali ricadute sui raccolti futuri e sulla sicurezza alimentare globale.<sup>17</sup>

Figura 16: Indice dei prezzi agricoli, metalli di base e fertilizzanti (2010=100)



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Banca Mondiale. Ultimo dato disponibile: maggio 2026.

Infine, i prezzi dei metalli di base continuano lungo un percorso di crescita significativo: nel primo trimestre 2026 l'indice ha raggiunto quota 152,5 (2010=100), in rialzo del 29% rispetto allo stesso periodo del 2025, con un ulteriore +4,7% ad aprile, e +3,8% a maggio. La Banca Mondiale prevede che i principali metalli di base supereranno le quotazioni massime nel 2026 (con riferimento alle serie storiche pubblicate), sostenuti dalla domanda strutturale legata alla transizione energetica, al potenziamento delle reti elettriche e all'espansione dei datacenter a seguito dello sviluppo dell'intelligenza artificiale.

Dal lato dell'offerta, il divieto imposto da Stati Uniti e Regno Unito alla negoziazione di nuova produzione russa di alluminio, rame e nichel sulle principali borse dei metalli da aprile 2024, nonché l'accumulo precauzionale di scorte in alcuni paesi, hanno contribuito a creare scarsità relativa sui mercati internazionali.

Un ulteriore fattore di rischio inflazionistico è rappresentato dalle terre rare, materiali strategici essenziali per la produzione di componenti avanzati in settori quali automotive, elettronica, semiconduttori e difesa, la cui catena di approvvigionamento è dominata dalla Cina in tutte le fasi critiche di raffinazione e produzione.

Nel 2025 la Cina ha imposto controlli sulle esportazioni di terre rare in due distinte occasioni – aprile e ottobre – in risposta all'escalation delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, segnalando la propria capacità di utilizzare questa leva come strumento geopolitico. Alcune simulazioni indicano che restrizioni parziali della durata di 18 mesi determinerebbero perdite di output negli Stati Uniti comprese tra lo 0,3% e lo 0,6%, con pressioni inflazionistiche sia negli USA che nell'Eurozona derivanti dall'aumento dei costi di produzione a monte e dalla scarsità di input a valle; in scenari più estremi, con un blocco quasi totale delle esportazioni e bassa sostituibilità, le perdite potrebbero raggiungere il 2%.<sup>18</sup>

Il tema delle terre rare si lega anche allo sviluppo e alla diffusione dell'Intelligenza Artificiale (IA) e dell'infrastruttura ad essa connessa. Si pensi a questo proposito che la sola spesa negli USA per *datacenter* ha superato i 500 miliardi di dollari nel corso del 2025, con piani di espansione della capacità computazionale che puntano a un'ulteriore accelerazione verso il 2030; le principali imprese del settore tecnologico globale (i cosiddetti "Magnificent Seven")<sup>19</sup> prevedono investimenti in conto capitale che raggiungeranno i 1.100 miliardi di dollari nel 2027, a tassi di crescita superiori agli utili operativi.<sup>20,21</sup>

<sup>17</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>.

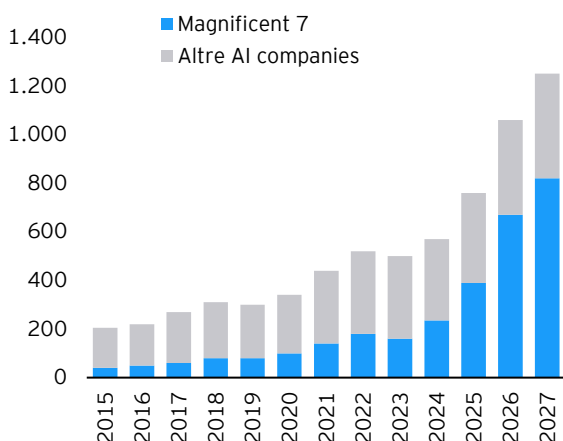
<sup>18</sup> Aguilar, P., Darracq Pariès, M., Jouvanceau, V., Meunier, B., & Spital, T. (2025). Global implications of export controls on rare earths: A model-based assessment (ECB Occasional Paper Series No. 384). European Central Bank.

<sup>19</sup> Si fa riferimento a NVIDIA, Microsoft, Alphabet, Amazon, Apple, Meta e Tesla.

<sup>20</sup> de Soyres, F., Haag, A., Liu, M., & Van Leemput, E. (2026, 13 febbraio). *The global trade effects of the AI infrastructure boom*. FEDS Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>21</sup> OECD. (2026). *OECD economic outlook, volume 2026, issue 1: Preliminary version*. OECD Publishing.

Figura 17: CAPEX delle "Magnificent 7" e altre AI companies - miliardi di dollari



Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. Le "Magnificent 7" comprendono Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla. Le altre "AI companies" sono identificate sulla base degli exchange-traded funds di iShares e Xtrackers focalizzati su imprese operanti nel settore dell'intelligenza artificiale a dicembre 2025. Le proiezioni per il 2026 e il 2027 sono aggiornate al 20 maggio 2026.

La costruzione di questa infrastruttura pone le basi per un aumento della domanda di energia elettrica, semiconduttori e terre rare, rendendo le catene di approvvigionamento di questi materiali un elemento critico per la sostenibilità del ciclo di investimento in Intelligenza Artificiale. Questo fenomeno ha una rilevanza significativa anche in termini di crescita delle economie che adottano questa tecnologia nel medio-lungo termine. Il commercio mondiale di prodotti relativi all'IA è già cresciuto a ritmi nettamente superiori rispetto agli scambi di merci nel loro complesso a partire dal 2023, con effetti redistributivi concentrati soprattutto in Asia – le esportazioni di beni relativi all'IA da Taiwan verso gli Stati Uniti hanno raggiunto circa il 14% del PIL nazionale nel secondo trimestre del 2025 – mentre il contributo europeo rimane marginale.<sup>22</sup> Inoltre, l'IA è attesa avere anche un effetto sulla crescita tramite un aumento della produttività. Nello specifico la Banca Mondiale ha elaborato tre scenari illustrativi che quantificano le possibili traiettorie della produttività totale dei fattori tra il 2026 e il 2039. In uno scenario intermedio, che

<sup>22</sup> de Soyres, F., Haag, A., Liu, M., & Van Leemput, E. (2026, 13 febbraio). *The global trade effects of the AI infrastructure boom*. FEDS Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>23</sup> World Bank. (2026, giugno). *Global economic prospects, June 2026*. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.

corrisponde al punto mediano delle stime presenti in letteratura, la TFP crescerebbe di 0,6 punti percentuali l'anno rispetto alla baseline; uno scenario più ottimistico ipotizza un incremento di 1,0 punti percentuali annui, in presenza di una diffusione ampia e di ulteriori progressi nelle capacità dei modelli; infine, nello scenario trasformativo – che replica il periodo decennale storicamente più favorevole alla produttività globale – la TFP a livello globale potrebbe crescere di circa il 2,7% l'anno, invertendo il rallentamento degli ultimi vent'anni.<sup>23</sup>

Nel complesso, la situazione geopolitica ed economica rimane complessa e potenzialmente in peggioramento a causa del nuovo conflitto con l'Iran. Ad elementi strettamente congiunturali si affiancano delle tendenze di lungo termine, tra cui gli investimenti e la diffusione dell'Intelligenza Artificiale. Gli effetti complessivi delle dinamiche di breve termine e di lungo termine sull'economia globale risentono di un elevato grado di incertezza, dell'andamento delle quotazioni delle materie prime, 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 primo trimestre del 2026 una crescita annualizzata<sup>24</sup> dell'1,6% dopo una crescita congiunturale dello 0,5% nel quarto trimestre dell'anno precedente. Questa crescita è dovuta principalmente al contributo positivo dei consumi privati e degli investimenti (rispettivamente, 1,0 e 1,2 punti percentuali), mentre la domanda estera ha contribuito negativamente alla crescita complessiva (-1,3 punti percentuali).<sup>25</sup>

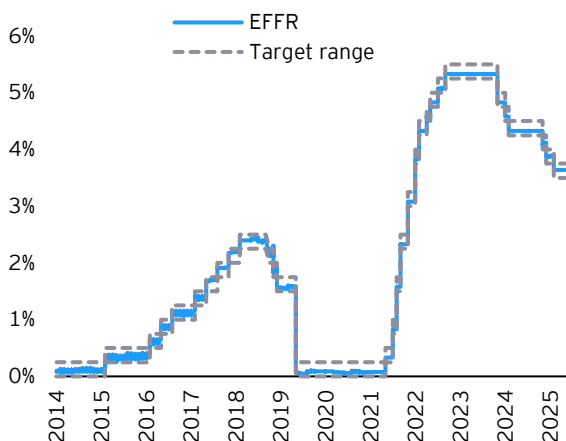
In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti continua a

<sup>24</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

<sup>25</sup> GDP (Second Estimate) and Corporate Profits, 1st Quarter 2026, <https://www.bea.gov/news/2026/gdp-second-estimate-and-corporate-profits-1st-quarter-2026>.

registrare valori superiori all'obiettivo di stabilità dei prezzi designato dalla Federal Reserve (2,0%), con un tasso di inflazione pari al 4,2% a maggio 2026, in forte accelerazione rispetto al dato di febbraio (2,4%). Una dinamica analoga si registra per il Personal Consumption Expenditure (PCE) Price Index, in crescita rispetto al dato di febbraio e marzo.<sup>26</sup>

Figura 18: 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 del raggiungimento di un possibile accordo a conclusione della guerra tra USA e Iran, la Federal Reserve ha deciso, nel suo ultimo incontro del 17 giugno, di mantenere i tassi di interesse invariati all'interno di un range tra il 3,50% ed il 3,75%.<sup>27</sup> Nonostante l'accelerazione della crescita del livello dei prezzi, le proiezioni economiche rilasciate nell'incontro indicano una crescita del PCE al 3,6% nel 2026 e 2,3% nel 2027, valore più in linea con il target della banca centrale.<sup>28</sup> L'incontro del 17 giugno rappresenta il primo incontro dall'insediamento del nuovo presidente della Federal Reserve, Kevin Warsh, presidente che è atteso dare una direzione alla politica monetaria statunitense diversa rispetto a quanto sperimentato con la precedente amministrazione.

<sup>26</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/data/personal-consumption-expenditures-price-index>.

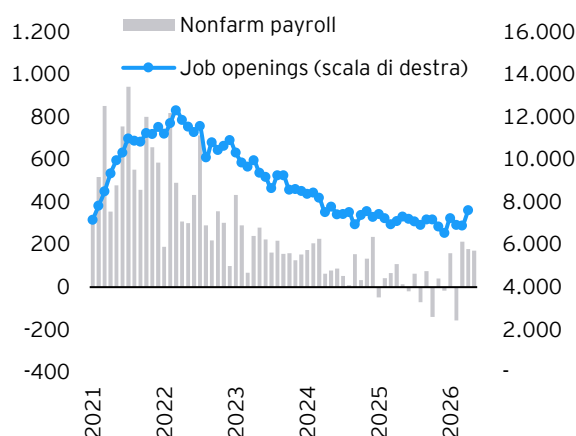
<sup>27</sup> Federal Reserve issues FOMC statement, 17 June 2026, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20260617a.htm>.

<sup>28</sup> Federal Reserve Board and Federal Open Market Committee release economic projections from the June 16-17 FOMC meeting. Per

In ogni caso, la scelta di politica monetaria della Federal Reserve si inserisce in un contesto di andamento economico segnato apparentemente da una dinamica positiva. 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.

In relazione al mercato del lavoro, questo appare in miglioramento. Ad aprile la crescita del numero di occupati è stata pari a 172.000 unità, dopo una crescita di 179.000 unità nel mese precedente. A questo si unisce l'andamento della crescita dei nuovi posti di lavoro (*job openings*), anche se nel complesso i valori sono in linea con quelli dei mesi precedenti. Il tasso di disoccupazione rimane sostanzialmente stabile intorno al 4%.<sup>29</sup>

Figura 19: 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 marzo 2026 la spesa per consumi abbia segnato una accelerazione

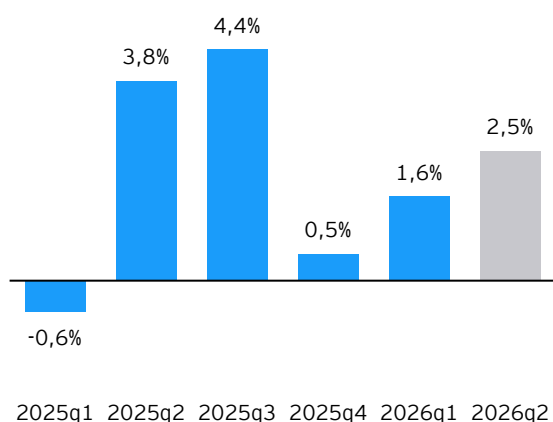
maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20260617.pdf>.

<sup>29</sup> Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>.

rispetto al mese precedente (1,0%), dopo una crescita positiva ma lievemente più attenuata (0,7%) nel mese di febbraio.<sup>30</sup> La crescita nel mese di marzo è attribuibile ad una dinamica positiva dei consumi di beni (2,2% rispetto al mese precedente, per un contributo alla crescita dei consumi di 0,7 punti percentuali) e ad una crescita più debole del consumo dei servizi (0,4% a cui corrisponde un contributo positivo pari a 0,3 punti percentuali).

L'attività del comparto industriale e manifatturiero si mostra debole: il primo registra, ad aprile 2026, una crescita (0,7%) rispetto al mese precedente (dopo una contrazione dello 0,3% a marzo 2026 e ad una crescita dello 0,6% a febbraio); una dinamica simile si registra anche per il comparto manifatturiero, che nel mese di aprile registra una crescita dello 0,6%, dopo una sostanziale stasi nel mese precedente (0,1%). In termini tendenziali la produzione industriale e la produzione manifatturiera mostrano un andamento incoraggiante, con una crescita rispettivamente dell'1,4% e 1,3%.<sup>31</sup>

Figura 20: 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: 8 giugno 2026.

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal

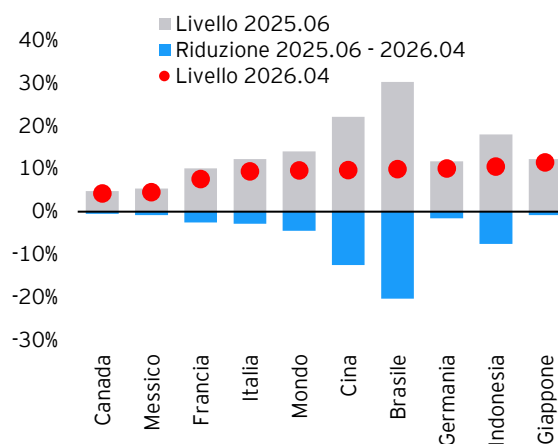
<sup>30</sup> Personal Income and Outlays, April 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2026/personal-income-and-outlays-april-2026>.

<sup>31</sup> Industrial Production and Capacity Utilization, April 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/g17/current/default.htm>.

Reserve Bank di New York di giugno 2026 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra lo 0,1% ed il 3,3%, con una mediana dell'1,8%,<sup>32</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 secondo trimestre del 2026, un tasso di crescita annualizzato<sup>33</sup> del 2,5%.<sup>34</sup>

Figura 21: Variazione dell'aliquota tariffaria media effettiva per principali paesi



Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE).

Nel commentare l'economia statunitense è importante considerare le recenti evoluzioni di politica commerciale, che rappresentano un ulteriore fattore di incertezza per l'economia statunitense e mondiale. Nell'ultimo periodo, infatti, si è assistito ad una riduzione della aliquota media effettiva in numerosi paesi applicata dalla nuova amministrazione statunitense, il che può portare ad un parziale miglioramento e supporto dell'andamento del commercio.

<sup>32</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>33</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

<sup>34</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

## Regno Unito

Nel Regno Unito si è registrata una crescita dello 0,6% nel primo trimestre del 2026, successiva ad una crescita dello 0,2% in entrambi i due trimestri precedenti.

La performance del primo trimestre del 2026 è dovuta principalmente ad una crescita dei consumi privati (0,6%, dopo una sostanziale stagnazione nei quattro trimestri precedenti), e ad un contributo positivo degli investimenti.<sup>35</sup>

I dati a più alta frequenza mostrano segnali contrastanti: dopo una crescita nei mesi di marzo e aprile 2026 (rispettivamente 0,5% e 0,3% rispetto ai mesi precedenti), il settore dei servizi a maggio ha registrato una contrazione pari a -0,2% rispetto al mese precedente.<sup>36</sup>

Il settore delle costruzioni si mostra sostanzialmente in stasi nel mese di aprile, con una crescita dello 0,1%, dopo una crescita dell'1,5% e dello 0,5% rispettivamente nel mese di marzo e nel mese di febbraio.<sup>37</sup> In direzione simile l'industria, che nel mese di aprile ha registrato una stasi (0,0%) successiva ad una contrazione dello 0,2% a marzo e ad una crescita dello 0,3% a febbraio.<sup>38</sup>

Infine, in riferimento all'andamento dei prezzi, a maggio il tasso di inflazione è stato pari al 2,8%, in linea con quanto registrato ad aprile, e in calo rispetto a quanto registrato a marzo (3,3%). Il tasso di inflazione core rimane anch'esso elevato e sostanzialmente stabile rispetto al mese precedente (2,6% a maggio, dopo un tasso al 2,5% ad aprile e 3,1% a marzo).<sup>39</sup>

## Cina

L'andamento dell'economia cinese mostra dei segnali di rallentamento. Questo processo non fa riferimento solo alla crescita del PIL degli ultimi anni o alle previsioni per il 2027 (l'OCSE nel suo ultimo Economic Outlook stima una crescita del 4,5% per il 2026 e 4,3% nel 2027), ma rappresenta una tendenza di lungo termine in atto

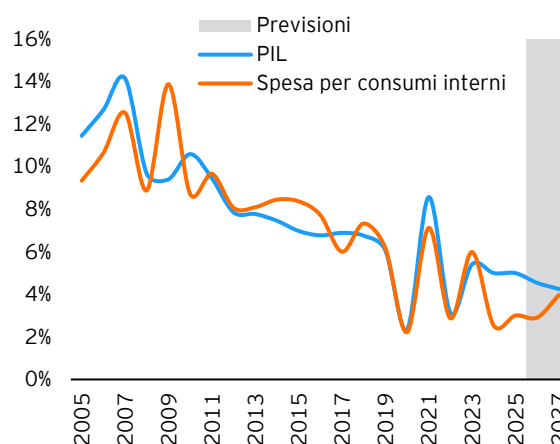
<sup>35</sup> GDP first quarterly estimate, UK: January to March 2026, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/januarytomarch2026>.

<sup>36</sup> Office for National Statistics, Index of Services, UK: April 2026, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/april2026>.

<sup>37</sup> Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: April 2026, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/april2026>.

dal periodo successivo alla crisi finanziaria (2008).

Figura 22: PIL, Cina - var. %



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati e previsioni OCSE. Spesa per consumi interni: spesa per l'acquisto di beni e servizi per uso finale.

Analizzando gli ultimi dati, l'economia cinese mostra una variazione del PIL nel primo trimestre del 2026 del 5,0% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 4,5% e 4,8% rispettivamente nel quarto e terzo trimestre dell'anno precedente. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, il PIL ha registrato un incremento nel primo trimestre dell'1,3%, dopo una crescita dell'1,2% e 1,1% rispettivamente nel quarto e terzo trimestre del 2025.<sup>40</sup>

Il comparto industriale è in rallentamento rispetto ai mesi precedenti: nel mese di aprile, infatti, la produzione industriale ha registrato un incremento, rispetto al valore dell'anno precedente, del 4,1%, dopo aver registrato a marzo una crescita del 5,7%. La crescita sperimentata ad aprile rappresenta la crescita più

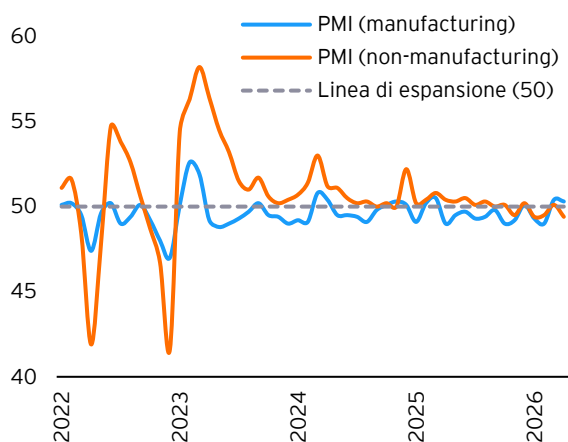
<sup>38</sup> Office for National Statistics, Index of Production, UK: April 2026, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/april2026>.

<sup>39</sup> Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: May 2026, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/may2026>.

<sup>40</sup> Preliminary Accounting Results of GDP for the First Quarter of 2026, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202604/t20260420\\_1963362.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202604/t20260420_1963362.html).

bassa registrata nell'ultimo anno, seguita dal 4,8% registrato a novembre dell'anno precedente.<sup>41</sup>

Figura 23: 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: maggio 2026.

In riferimento alle attese degli operatori del comparto manifatturiero e non manifatturiero, l'indice PMI (Purchasing Managers' 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>42</sup>

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione degli investimenti del 13,7% nei primi quattro mesi del 2026 rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.<sup>43</sup>

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita degli investimenti nei primi quattro mesi del 2026 è negativa, con una contrazione dell'1,6%, in peggioramento rispetto all'analisi cumulata dei mesi gennaio-febbraio e gennaio-marzo (crescita

rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente pari all'1,8% e 1,7%).<sup>44</sup>

In riferimento alle vendite al dettaglio, nel mese di aprile si è registrata una sostanziale stasi (0,2%) dopo una crescita più sostenuta nel mese precedente (1,7%); questa crescita rappresenta il dato più debole negli ultimi dodici mesi, a dimostrazione di un mercato interno non particolarmente dinamico.<sup>45</sup>

Dal punto di vista del commercio estero, le esportazioni hanno registrato, ad aprile 2026, una crescita tendenziale del 9,8% a fronte di un aumento delle importazioni del 20,6%.<sup>46</sup>

Sulla base delle informazioni riportate è possibile affermare che l'economia cinese stia sperimentando un rallentamento della crescita economica sempre più visibile nei dati.

Dal punto di vista monetario è da considerare come i tassi di interesse di politica monetaria continuano 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 maggio 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>47</sup>

Il rallentamento dell'economia cinese è atteso proseguire, evidenziando la necessità di una riforma del modello di crescita. Tra le principali sfide da considerare rientrano quelle demografiche (l'invecchiamento della popolazione ridurrà la forza lavoro),<sup>48</sup> il

<sup>41</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>42</sup> Purchasing Managers' Index for May 2026, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202606/t20260601\\_1963851.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202606/t20260601_1963851.html).

<sup>43</sup> Investment in Real Estate Development from January to April 2026, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202605/t20260519\\_1963758.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202605/t20260519_1963758.html).

<sup>44</sup> Investment in Fixed Assets from January to April 2026, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202605/t20260519\\_1963759.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202605/t20260519_1963759.html).

<sup>45</sup> Total Retail Sales of Consumer Goods from January to April 2026, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202605/t20260519\\_1963757.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202605/t20260519_1963757.html).

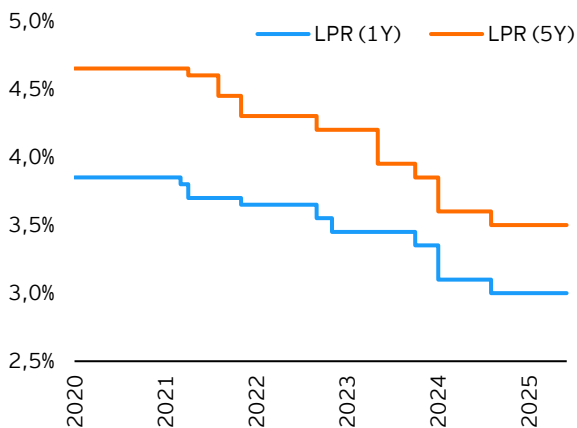
<sup>46</sup> Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La variazione annuale delle esportazioni si attesta al +14,1% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al +25,3%.

<sup>47</sup> Per maggiori informazioni, <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

<sup>48</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.

rallentamento della crescita della produttività (considerata la sua transizione verso lo status di economia avanzata),<sup>49</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 24: Loan Prime Rate (LPR) ad 1 e 5 anni, Cina



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

Il contesto internazionale si mostra, nel complesso, caratterizzato nuovamente da complesse dinamiche 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 possibili nuove pressioni inflazionistiche globali.

<sup>49</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.

# Il quadro europeo

## Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali

Nel primo trimestre del 2026 si è registrata una crescita congiunturale (rispetto al trimestre precedente) dell'economia dell'Eurozona pari al -0,2%, la prima contrazione dal quarto trimestre del 2022. Sotto il profilo tendenziale (rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente), l'Eurozona ha segnato una crescita del PIL pari allo 0,3%, in forte rallentamento rispetto a quanto registrato nei trimestri precedenti (crescita media pari all'1,5% nell'ultimo anno).

Scendendo nel dettaglio dei contributi alla crescita per paese, si nota come le principali quattro economie (Germania, Francia, Italia e Spagna) abbiano registrato una crescita tendenziale positiva nell'ultimo trimestre (compresa tra lo 0,3% della Germania ed il 2,7% della Spagna). Ad avere un impatto negativo sulla crescita sono state quindi le altre economie dell'Eurozona, nello specifico l'Irlanda, che ha segnato una contrazione del 16,8%, con conseguente riduzione della crescita del PIL dell'Unione Monetaria. Questa contrazione è dovuta principalmente alla dinamica delle esportazioni di prodotti farmaceutici del paese verso gli USA, in forte contrazione e rientro verso livelli più in linea con i dati storici dopo la crescita significativa registrata a seguito dell'entrata della nuova amministrazione americana. In assenza dell'Irlanda, la crescita tendenziale (1,1%) sarebbe stata in linea con quella dei trimestri precedenti.

Figura 25: PIL e contributi per paese, Eurozona - var. % YoY e punti percentuali

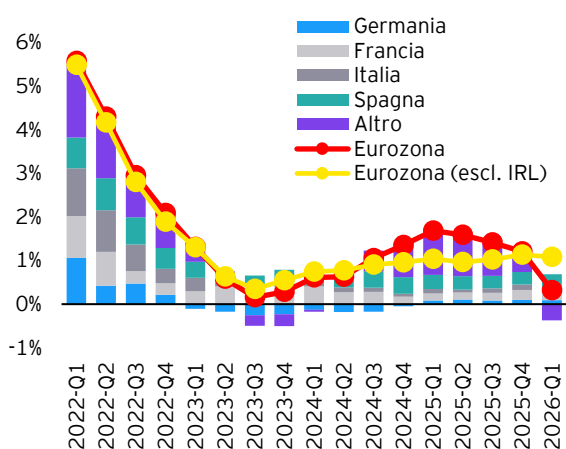
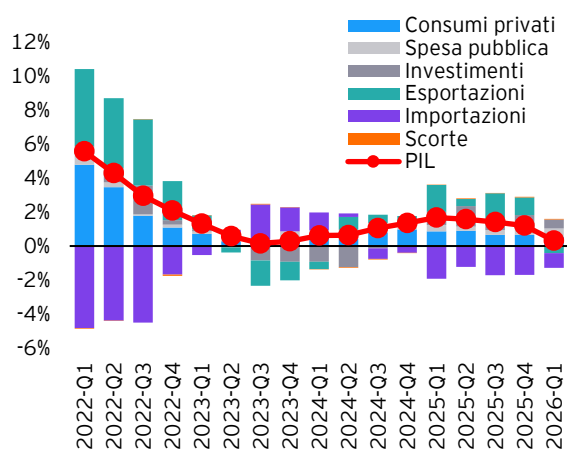


Figura 26: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat.

In riferimento alle componenti del PIL, la debole crescita tendenziale è stata il risultato di una contrazione delle esportazioni unita ad una crescita delle importazioni, con un contributo della domanda estera alla crescita pari al -1,3%, mentre hanno giocato un ruolo positivo i consumi privati e gli investimenti (crescita tendenziale rispettivamente dell'1,0% e del 2,2%).

In riferimento al comparto industriale, l'indice rappresentativo della produzione ha registrato, a marzo, una crescita congiunturale dello 0,3%, la quale fa seguito ad una crescita dello 0,2% a febbraio e ad una contrazione dello 0,8% nel mese di gennaio. Nel complesso, l'indice della produzione industriale per l'Eurozona registra ancora un valore inferiore rispetto alla media del 2021 di circa 2 punti percentuali, con un andamento sostanzialmente piatto dal 2025. Dal punto di vista tendenziale, l'indice ha segnato una contrazione del 2,7% rispetto a marzo 2025, dopo una contrazione a febbraio dello 0,9%. La contrazione

tendenziale dell'indice della produzione sembrerebbe però essere in buona parte legata all'andamento della produzione industriale in Irlanda. A questo proposito è importante tenere in considerazione il ruolo dell'Irlanda stessa all'interno delle dinamiche di produzione industriale, essendo sede di numerose multinazionali manifatturiere estere. Depurando il dato dell'andamento del comparto industriale irlandese, l'andamento dell'industria espresso dall'indice in analisi appare più positivo, ancorché in leggera contrazione.

Figura 27: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

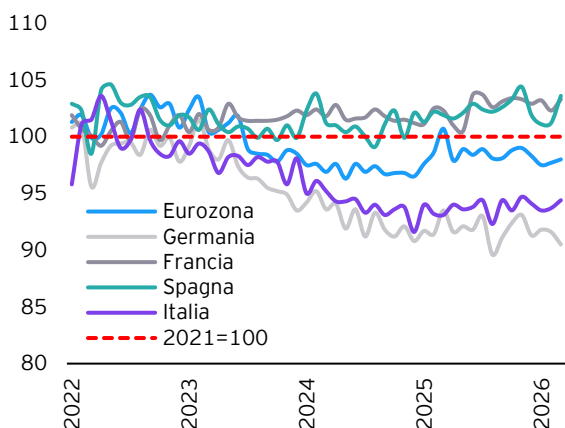
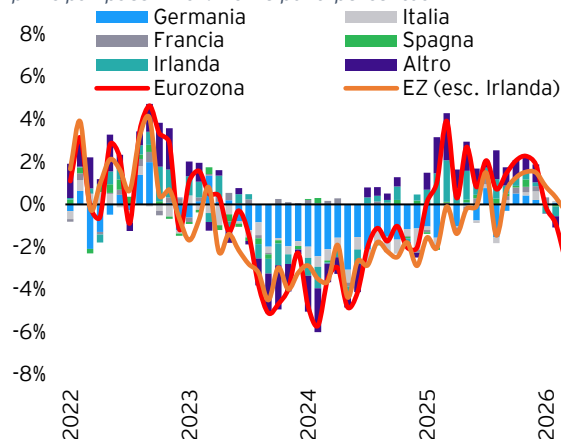


Figura 28: Produzione industriale e contributo per principali paesi - var. YoY e punti percentuali



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: marzo 2026.

Continuando ad analizzare la crescita tendenziale dell'indice della produzione industriale, e scendendo nel dettaglio delle principali categorie di beni prodotti, si nota come la contrazione sperimentata nell'Eurozona sia dovuta principalmente ad una riduzione della componente di beni di consumo (-11,6%, dopo una contrazione tendenziale a febbraio e gennaio rispettivamente del 5,0% e 5,4%) e alla riduzione della produzione di beni intermedi (-1,5%, contrazione simile a quella dei due mesi precedenti). In crescita invece la produzione di beni strumentali (crescita superiore al 2% negli ultimi tre mesi).

In riferimento ai dati congiunturali, l'analisi degli indicatori PMI<sup>50</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 o superiori alla soglia di espansione). Diverso appare invece il *sentiment* degli operatori del settore dei servizi, che hanno registrato negli ultimi mesi una riduzione della fiducia complessiva con un leggero miglioramento a maggio.

<sup>50</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.

Figura 29: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

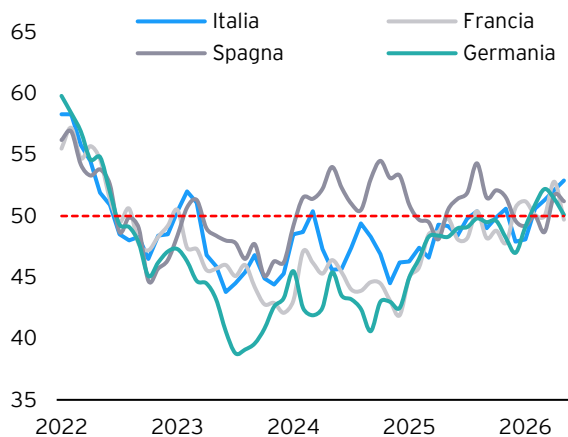
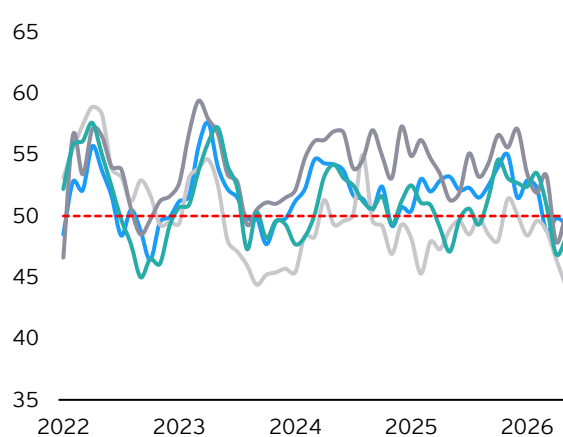


Figura 30: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



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

Nonostante la complessità del contesto geopolitico e il deterioramento di alcuni indicatori congiunturali, le probabilità di recessione per l'Eurozona rimangono contenute. Modelli *ad hoc*,<sup>51</sup> in grado di integrare condizioni macroeconomiche e finanziarie per stimare il rischio di recessione a frequenza mensile, non segnalano, allo stato attuale, un rischio concreto di contrazione dell'attività economica nell'Eurozona.

Figura 31: Probabilità di recessione in USA

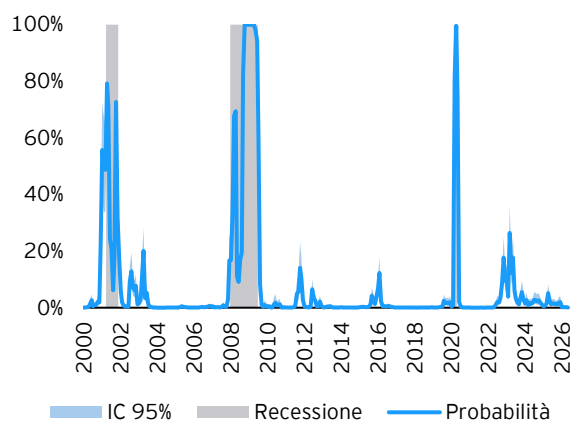
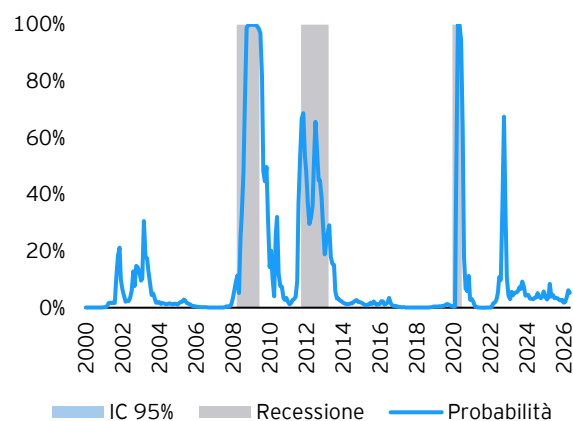


Figura 32: Probabilità di recessione in Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su Furno e Giannone (2024).

## 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 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 risulta ancora difficile avere delle informazioni chiare e definite circa i punti citati, le banche centrali sono attese mantenere un approccio *data-dependent*,

<sup>51</sup> Furno, Francesco and Giannone, Domenico, Nowcasting Recession Risk (January 22, 2024). Handbook of Research Methods and Applications in Macroeconomic Forecasting, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4706700> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4706700>.

analizzando le evoluzioni del contesto esterno e reagendo di conseguenza, anche attraverso l'uso di nuovi strumenti e modelli.<sup>52</sup>

In questo contesto, l'11 giugno 2026 la Banca Centrale Europea ha deciso per un rialzo dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria,<sup>53</sup> tenuto conto del quadro macroeconomico complessivo e dell'aumento del livello dei prezzi dovuto alla guerra in Medio Oriente; le nuove proiezioni dello staff indicano una variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo al 3,0% nel 2026, 2,3% nel 2027 e 2,0% nel 2028.<sup>54</sup> I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale<sup>55</sup> si attestano quindi rispettivamente al 2,40%, al 2,65% e al 2,25%.

Figura 33: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

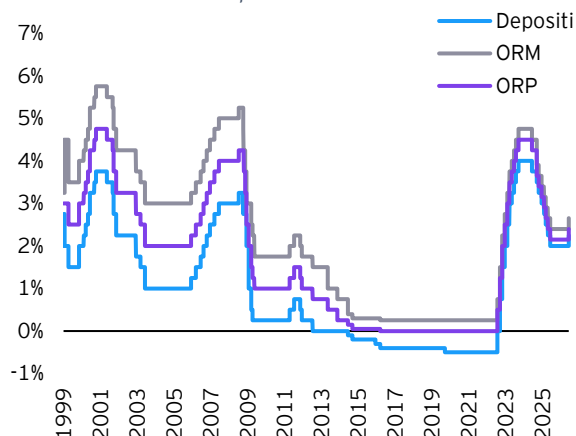
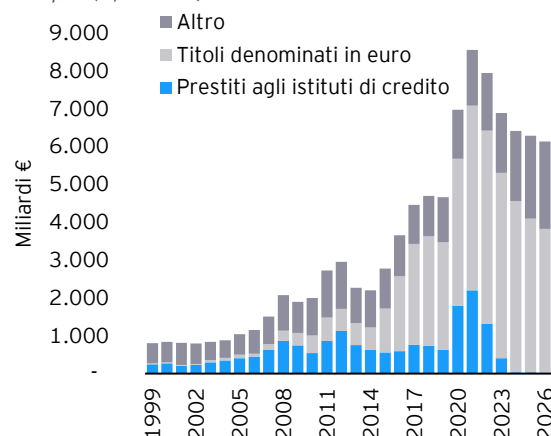


Figura 34: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Banca Centrale Europea (BCE). ORM = Operazioni di Rifinanziamento Marginale; ORP = Operazioni di Rifinanziamento Principali. 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 2026 fa riferimento al *weekly financial statement* del 9 giugno 2026.

Questa decisione e le previsioni macroeconomiche della BCE si mostrano leggermente più pessimistiche rispetto ai risultati dell'ultima ECB Survey of Professional Forecasters (maggio 2026), nella quale l'inflazione headline era attesa al 2,7% nel 2026 per poi convergere gradualmente verso il target del 2% nel medio termine. In riferimento alle aspettative sull'inflazione di fondo, anch'esse mostravano delle pressioni al rialzo nel breve periodo, con un tasso di inflazione core atteso al 2,2% nel 2026-2027, prima di un rientro verso il 2% negli anni successivi. Gli operatori si attendono inoltre un *pass-through* dello shock energetico alla componente di fondo parziale e concentrato nei servizi e nei trasporti, seppur con elevata incertezza sulla sua persistenza, sottolineando inoltre come le aspettative di inflazione di lungo termine rimangano in ogni caso ancorate all'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE (2%).<sup>56</sup>

<sup>52</sup> Arce, O., Klieber, K., Lenza, M., & Paredes, J. (2026, 21 aprile). Navigating uncertain times with the help of artificial intelligence. The ECB Blog. European Central Bank.

<sup>53</sup> ECB, Monetary policy decisions, 11 June 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260611~4d41bd5e83.en.html>.

<sup>54</sup> ECB staff macroeconomic projections for the euro area, June 2026, [https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202606\\_eurosystemstaff~a495110f8d.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202606_eurosystemstaff~a495110f8d.en.html).

<sup>55</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>56</sup> ECB Survey of Professional Forecasters, second quarter of 2026, 4 May 2026.

Figura 35: Previsioni di inflazione secondo la ECB Survey of Professional Forecasters, inflazione headline

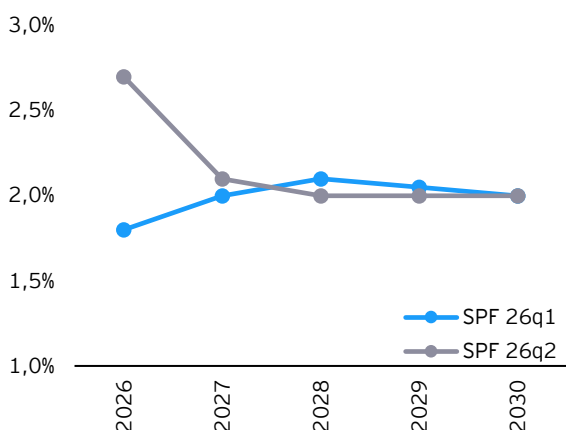
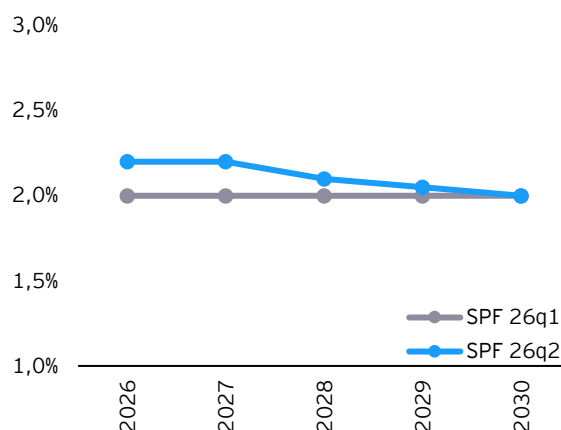


Figura 36: Previsioni di inflazione secondo la ECB Survey of Professional Forecasters, inflazione core



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

È importante ricordare, a questo proposito, che le decisioni di politica monetaria si ripercuotono sull'economia reale anche in base alla fase del ciclo economico in cui vengono adottate. Un recente studio della BCE ha mostrato che la trasmissione della politica monetaria varia considerevolmente a seconda della combinazione tra dinamica dei prezzi e di domanda: le misure restrittive risultano più efficaci nelle fasi di aumento del livello dei prezzi ed espansione economica, mentre il loro effetto tende ad attenuarsi quando l'economia si trova in una fase di rallentamento economico accompagnato da una pressione a rialzo sui prezzi. In un contesto come quello attuale, caratterizzato da incertezze sul fronte della crescita e dell'andamento dei prezzi, la conclusione precedente suggerisce che una calibrazione attenta delle decisioni di politica monetaria, sensibile alle specificità del momento ciclico, è necessaria per garantirne l'efficacia.<sup>57</sup> Inoltre, gli effetti delle scelte di politica monetaria sono attesi essere tanto maggiori quanto più significativo è lo shock (si faccia riferimento ad esempio al ciclo di rialzo dei tassi di interesse avviato dalla BCE tra il 2022 e il 2023 in risposta al forte aumento dell'inflazione). Questo suggerisce che la scelta di politica monetaria non prescinde da valutazioni dettagliate delle dinamiche esterne e dalla loro dimensione.<sup>58</sup>

Figura 37: Tasso di inflazione headline e componenti, Eurozona - var. % YoY

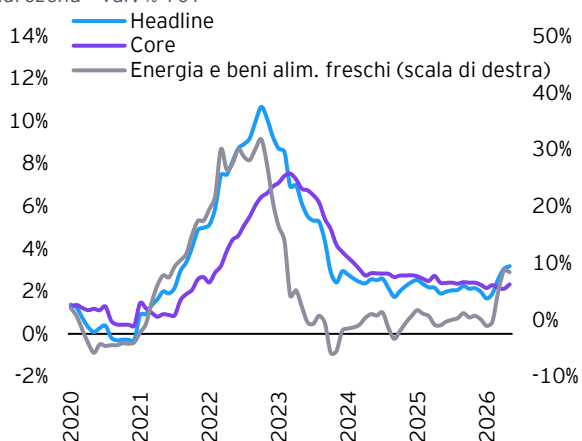
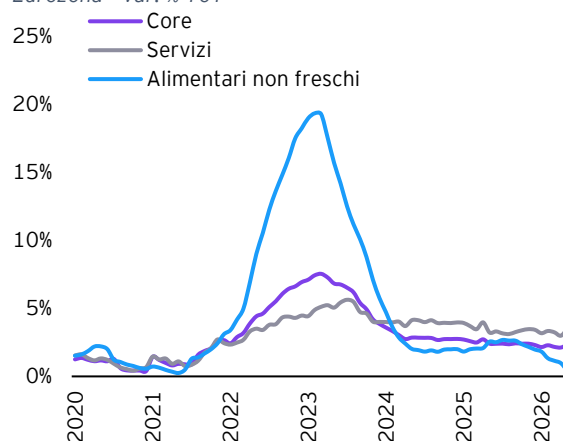


Figura 38: Tasso di inflazione core e componenti, Eurozona - var. % YoY



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: maggio 2026.

<sup>57</sup> Cardamone, D., & De Santis, R. A. (2025). Understanding the inflation-output relationship across business cycle phases. ECB Working Paper Series, No. 3175. European Central Bank.

<sup>58</sup> Bobasu, A., Ciccarelli, M., Grimaud, A., Mandler, M., & Zlobins, A. (2026, 13 aprile). Why monetary policy hits harder after big shocks. The ECB Blog. European Central Bank.

Gli effetti della guerra in Medio Oriente si registrano sull'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'Eurozona. L'inflazione headline a maggio 2026 è stata pari al 3,2%, dopo il 3,1% registrato nel mese precedente, dinamica che è attribuibile quasi completamente all'aumento dei prezzi dell'energia. In leggero aumento anche la componente core (cioè al netto dell'energia e degli alimentari freschi).

La componente core (2,3% a maggio, dopo il 2,1% del mese precedente) ha registrato un aumento dovuto principalmente alla sua componente di servizi, che continua ad esercitare un contributo positivo alla crescita dell'inflazione di fondo. È importante notare come l'andamento della componente di fondo continui a mostrare una elevata persistenza, se si considera che tra il 2024 ed oggi la crescita media è stata del 2,6%.

La persistenza di alcune componenti dell'indice dei prezzi al consumo è in parte spiegata dall'andamento positivo del mercato del lavoro nell'Eurozona. Quest'ultimo, infatti, continua a mostrarsi in salute anche se caratterizzato da un parziale raffreddamento. Dopo una crescita del 4,9% del monte salari reali nel terzo trimestre del 2025 (a cui è corrisposta una crescita del 4,6% dei salari reali orari), ha fatto seguito una crescita del monte salari pari al 4,3% (4,1% per i salari reali orari), ad indicare un mercato del lavoro ancora in salute.

A questo proposito, uno strumento che permette di analizzare la sua dinamica è la curva di Beveridge, che indaga la relazione tra tasso di disoccupazione e posti vacanti nell'economia (*job vacancy rate*<sup>59</sup>), restituendo così informazioni sullo stato di salute dell'economia stessa e sulle caratteristiche del mercato del lavoro.

Figura 39: Curva di Beveridge nei paesi dell'Eurozona - 2019q1-2025q4

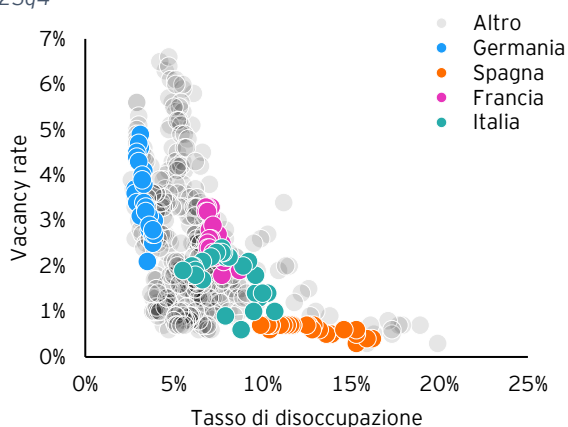
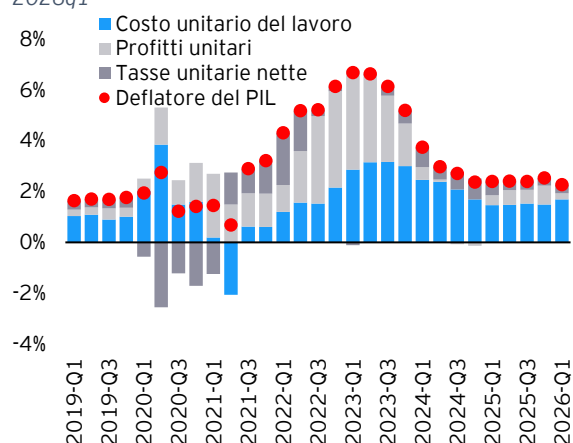


Figura 40: Deflatore del PIL e contributi - 2019q1-2026q1



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat.

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

Il tema del mercato del lavoro e del ruolo delle retribuzioni nell'andamento delle dinamiche dell'indice dei prezzi al consumo può essere inoltre analizzato sotto il profilo della contabilità nazionale. Scomponendo

<sup>59</sup> Il job vacancy rate è definito come rapporto tra numero di posti vacanti e la somma tra numero di posti occupati e numero di posti vacanti. Una posizione vacante è definita come un posto retribuito che è di nuova creazione, non occupato o che sta per diventare vacante (i) per il quale il datore di lavoro sta prendendo provvedimenti attivi ed è pronto a prendere ulteriori misure per trovare un candidato idoneo al di fuori dell'impresa interessata; e (ii) che il datore di lavoro intende riempire immediatamente o entro un periodo di tempo specifico. Per maggiori informazioni, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job\\_vacancy\\_rate\\_\(JVR\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job_vacancy_rate_(JVR)).

infatti il deflatore del PIL<sup>60</sup> nelle sue componenti principali dal lato del reddito,<sup>61</sup> si nota come la componente del costo del lavoro abbia rappresentato, tra il quarto trimestre del 2019 ed il quarto trimestre del 2025, un fattore cruciale nell'aumento del livello dei prezzi, specialmente negli ultimi trimestri. Un ulteriore punto di interesse è dato dall'aumento del contributo positivo della componente dei profitti, che ha registrato una crescita positiva nel 2025 rispetto al 2024.

La relazione tra prezzi e mercato del lavoro, sintetizzata dalla curva di Phillips, rimane un riferimento fondamentale per l'analisi macroeconomica. A questo proposito però si sottolinea come studi recenti ne abbiano ridimensionato l'importanza. Un'analisi condotta su dati regionali di undici paesi dell'Eurozona nel periodo 1999-2023 mostra che l'inflazione risponde sì all'andamento della domanda e del mercato del lavoro, ma in misura più contenuta di quanto i modelli tradizionali lascerebbero intendere; la relazione risulta inoltre fortemente condizionata dall'evoluzione delle aspettative di inflazione, a loro volta influenzate dalla natura dello shock.<sup>62</sup> Ne consegue che le politiche monetarie orientate alla gestione della domanda aggregata hanno effetti diretti sull'inflazione più limitati, e che il presidio delle aspettative rappresenta la leva più efficace per garantire la trasmissione della politica monetaria.<sup>63</sup>

Nel parlare del mercato del lavoro, e degli eventuali effetti sull'andamento dei prezzi, è importante anche sottolineare le differenze rispetto alla situazione registrata nel 2022, in concomitanza con lo shock derivante dalla guerra Russia-Ucraina. Nello specifico, i dati della *Business and consumer survey*<sup>64</sup> della Commissione Europea indicano una riduzione della percentuale di imprese che identifica nella mancanza di forza lavoro qualificata uno dei motivi di rallentamento dello svolgimento dell'attività economica. Questa dinamica si registra sia per il settore dei servizi che per l'industria, e può tradursi in una pressione sui prezzi dal lato del mercato del lavoro meno significativa.

Figura 41: % di imprese che identifica la mancanza di forza lavoro come fattore di rallentamento delle attività, Eurozona

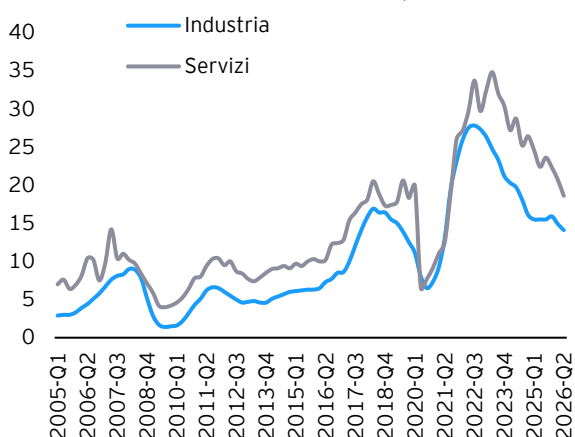
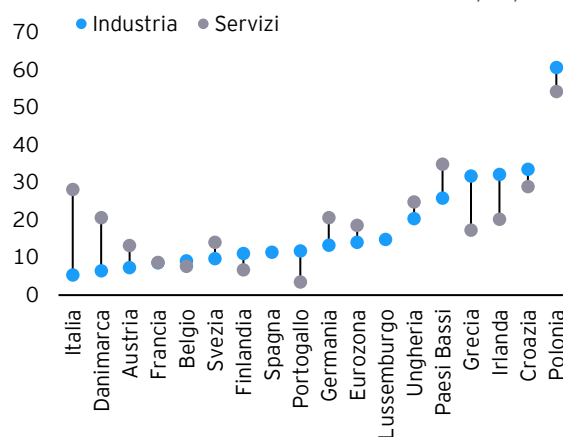


Figura 42: % di imprese che identifica la mancanza di forza lavoro come fattore di rallentamento delle attività per paese



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Commissione Europea, Business and consumer survey.

I numeri sull'Eurozona nascondono, come sempre, delle differenze ed eterogeneità tra paesi importanti. Se da un lato paesi come l'Italia, la Danimarca e l'Austria registrano una bassa percentuale di aziende nell'industria che vede la mancanza della forza lavoro come un problema, allo stesso tempo paesi come la Polonia, la Croazia o l'Irlanda registrano una percentuale significativamente maggiore. Guardando però le

<sup>60</sup> Un deflatore è un valore che esprime la variazione dei prezzi in un periodo di tempo per un prodotto o un paniere di prodotti, utilizzato per deflazionare (aggiustare i prezzi) una misura delle variazioni di valore per lo stesso periodo (ad esempio le vendite di questo prodotto o paniere), eliminando così gli aumenti o le diminuzioni di prezzo e lasciando solo le variazioni di volume. Per maggiori informazioni, <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Deflator>.

<sup>61</sup> L'analisi del prodotto interno lordo (PIL) dal lato del reddito considera i redditi da lavoro dipendente, le imposte sulla produzione e sulle importazioni meno i sussidi alla produzione, il risultato lordo di gestione e gli altri redditi. L'approccio basato sul reddito mostra come il PIL sia distribuito tra i diversi partecipanti al processo produttivo. Per maggiori informazioni, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Income\\_approach](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Income_approach).

<sup>62</sup> Adolfsen, J. F., Lappe, M.-S., Manu, A.-S., Rößler, D., Schupp, F., & Stalla-Bourdillon, A. (2025). Gas market shocks: tracing the effect on euro area inflation expectations. ECB Working Paper Series, No. 3227. European Central Bank.

<sup>63</sup> Beschin, A., et al. (2026, 23 febbraio). What regional data tell us about the euro area Phillips curve. ECB Research Bulletin, No. 140. European Central Bank.

<sup>64</sup> Per maggiori informazioni, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/information-data/business-consumer-surveys>.

informazioni relative al mondo dei servizi, il quadro cambia: l'Italia, ad esempio, registra un elevato numero di imprese in difficoltà nel recupero di forza lavoro adatta, numero maggiore rispetto invece a paesi quali la Francia, il Portogallo o l'Irlanda.

Oltre che al mercato del lavoro, l'andamento dei prezzi si lega anche ad aspetti di finanza pubblica. L'esperienza della pandemia offre un esempio importante a riguardo: un'analisi delle cause sottostanti all'aumento dei prezzi nell'Eurozona durante la crisi pandemica ha evidenziato come l'inflazione sia stata determinata non soltanto da shock esogeni sul lato dell'offerta – in particolare quelli legati all'energia – ma anche dalle risposte di policy, sia fiscali che monetarie. Sebbene queste ultime non siano risultate il fattore dominante, il loro contributo è stato significativo. Nel contesto attuale, quindi, l'evoluzione del livello dei prezzi dipenderà anche dalla risposta di politica fiscale allo shock in corso.<sup>65</sup>

Figura 43: Deficit su PIL, Eurozona

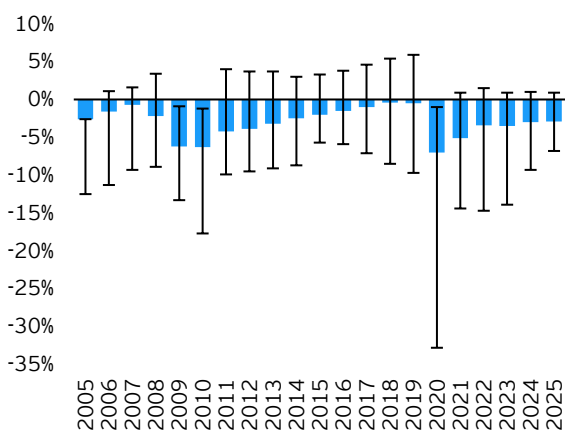
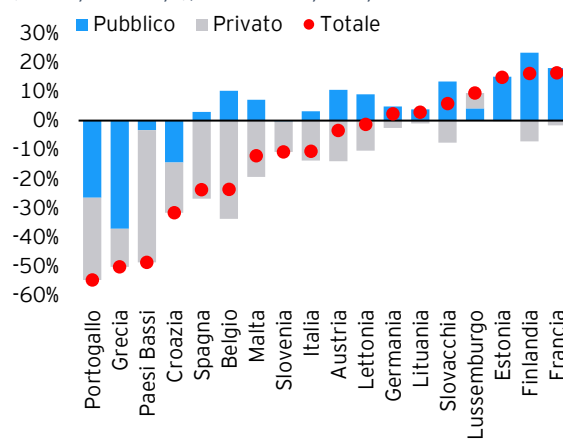


Figura 44: Variazione del debito pubblico e privato (2019q1-2025q4), Eurozona - punti percentuali



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

Tuttavia, è da considerare che con livelli di debito già elevati, una forte risposta di politica fiscale rischierebbe di compromettere una situazione già non particolarmente positiva. Il decisore pubblico dovrà quindi trovare un equilibrio che bilanci l'intervento a sostegno delle categorie più vulnerabili e la sostenibilità del debito,<sup>66</sup> soprattutto in considerazione delle risorse che altre sfide strutturali richiederanno, tra le quali quelle della difesa. Le spese per la difesa nell'UE sono infatti in rapida crescita: tra il 2021 e il 2024 gli stanziamenti militari dei paesi UE sono aumentati di circa il 30%, raggiungendo l'1,9% del PIL, e la traiettoria attesa è di ulteriore espansione, con tutti gli alleati NATO chiamati a raggiungere almeno il 2% del PIL e con proposte già sul tavolo che puntano al 5% entro il 2035.

Se da un lato un recente studio ha dimostrato che un incremento della spesa per la difesa genera un effetto moltiplicatore superiore all'unità, trainando non solo i consumi pubblici ma anche gli investimenti e i consumi privati, con effetti positivi sull'occupazione e sul capitale, dall'altro devono essere considerate anche le pressioni sui conti pubblici, nonché sui prezzi al consumo.<sup>67</sup> I possibili benefici di questi programmi di spesa sono però dipendenti dalla "qualità" e dall'efficienza dell'allocazione delle risorse, come dimostrato da uno studio condotto dal Fondo Monetario Internazionale su 174 economie.<sup>68,69</sup>

<sup>65</sup> Barauskaitė Griškevičienė, K., Brand, C., & Nguyen, A. D. M. (2025). Pandemic-era inflation dynamics in the euro area: the role of policy and non-policy demand and energy and non-energy supply factors. ECB Working Paper Series, No. 3201. European Central Bank.

<sup>66</sup> Bankowski, K., Che, N. X., & Dabla-Norris, E., & Valdés, R. (2026, 15 aprile). War shock requires disciplined fiscal reaction. IMF Blog. International Monetary Fund.

<sup>67</sup> Furceri, D., Juarros, P., Mishra, S., Nguyen, A. D. M., Pessoa, A. S., & Sollaci, A. (2026, marzo). Macroeconomic impacts of EU defense spending. IMF Working Paper, WP/26/53. International Monetary Fund.

<sup>68</sup> Dabla-Norris, E., Furceri, D., Munkacsi, Z., & Sher, G. (2025, 7 ottobre). Spending smarter to boost growth. IMF Blog. International Monetary Fund.

<sup>69</sup> Antolin-Diaz, J., & Surico, P. (2025). The long-run effects of government spending. *American Economic Review*, 115(7), 2376-2413.

Tornando al tema dell'andamento dei prezzi, quest'ultimo 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>70</sup> dell'Eurozona, la quale offre degli spunti interessanti.<sup>71</sup>

Figura 45: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le imprese, Eurozona - percentuale netta di rispondenti

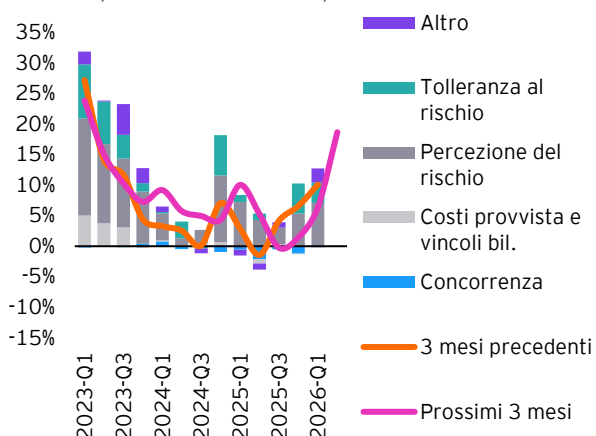
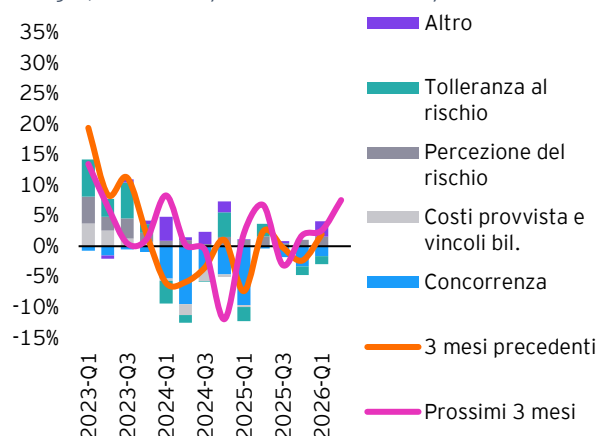


Figura 46: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



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 ulteriore inasprimento netto dei criteri di offerta alle imprese nel primo trimestre del 2026 (percentuale netta pari al 10%). Questo risultato è stato più marcato delle attese espresse nel trimestre precedente dalle stesse banche (6%) e rappresenta l'inasprimento più pronunciato dal terzo trimestre del 2023, proseguendo una tendenza restrittiva avviata a metà 2025. Tra le principali quattro economie dell'Eurozona, le banche in Spagna, Francia e Germania hanno riportato criteri più rigidi, mentre in Italia i criteri sono rimasti invariati.

L'inasprimento osservato è stato superiore sia alla media storica dal 2003 (8%) sia alla media dal 2014 (3%). Per dimensione d'impresa, la stretta è risultata più marcata per le PMI rispetto alle grandi imprese (percentuali nette 10% e 6%, rispettivamente). Per scadenza, le banche hanno indicato un inasprimento più forte per i prestiti a lungo termine rispetto a quelli a breve termine (10% e 5%, rispettivamente). I fattori alla base dell'inasprimento includono il peggioramento della percezione dei rischi legati al quadro economico e una minore tolleranza al rischio da parte delle banche, in un contesto coerente con un'elevata avversione al rischio e un approccio sempre più prudente all'erogazione del credito. Nello specifico, hanno inciso soprattutto il quadro macroeconomico generale (12%) e i rischi specifici di settore/impresa (9%). Nel primo trimestre del 2026, il costo della raccolta, i vincoli di bilancio e la pressione concorrenziale hanno invece avuto un impatto sostanzialmente neutrale sui criteri. Inoltre, le banche hanno segnalato che gli sviluppi geopolitici ed energetici hanno esercitato ulteriori pressioni restrittive sugli standard di credito. In riferimento ai Paesi, in Germania, Francia e Spagna la stretta è stata trainata principalmente da maggiori rischi percepiti; in Germania e Spagna ha inciso anche la minore propensione al rischio, mentre in Italia non emerge un fattore specifico predominante.

Le banche dell'Eurozona si attendono un ulteriore e più marcato inasprimento dei criteri per i prestiti alle imprese (percentuale netta 19%) nel secondo trimestre del 2026. L'inasprimento atteso sarebbe di entità

<sup>70</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>71</sup> The euro area bank lending survey - Third quarter of 2025.

simile per le grandi imprese e per le piccole e medie imprese (rispettivamente 15% e 16%), nonché per le scadenze lunghe e brevi (rispettivamente 16% e 15%). In coerenza con questo quadro, le banche in tutti e quattro i principali Paesi dell'area - Germania, Francia, Spagna e Italia - prevedono un inasprimento dei criteri. In riferimento al credito alle famiglie, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un lieve inasprimento netto dei criteri di offerta per i mutui per l'acquisto di abitazioni nel primo trimestre del 2026 (percentuale netta 2%), sostanzialmente in linea con le attese formulate nel trimestre precedente (3%). Tra i quattro principali Paesi dell'Eurozona, si è registrato un inasprimento delle condizioni in Germania e Spagna, mentre i criteri sono rimasti sostanzialmente invariati in Francia e Italia.

In riferimento ai principali fattori che hanno determinato questo andamento, la maggiore percezione del rischio ha esercitato un effetto di irrigidimento dei criteri di erogazione del credito, mentre la concorrenza ha avuto un lieve effetto di allentamento. Le banche dell'Eurozona si attendono un ulteriore inasprimento dei criteri sui mutui residenziali (percentuale netta 8%) per il secondo trimestre del 2026. Tra i principali Paesi, ci si attende un inasprimento in Germania e Spagna, mentre in Francia e in Italia è previsto 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 della politica monetaria, influenzando le scelte di investimento, consumo e risparmio degli operatori economici e, di conseguenza, l'andamento dell'economia reale e dell'inflazione.

Spostando l'attenzione verso il commercio estero, gli effetti della politica commerciale statunitense sono visibili nell'Eurozona, dove gli ultimi mesi del 2025 ed i primi del 2026 sono stati caratterizzati, complessivamente, da una contrazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti.

Inoltre, se la politica commerciale ostile degli Stati Uniti rappresenta un fattore importante da tenere in considerazione, è importante anche considerare la crescente pressione e concorrenza che la manifattura dell'Eurozona sta affrontando. A questo proposito si consideri che, tra il 2002 ed il 2025, la quota delle importazioni di beni cinesi sul totale è cresciuta dal 3,1% all'8,6%, con differenze settoriali significative. Questo fenomeno di lungo respiro genera una pressione concorrenziale per le imprese dell'Eurozona, alla quale si aggiungono dinamiche di breve-medio periodo non sempre favorevoli (come le politiche protezionistiche in atto).

Figura 47: Esportazioni di beni per destinazione, Eurozona - var. % YoY e punti percentuali

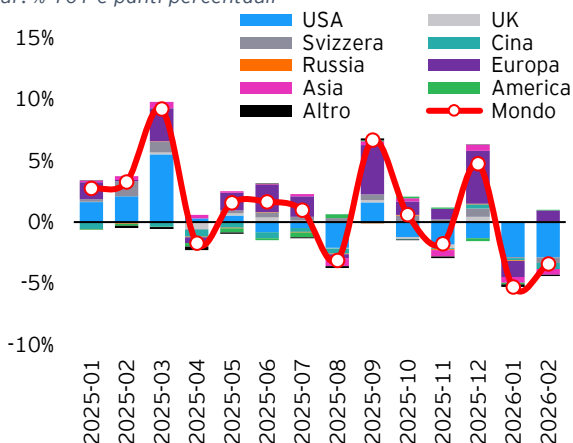
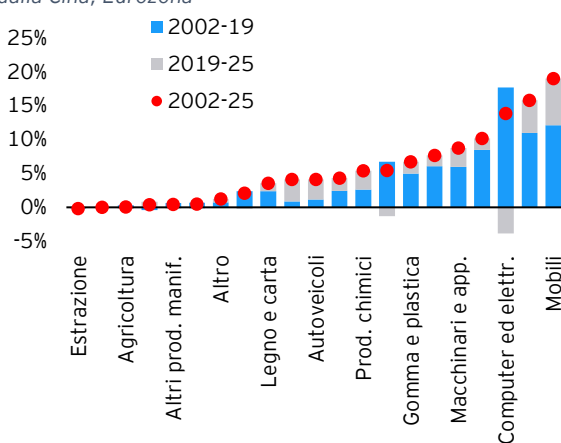


Figura 48: Crescita dell'esposizione settoriale alle importazioni dalla Cina, Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat Comext. L'esposizione settoriale è calcolata come % delle importazioni dalla Cina di un prodotto sul totale delle importazioni dal mondo di quel prodotto; la crescita è calcolata come differenza della percentuale nei periodi in analisi.

Nel complesso il quadro dell'Eurozona nel primo semestre del 2026 si presenta fragile e soggetto a rischi prevalentemente al ribasso. La crescita economica rimane debole e disomogenea tra i paesi membri, con il settore industriale ancora in difficoltà e i consumi privati che offrono solo un parziale sostegno alla domanda aggregata. Il conflitto in Medio Oriente ha interrotto il percorso di disinflazione avviato nel biennio precedente, riportando l'inflazione headline su livelli superiori al target della BCE e rendendo la calibrazione

della politica monetaria particolarmente complessa. A ciò si aggiungono le pressioni derivanti dal contesto commerciale internazionale, con le politiche protezionistiche statunitensi e la crescente competizione cinese che pesano sulla competitività manifatturiera dell'area. In questo scenario, la crescita dipenderà in misura cruciale dall'evoluzione del conflitto geopolitico, dalla capacità dei governi di bilanciare sostegno fiscale e sostenibilità del debito, e dalla risposta *ad hoc* che combina pressioni inflazionistiche esogene con una domanda interna ancora stentata.

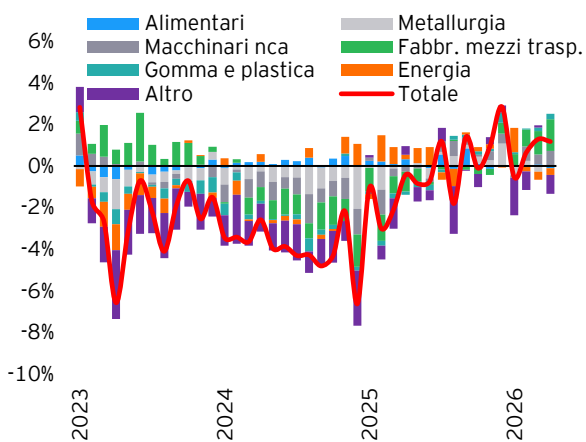
# L'economia italiana

## L'andamento dell'economia reale

Ad aprile 2026 l'indice di produzione industriale ha segnato una crescita rispetto allo stesso mese dell'anno precedente pari all'1,2%, che fa seguito ad una crescita di simile entità nel mese precedente (1,3%) e ad una crescita più contenuta a febbraio (0,6%).

La crescita di aprile è stata sostenuta principalmente dal comparto della fabbricazione di macchinari ed apparecchiature e dalla fabbricazione di mezzi di trasporto; l'indice di produzione industriale complessivo registra in ogni caso dei valori inferiori a quelli medi del 2021 per circa 5 punti percentuali, a dimostrazione di un settore ancora in difficoltà e in lenta ripresa.

Figura 49: Indice di produzione industriale e componenti - var. % YoY e punti percentuali, Italia



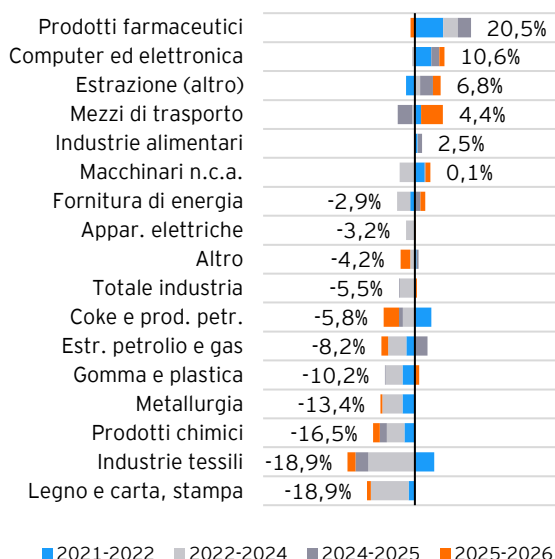
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: aprile 2026.

Adottando una prospettiva di più lungo termine, si evidenzia un andamento eterogeneo tra i diversi comparti industriali.

Nello specifico, tra il 2021 e l'ultimo dato del 2026 (aprile), i comparti che hanno registrato una crescita dell'indice della produzione industriale più sostenuta sono stati quello farmaceutico (20,5%), la produzione di computer e prodotti di elettronica (10,6%), il comparto dell'estrazione e quello della produzione di mezzi di trasporto (rispettivamente 6,8% e 4,4%).

Al contrario, i comparti industriali più in difficoltà sono quello della produzione di legno, carta e prodotti stampati (-18,9%) al pari del comparto tessile, seguito dalla produzione di prodotti chimici (-16,5%) e dalla metallurgia (-13,4%). Questo andamento è in parte spiegato anche dal fatto che i comparti descritti sono quelli caratterizzati dal consumo di energia maggiore tra i vari segmenti industriali. Nello specifico, il costo dell'energia rappresenta circa l'8% del valore degli input intermedi per l'industria del legno, carta e stampa al 2022, il 6,6% per la metallurgia ed il 5,5% per l'industria chimica (il valore medio per la manifattura è pari al 3,6%).

Figura 50: 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.

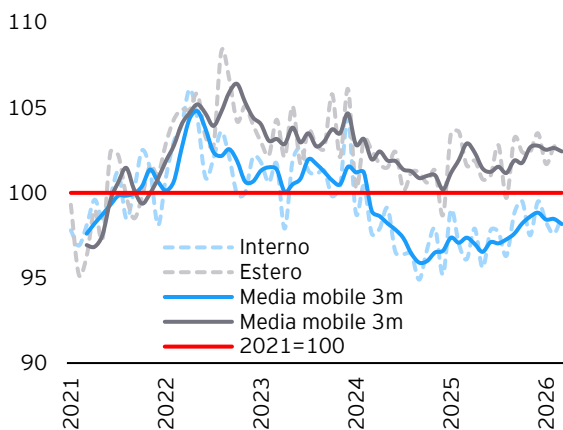
L'andamento non positivo dell'industria italiana è descritto anche dalla dinamica dell'indice del volume di fatturato dell'industria.

Quest'ultimo ha registrato una dinamica simile nelle sue due componenti di volume del fatturato nel mercato interno e nel mercato estero, nonostante l'immagine complessiva appaia diversa.

Nello specifico, il volume del fatturato generato sul mercato interno è in crescita rispetto ai valori registrati di fine 2024, ma è ancora sotto il livello medio del 2021; diverso è invece il quadro sul mercato estero, dove il fatturato ha registrato anch'esso una flessione nell'ultima parte del 2024, senza però scendere (se non per brevissimo tempo) sotto i livelli del 2021.

Negli ultimi mesi si è inoltre osservata una tendenza al ribasso rispetto ai mesi precedenti, coerente con un quadro di sostanziale debolezza dell'industria.

Figura 51: Volume del fatturato dell'industria (escl. Costruzioni), Italia - indice, 2021=100

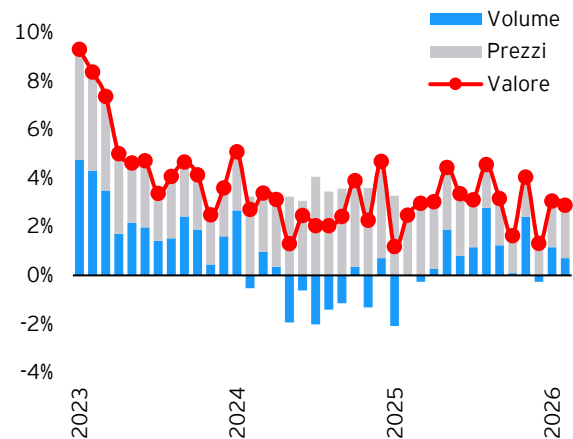


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: marzo 2026.

In riferimento all'andamento del settore dei servizi, anche in questo caso si registra una dinamica complessivamente non particolarmente positiva.

Analizzando infatti la dinamica dell'indice del valore e del volume del fatturato, si nota come il fatturato sia cresciuto principalmente grazie ad un aumento della componente di prezzo, considerato che l'indice del volume del fatturato è rimasto sostanzialmente stabile o ha registrato, negli ultimi mesi, una crescita ridotta.

Figura 52: Crescita del valore del fatturato dei servizi e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali

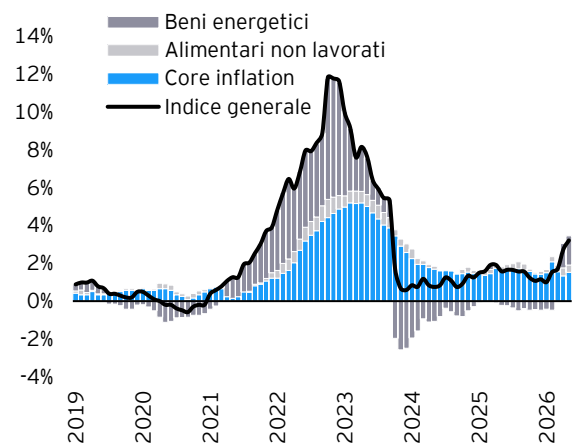


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: marzo 2026.

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

A maggio il tasso di inflazione è stato pari al 3,2%, in rialzo rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti (2,7% ad aprile, 1,7% a marzo, 1,5% a febbraio).

Figura 53: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



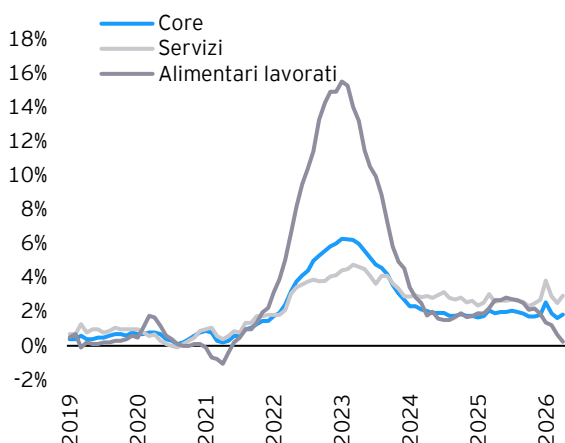
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: maggio 2026.

L'accelerazione della crescita dei prezzi rispetto alla media registrata nel 2025 (1,5%) è dovuta principalmente all'aumento del contributo della componente energetica, a cui si associa un contributo della componente di fondo persistente.

Nello specifico, a maggio 2026 l'indice dei prezzi dei beni energetici ha registrato una

crescita del 14,5% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Questo aumento, dovuto alle pressioni sui prezzi legate al conflitto in Medio Oriente, si aggiunge ad una componente dei servizi in crescita (2,9% a maggio, 2,5% ad aprile), mantenendo elevato il contributo positivo dell'inflazione core all'inflazione complessiva.

Figura 54: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



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

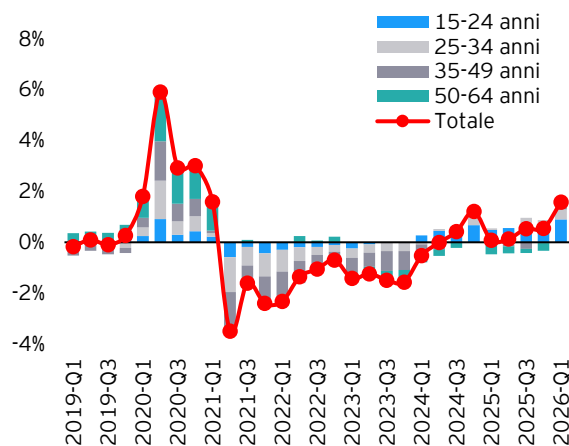
L'andamento dell'indice dei prezzi è quindi dovuto in primis, in questi mesi, all'aumento del costo dei beni energetici, e in secondo luogo all'andamento della componente core. Quest'ultima si lega anche all'andamento del mercato del lavoro, che continua a mostrare una certa solidità. Il numero di occupati è infatti intorno ai massimi storici (superiore a 24,1 milioni di persone), a cui si associa un tasso di disoccupazione basso (intorno al 5%).

In questo contesto è però importante sottolineare come l'andamento positivo del tasso di disoccupazione è in parte dovuto ad una crescita del numero di inattivi, ovvero di quelle persone che non sono alla ricerca di un lavoro, e che per motivi statistici non vengono quindi considerate all'interno della misura della disoccupazione.

L'analisi dei dati mostra come negli ultimi trimestri il numero di inattivi sia andato crescendo, dopo un periodo di contrazione compreso tra il 2021 ed il 2024. L'aumento degli ultimi trimestri è principalmente legato ad un aumento degli inattivi nella fascia d'età compresa tra i 15 ed i 24 anni, e tra i 25 ed i 34 anni.

Giova a questo proposito ricordare che le persone che sono impegnate con un percorso di formazione/istruzione e non lavorano, rientrano nella definizione di inattivi.

Figura 55: Crescita del numero di inattivi per età, Italia - var. % YoY e punti percentuali

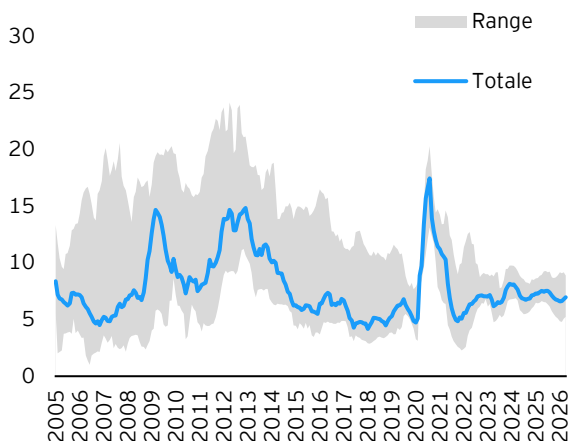


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

L'andamento complessivamente positivo dell'occupazione si riflette sulla crescita del monte salari (crescita dell'1,7% nel primo trimestre del 2026 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.

Nel commentare l'andamento positivo del mercato del lavoro è inoltre importante soffermarsi sulla predisposizione delle imprese a mantenere stabile l'occupazione, nonostante un clima economico non particolarmente favorevole, al fine di non perdere personale qualificato. Questo fenomeno fu molto pronunciato durante il periodo post-pandemico, ed è rientrato negli anni successivi. I valori attuali si aggirano intorno a quelli medi registrati dal 2015, a dimostrazione di come la salute del mercato del lavoro italiano non sia attribuibile a fenomeni di questo tipo, e di come il mercato del lavoro sia meno rigido rispetto al periodo 2020-2021.

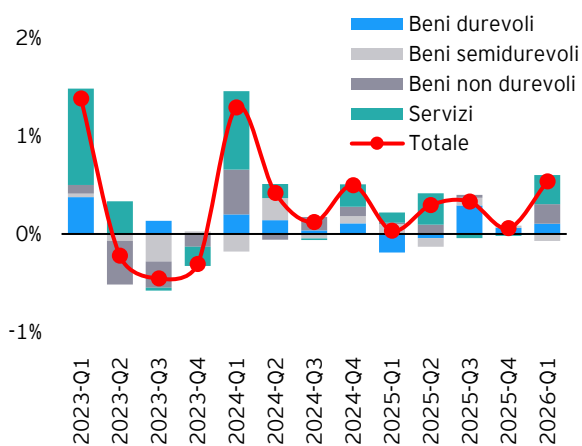
Figura 56: Labour Hoarding, Italia - % imprese che si attendono una riduzione della produzione ed un aumento/stabilità del livello degli occupati



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Commissione Europea, Business and consumers surveys.

L'andamento positivo del mercato del lavoro si è tradotto, negli ultimi trimestri, in un sostegno ai consumi delle famiglie. Fatta eccezione per l'ultimo trimestre del 2025, questi hanno registrato una crescita congiunturale positiva (0,3% nel secondo e terzo trimestre del 2025, 0,5% nel primo trimestre del 2026), supportata in buona parte dai consumi di servizi.

Figura 57: Spesa per consumi finali delle famiglie per voce di spesa, Italia - var. % QoQ e punti percentuali

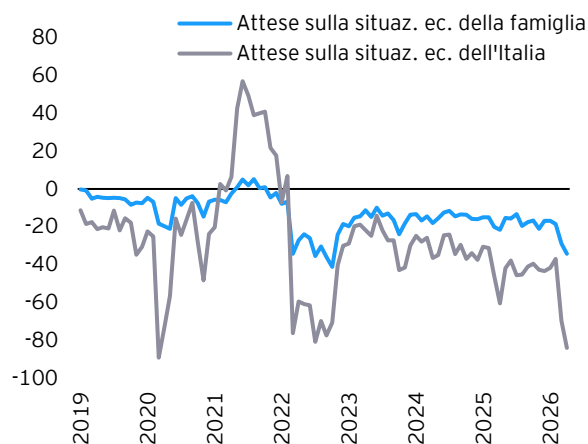


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Gli ultimi dati mensili relativi alla fiducia dei consumatori mostrano però un andamento negativo circa le attese delle famiglie sull'andamento economico dell'Italia e delle famiglie stesse, il che potrebbe tradursi in un

rallentamento dei consumi nei prossimi mesi e trimestri.

Figura 58: Attese delle famiglie consumatrici sulla situazione economica della famiglia e dell'Italia, Italia

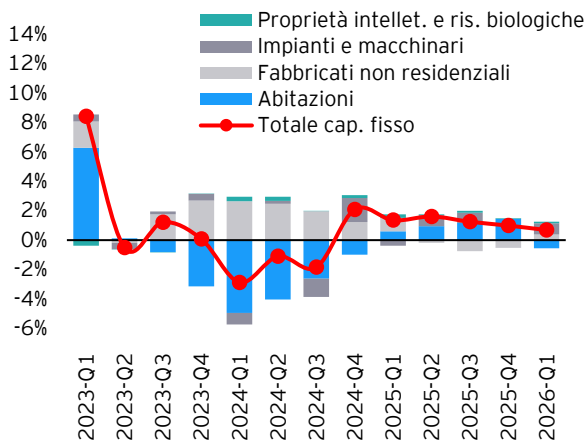


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Il dato rappresenta la differenza percentuale tra le famiglie che rispondono che la situazione economica è migliorata e le famiglie che rispondono che la situazione economica è peggiorata.

In riferimento alle altre componenti del PIL, gli investimenti continuano a mostrare un andamento positivo, con una crescita rispetto al trimestre precedente dello 0,7%, dopo una crescita più dinamica nel quarto e terzo trimestre del 2025 (rispettivamente 1,0% e 1,3%).

Tale crescita è stata sostenuta principalmente da un incremento degli investimenti in impianti e macchinari (contributo positivo pari a 0,8 punti percentuali, con una crescita potenzialmente dovuta ad alcune misure *ad hoc* come l'iperammortamento) e da una crescita della componente di fabbricati non residenziali (0,4 punti percentuali). Si è invece registrata una contrazione degli investimenti in abitazioni (-2,7% rispetto al trimestre precedente, a cui è corrisposto un contributo negativo alla crescita degli investimenti pari a -0,6 punti percentuali), risultato potenzialmente riconducibile al progressivo termine degli incentivi fiscali.

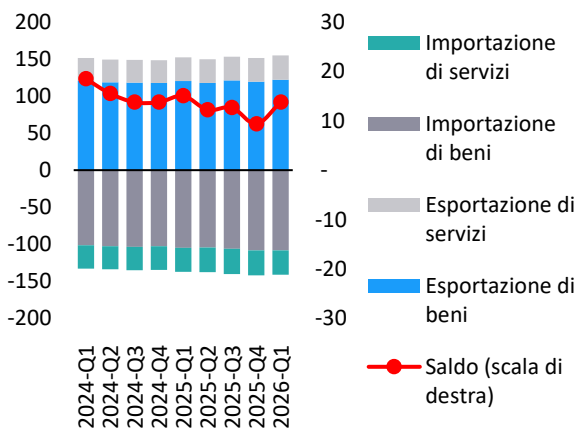
Figura 59: Investimenti e componenti, Italia - var. % QoQ e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Infine, in riferimento alla componente di commercio estero, nel primo trimestre del 2026 l'Italia continua a segnare un surplus commerciale (€14 miliardi), in crescita rispetto al dato del trimestre precedente (€9 miliardi) e più in linea con i valori registrati nella prima parte del 2025.

Figura 60: Esportazioni e importazioni, Italia - miliardi, €



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Nel complesso, l'economia italiana ha mostrato, nell'ultimo periodo, un leggero dinamismo inatteso dai più, anche grazie ad un mercato del lavoro a sostegno dei consumi e un comparto industriale in leggera ripresa rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti. Gli investimenti continuano a crescere, anche se in decelerazione, e il mercato estero contribuisce positivamente alla crescita. Il complesso quadro

geopolitico, che si mostra nella crescita dell'indice dei prezzi alla produzione, rischia di compromettere il fragile equilibrio della crescita del paese.

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

Nel primo trimestre del 2026 il PIL italiano è aumentato dello 0,3% rispetto al trimestre precedente, confermando il ritmo già osservato nel quarto trimestre del 2025. La dinamica è stata sostenuta principalmente dalla domanda estera netta: le esportazioni sono cresciute del 2,2%, mentre le importazioni si sono ridotte dello 0,7%. Anche la domanda interna ha fornito un contributo positivo, grazie all'aumento dei consumi delle famiglie (+0,5%, pari a 0,3 punti percentuali di contributo alla crescita) e degli investimenti (+0,7%). Su base tendenziale, analizzando quindi l'andamento rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, gli investimenti hanno rappresentato la componente più dinamica del PIL, con un incremento del 4,6%, in leggero rallentamento rispetto al trimestre precedente (+5,3%). I consumi privati sono cresciuti dell'1,3%, mentre sul fronte del commercio estero le esportazioni hanno registrato un aumento dell'1,6%, inferiore a quello delle importazioni (+2,7%).

Figura 61: Componenti del PIL, Italia - var. % QoQ e contributi alla crescita

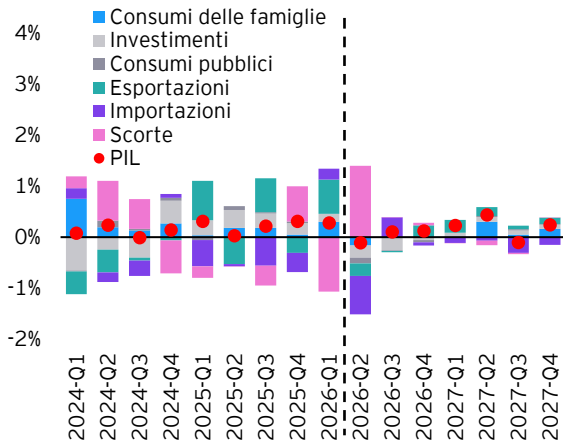
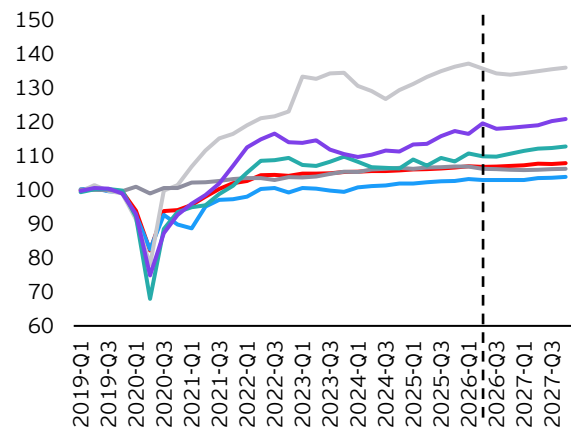


Figura 62: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT e previsioni EY. La linea tratteggiata rappresenta l'orizzonte di previsione. Le previsioni EY cominciano dal secondo 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.

Alla luce delle evidenze riportate nelle sezioni precedenti e degli ultimi dati disponibili, è possibile delineare le prospettive di EY per l'economia italiana.

Per il secondo trimestre del 2026 ci si attende una leggera contrazione del PIL rispetto al trimestre precedente (-0,1%) dopo la crescita sostenuta del primo trimestre. La flessione sarebbe riconducibile principalmente ad un aumento delle importazioni (+2,7%) e ad una riduzione dei consumi delle famiglie e degli investimenti (rispettivamente, -0,3% e -1,1%). Il rallentamento delle esportazioni, insieme alla dinamica positiva delle importazioni, si tradurrebbe in un contributo negativo della domanda estera netta. Nel terzo e quarto trimestre del 2026 è atteso un ritorno a una crescita moderata del PIL (+0,1% in entrambi i trimestri), sostenuto da una dinamica meno negativa dei consumi e da un recupero del contributo della domanda estera netta. Nel complesso, il 2026 è atteso chiudersi con una crescita del PIL dello 0,6%, grazie ad una crescita dei consumi delle famiglie e degli investimenti (rispettivamente 0,6% e 1,0% a cui corrisponde un contributo complessivo positivo alla crescita di 0,5 punti percentuali). La tenuta del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione atteso al 5,6%, e il contributo ancora positivo degli investimenti in abitazioni dovrebbero sostenere la domanda interna. La domanda estera netta contribuirà negativamente alla crescita del PIL (-0,2 punti percentuali), in un contesto caratterizzato da elevata incertezza e politiche commerciali ancora restrittive.

Successivamente, nel 2027 ci si attende una crescita del PIL pari allo 0,7%, in leggera accelerazione rispetto all'anno precedente. La dinamica sarebbe sostenuta principalmente da una ripresa del commercio mondiale e delle esportazioni italiane (+1,8%), a fronte di una crescita delle importazioni meno dinamica (+1,4%). I consumi privati continuerebbero a fornire un contributo positivo, pur moderato (+0,4%, pari a 0,3 punti percentuali), mentre gli investimenti registrerebbero una lieve contrazione (-0,1%), riflettendo il calo degli investimenti in abitazioni (-0,4%) e in macchinari (-0,9%).

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

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

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

L'inflazione è attesa al 2,6% nel 2026, sostenuta principalmente dai maggiori prezzi dei beni energetici, e in calo nel 2027 (al 2,1%). Il deficit pubblico si prospetta al 3,2% del PIL nel 2026 ed al 3,0% nel 2027, mentre il rapporto debito pubblico/PIL risulterà in diminuzione (passando dal 137,5% nel 2026 al 136,2% nel 2027) anche grazie ad un aumento dell'inflazione. Le previsioni restano tuttavia 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: Il nuovo modello macroeconomico EY MAIOR per l'analisi settoriale e approfondimento su quattro settori

## Messaggi principali:

- 1. I settori dell'economia italiana sono esposti in maniera eterogenea alle dinamiche geopolitiche e macroeconomiche esterne. Questo fa sì che un modello che analizza l'andamento dell'economia nel suo complesso non sia sufficiente per cogliere le specificità settoriali, perdendo così un importante set informativo circa i possibili rischi ed opportunità del paese.*
- 2. Per cogliere le differenze settoriali, il team di Economic Advisory italiano di EY-Parthenon ha sviluppato EY MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations), un modello satellite di HEY-MoM (Hybrid EY Model for the Macroeconomy). EY MAIOR permette di analizzare i driver di crescita dei principali settori dell'economia italiana, con una scomposizione a 63 settori.*
- 3. Il framework di EY MAIOR integra l'approccio del modello macroeconomico di HEY-MoM con le informazioni settoriali delle tavole Input-Output. Partendo dallo scenario macroeconomico, EY MAIOR permette di analizzare i principali driver di crescita dei 63 settori dell'economia italiana. Il modello è stato sviluppato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.*
- 4. Le previsioni per il 2025-2027 evidenziano una crescita disomogenea tra i settori dell'economia italiana. A fronte di una crescita complessiva della produzione pari all'1,6%, i comparti più dinamici risultano la produzione di computer ed elettronica, la produzione di beni alimentari, la produzione di macchinari ed apparecchiature. Al contrario, il settore estrattivo, la produzione di altri mezzi di trasporto e le costruzioni mostrano una dinamica negativa.*
- 5. Nel triennio 2025-2027, il quadro previsivo dei due principali macrosettori resta differenziato. Agricoltura e industria sono attese continuare a crescere, ma con un contributo sempre più concentrato sulla domanda estera e consumi lungo la filiera. Nei servizi è invece prevista una prosecuzione dell'espansione a ritmi moderati, sostenuta soprattutto dal segmento B2B e, in misura più contenuta, dai consumi delle famiglie.*
- 6. Analizzando alcuni dei principali comparti manifatturieri, nello stesso periodo di analisi (2026-27) si conferma un'elevata eterogeneità. La produzione di beni alimentari e quella di macchinari sono attese mantenere una crescita moderata, grazie al traino delle esportazioni; il settore del tessile-abbigliamento è atteso seguire lungo un sentiero di cauta stabilizzazione, mentre l'automotive presenta prospettive più deboli, con una crescita marginale e rischi ancora rilevanti legati alla transizione elettrica e al possibile ridimensionamento della capacità produttiva nazionale.*

Lo scenario macroeconomico e le previsioni dei principali indicatori aggregati, hanno il limite di non fornire informazioni di dettaglio in merito alle diverse dinamiche settoriali. Questo rappresenta un limite rilevante nell'analisi dell'andamento dell'economia di un Paese, poiché i contesti settoriali rispondono in maniera eterogenea agli shock globali.

Il modello EY MAIOR<sup>72</sup> è stato sviluppato per sopperire a questa mancanza, fungendo da raccordo tra lo scenario macroeconomico nazionale e l'analisi settoriale. Seguendo una logica *top-down*, il modello consente di tradurre il quadro aggregato in implicazioni settoriali coerenti con le previsioni

<sup>72</sup> Golinelli, Butiniello, Caruso, Montana, Rocco (2026), MAIOR: A Framework for Sectoral Output Forecasting from Aggregate Predictions Using Input-Output Linkages and Short-Run Indicators, mimeo.

macroeconomiche complessive, valorizzando al tempo stesso le specificità delle risposte dei singoli comparti.

La performance previsiva di EY MAIOR del valore della produzione è stata confrontata sia con quella dell'indice di produzione industriale per i settori manifatturieri e delle costruzioni, sia con quella dell'indice del volume del fatturato per il settore dei servizi. In questo contesto, EY MAIOR registra una performance previsiva analoga a quella relativa all'indice di produzione industriale, garantendo però un maggiore grado di dettaglio delle informazioni fornite; in riferimento al settore dei servizi, invece, EY MAIOR registra una performance migliore rispetto a quella ottenibile utilizzando l'indice del volume del fatturato.<sup>73</sup>

Figura 63: Variazione % del valore della produzione, Italia - industria

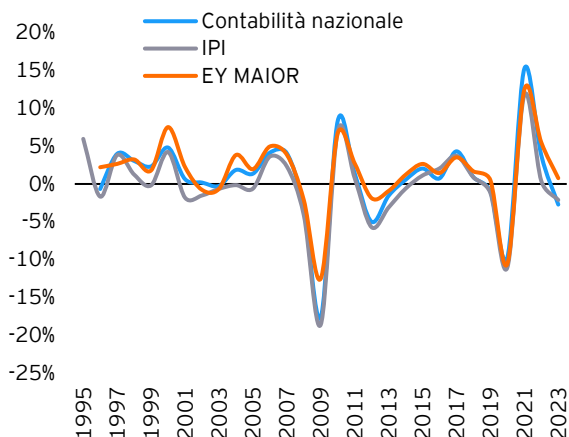
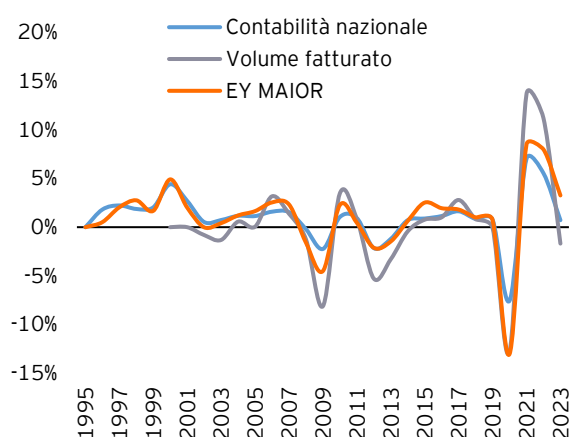


Figura 64: Variazione % del valore della produzione, Italia - servizi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite modello macroeconomico proprietario EY MAIOR (*Model for the Analysis of Input-Output Relations*).

EY MAIOR rappresenta quindi uno strumento aggiuntivo che permette di approfondire tematiche settoriali, driver di crescita e previsioni a breve-medio termine, garantendo una visione coerente con il quadro macroeconomico delineato dal modello macroeconomico HEY-MoM (Hybrid EY MOdel for the Macroeconomy).

L'analisi dei dati e le previsioni fornite dal modello suggeriscono la presenza di dinamiche di crescita eterogenee tra i diversi settori dell'economia italiana. Nello specifico, la crescita totale del volume della produzione è prevista all'1,6% tra il 2025 ed il 2027, in linea con l'andamento dei principali settori di servizi, come il commercio all'ingrosso e al dettaglio (+1,6%), le attività professionali (+1,6%), gli altri servizi (+1,6%), e le attività finanziarie (+1,4%).

Tra i settori che sono attesi registrare la crescita più dinamica è possibile citare la fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica (+3,7%), le industrie alimentari, delle bevande e del tabacco (+3,5%), e la produzione di macchinari e apparecchiature n.c.a. (+3,2%). Si mostrano molto dinamici anche il settore dei servizi di alloggio e ristorazione (+3,1%) ed il settore ICT (servizi di informazione e comunicazione, +3,1%).

All'opposto, risultano in contrazione l'industria estrattiva (-1,8%), la produzione di altri mezzi di trasporto (-0,7%), ed il settore delle costruzioni (-0,2%), quest'ultimo subendo principalmente la progressiva fine degli incentivi fiscali a supporto della produzione del settore ("Superbonus 110%").

<sup>73</sup> Sono stati inoltre condotti dei test di abilità previsiva uno e due passi avanti (per gli anni in previsione), e anche in questo ambito EY MAIOR ha confermato ottime capacità previsive, superando il benchmark di un *random walk*.

Figura 65: Var. % del volume della produzione 2025-27 per settore, Italia (1/2)

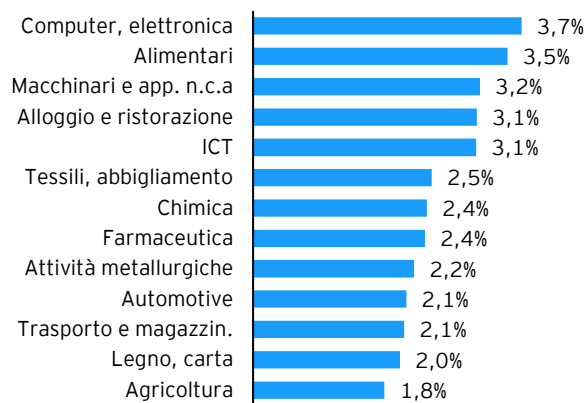
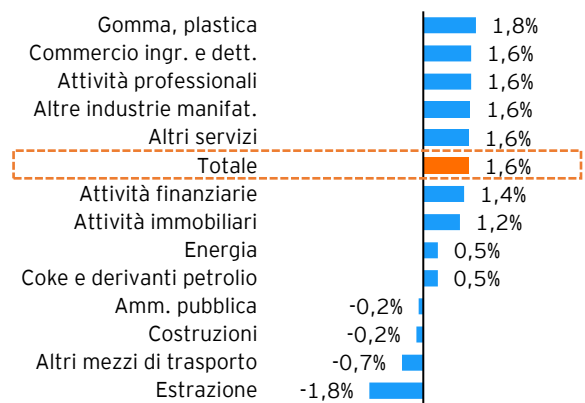


Figura 66: Var. % del volume della produzione 2025-27 per settore, Italia (2/2)



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite modello macroeconomico proprietario EY MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations).

Scendendo nel dettaglio dell'analisi settoriale, è possibile scomporre l'andamento dell'economia italiana nei suoi due macrosettori, ovvero il macrosettore dell'agricoltura e industria e quello dei servizi.

Il primo macrosettore (agricoltura e industria), dopo la forte contrazione del 2020, ha sperimentato tre anni di espansione, grazie al rilancio degli investimenti, alla crescita della domanda estera, e alla riattivazione delle filiere produttive nazionali (domanda B2B). Il 2024 è stato un anno di contrazione (-1,6%), a causa della frenata degli investimenti (contributo negativo pari a -0,9 punti percentuali) e la stagnazione del mercato estero. Il 2025 ha invece segnato un ritorno alla crescita (+1,6%), grazie alla ripresa degli investimenti, la crescita delle esportazioni, e gli effetti positivi di filiera. Per il 2026 e 2027 ci attendiamo una produzione ancora in espansione (rispettivamente +1,0% e +0,7%), trainata prevalentemente dal mercato estero (che contribuisce rispettivamente con +0,5 e +0,6 p.p. nei due anni di analisi). Un contributo positivo viene anche dalla crescita della domanda lungo la filiera (+0,4 p.p. nel 2026 e +0,2 p.p. nel 2027), mentre è debole il contributo della domanda interna: il mercato interno sconta infatti da un lato il contributo nullo dei consumi delle famiglie, dall'altro una dinamica eterogenea degli investimenti totali.

Anche il settore dei servizi ha beneficiato, dopo il forte calo del 2020, di una crescita sostenuta. Nel 2021, 2022 e 2023 la produzione è stata supportata prevalentemente dalla riattivazione delle filiere (si pensi alle attività professionali, legali, tecniche e logistiche a supporto della produzione industriale), a cui si è aggiunto un mercato contribuito positivo dei consumi delle famiglie. Il 2024 è stato un anno di moderazione generale di tutte le componenti di domanda, portando a un rallentamento della produzione, che è rimasta comunque in territorio positivo (+1,3%). Nel 2025 il rallentamento della domanda si è accentuato, eccetto che per l'attivazione del segmento B2B (contributo alla crescita del volume della produzione pari a +0,6 p.p.); l'esito è stato una crescita sostanzialmente in linea con quella dell'anno precedente (+1,4%). Per il 2026 e 2027 la prospettiva è di una continua, sebbene moderata, espansione (+0,9% e +0,6%), grazie ad una crescita della domanda B2B (contributo pari a +0,4 p.p. e +0,3 p.p. nei due anni), così come i consumi delle famiglie (contributo di +0,3 p.p. nel 2026 e +0,1 p.p. nel 2027).

Figura 67: Volume della produzione nell'industria e contributi, Italia - var. %

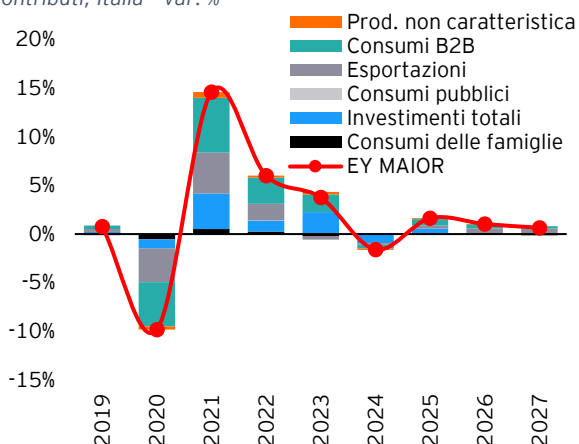
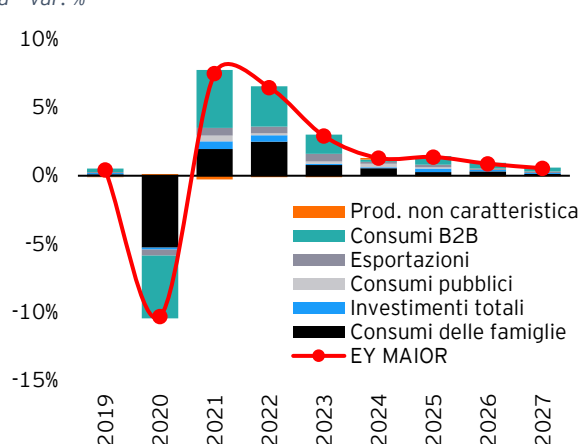


Figura 68: Volume della produzione nei servizi e contributi, Italia - var. %



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite modello macroeconomico proprietario EY MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations).

Scendendo ancor più nel dettaglio, in questo approfondimento vengono proposte delle analisi su alcuni dei principali settori della manifattura italiana, ovvero l'industria alimentare, la produzione di prodotti tessili, di abbigliamento e cuoio, la produzione di macchine e apparecchi meccanici, e la produzione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi. L'interesse verso questi settori è dovuto sia alla loro dimensione (rappresentando, al 2023, circa il 40% del valore aggiunto della manifattura, che corrisponde a circa il 7% del valore aggiunto totale, e impiegando oltre 1,6 milioni di lavoratori, circa il 6% degli occupati totali), sia alla loro importanza nel rappresentare il *made in Italy* nel mondo.

### Industria alimentare: una crescita graduale ma costante, che guarda all'estero

In seguito alla contrazione del 2020, il settore ha beneficiato nel 2021 e 2022 della ripartenza del mercato internazionale, con una crescita trainata dalle esportazioni e dall'indotto di filiera. Il 2023 è stato un anno di sostanziale stagnazione (-0,2%), per il rallentamento della domanda estera e per l'erosione del potere di acquisto delle famiglie, i cui effetti avevano cominciato a vedersi già dall'anno precedente. Il 2024 e il 2025 hanno segnato una crescita della produzione (rispettivamente +2,4% e +1,0%), grazie alla ripresa degli ordini dall'estero (le esportazioni hanno contribuito rispettivamente per +1,9 p.p. e +0,6 p.p.).

Figura 69: Volume della produzione nell'industria alimentare (ATECO 10-12) e contributi, Italia - var. %

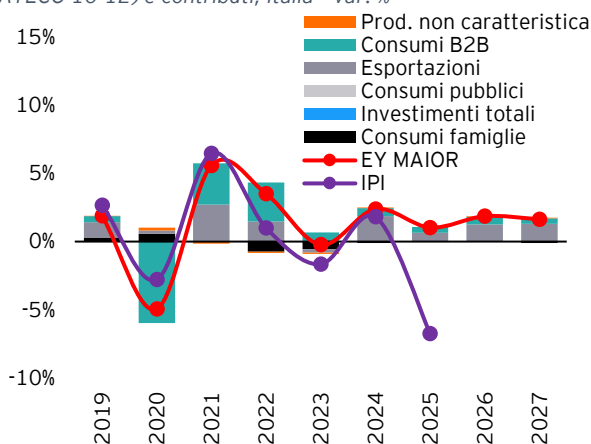
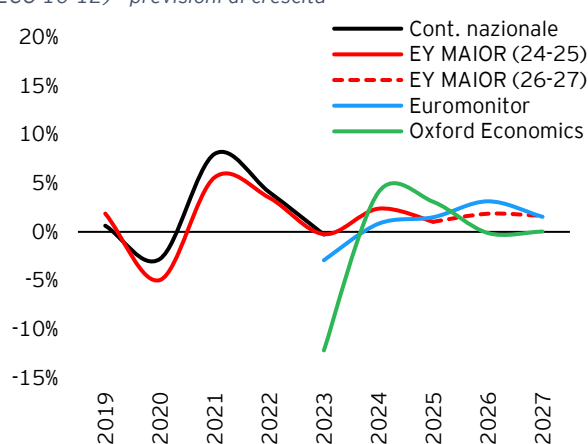


Figura 70: Volume della produzione nell'industria alimentare (ATECO 10-12) - previsioni di crescita



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite modello macroeconomico proprietario EY MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations), Euromonitor, Oxford Economics. IPI: Indice della Produzione Industriale.

Le prospettive per il 2026 e il 2027 sono di una ripresa della crescita della produzione (+1,9% nel 2026 e +1,6% nel 2027), sempre trainata dalla domanda estera (contributo di +1,3 p.p. entrambi gli anni). Fermi i consumi interni, con invece un contributo non trascurabile della domanda B2B (+0,6 p.p. e +0,4 p.p. nei due anni in analisi). Gli effetti negativi della guerra commerciale sono stati più pronunciati nel 2025, e sono attesi ridursi nel 2026 e 2027; la debolezza dei consumi interni spinge il settore su di un percorso di crescita guidato dalla domanda estera.

## Tessile e abbigliamento: tra pressione internazionale e opportunità di rilancio

Dopo due anni di decisa ripresa (+15,5% il 2021 e +12,6% il 2022), guidata dalle esportazioni, dai consumi delle famiglie, e dalla domanda B2B, il 2023 ha segnato una brusca inversione (produzione -2,8%). Tra le cause dell'inversione, il raffreddarsi della domanda interna per la perdita di potere di acquisto da parte delle famiglie, e la contrazione della domanda estera, a seguito della crescente competizione asiatica e del rallentamento del segmento lusso. Il 2024 ha registrato un ulteriore deterioramento (-4,0%), sempre dovuto alla contrazione della domanda estera (contributo di -2,8 p.p.) e alla stagnazione della domanda interna. Il 2025 ha mostrato una lieve contrazione della produzione (-0,3%), con effetti eterogenei delle varie componenti di domanda: la spesa delle famiglie ha contribuito positivamente alla crescita (+0,3 p.p.), diversamente dalle esportazioni (-0,5 p.p.).

Per il 2026 e 2027, è atteso un ritorno alla crescita della domanda estera (contributo di +0,8 p.p. nel 2026 e +0,9 p.p. nel 2027), e una ripresa della domanda di filiera (+0,4 p.p. di contributo nel 2026, +0,3 p.p. nel 2027). La produzione dovrebbe attestarsi quindi su di un sentiero di cauta stabilizzazione (+1,3% nel 2026, +1,2% nel 2027). La ripresa delle esportazioni resta esposta al contesto internazionale, dove le pressioni dei produttori asiatici su mercati terzi potrebbero portare ad una riduzione delle quote italiane in Asia e Medio Oriente.

Figura 71: Volume della produzione nell'industria tessile e abbigliamento (ATECO 13-15) e contributi, Italia - var. %

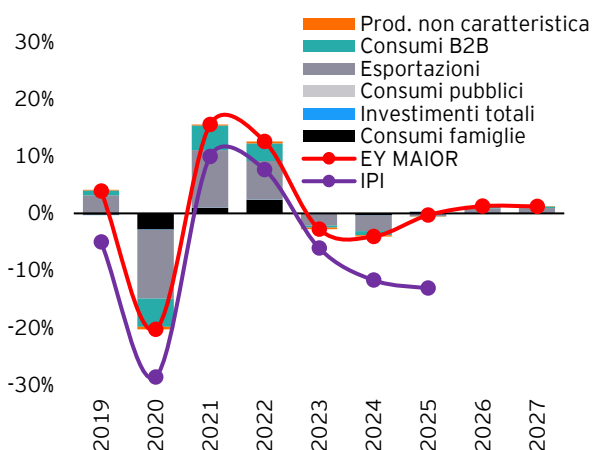
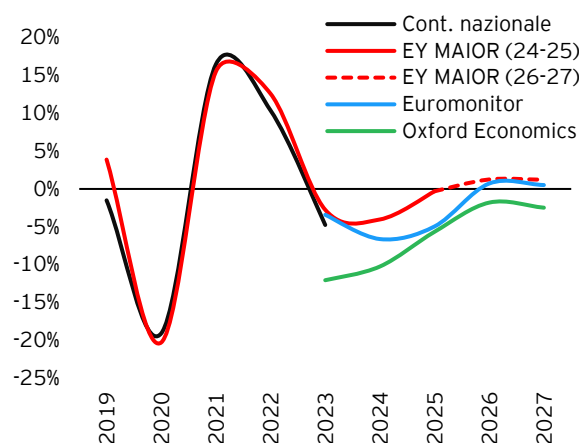


Figura 72: Volume della produzione nell'industria tessile e abbigliamento (ATECO 13-15) - previsioni di crescita



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite modello macroeconomico proprietario EY MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations), Euromonitor, Oxford Economics. IPI: Indice della Produzione Industriale.

## Macchinari e apparecchiature n.c.a.: una ripresa ordinata e rivolta ai mercati internazionali

Gli anni della ripresa post-Covid hanno visto una crescita sostenuta, grazie alla domanda globale di beni strumentali, e agli incentivi pubblici a stimolo degli investimenti nazionali. Il 2024 ha segnato una battuta di arresto (-1,4%), per via della contrazione degli investimenti (contributo di -0,4 p.p.), dovuta a ritardi nell'attuazione degli incentivi pubblici, e a una contrazione della domanda estera (contributo di -1,1 p.p.). Il 2025 ha segnato una stazionarietà (+0,0%), con gli effetti contrastanti di una ripresa della spesa nazionale

in macchinari (contributo degli investimenti: +0,3 p.p.), a fronte di un calo delle esportazioni (contributo di -0,5 p.p.); la domanda B2B vede una moderata espansione (contributo di +0,2 p.p.).

Gli anni 2026 e 2027 dovrebbero avviare una ripresa della crescita (rispettivamente +1,7% e +1,4%), prevalentemente grazie all'espansione della domanda estera (contributo di +1,2 p.p. e +1,3 p.p. rispettivamente). Gli investimenti mostrano una lieve espansione nel 2026 (contributo alla crescita della produzione per +0,3 p.p.), mentre sono attesi contrarsi nel 2027 (-0,2 p.p.). È invece atteso essere positivo il contributo della domanda B2B (+0,2 p.p. entrambi gli anni). La concorrenza dei produttori asiatici, in particolare cinesi, rappresenta il principale rischio per la tenuta della crescita nel 2027, soprattutto a causa di una maggiore pressione sui prezzi.

Figura 73: Volume della produzione nella produzione di macchine ed apparecchi meccanici n.c.a. (ATECO 28) e contributi, Italia - var. %

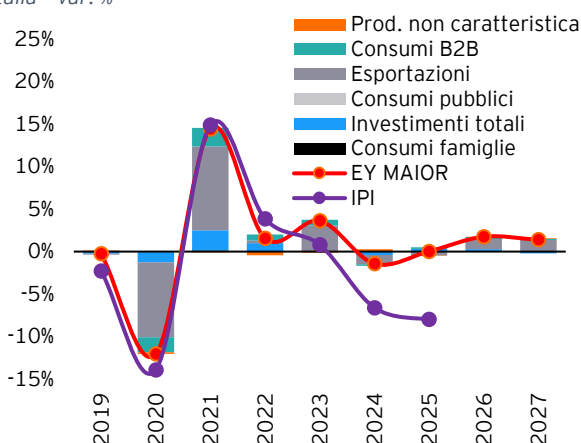
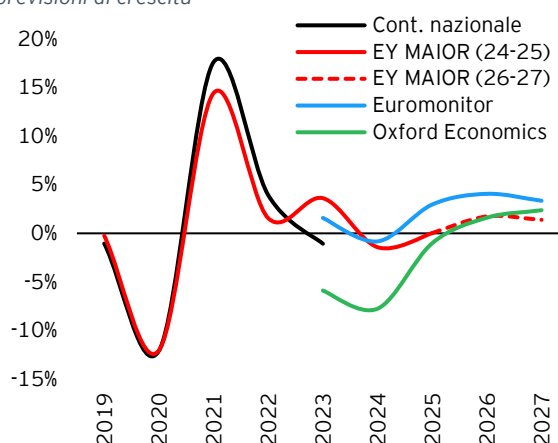


Figura 74: Volume della produzione nella produzione di macchine ed apparecchi meccanici n.c.a. (ATECO 28) - previsioni di crescita



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite modello macroeconomico proprietario EY MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations), Euromonitor, Oxford Economics. IPI: Indice della Produzione Industriale.

## Autoveicoli, rimorchi e semirimorchi: le crisi e le opportunità della transizione

Dopo il significativo rimbalzo del 2021 (+18,9%), la crescita è continuata anche nel 2022 (+5,8%) e nel 2023 (+11,1%), prevalentemente grazie all'espansione della domanda estera. Il 2024 ha rappresentato una forte battuta d'arresto per la crescita (-10,3%), a causa dell'inversione della dinamica delle esportazioni (contributo di -8,9 p.p.). Nel 2025, la produzione ha registrato un altro calo (-3,2%), per via di una ulteriore contrazione delle esportazioni (contributo di -3,6 p.p.).

Figura 75: Volume della produzione nella produzione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi (ATECO 29) e contributi, Italia - var. %

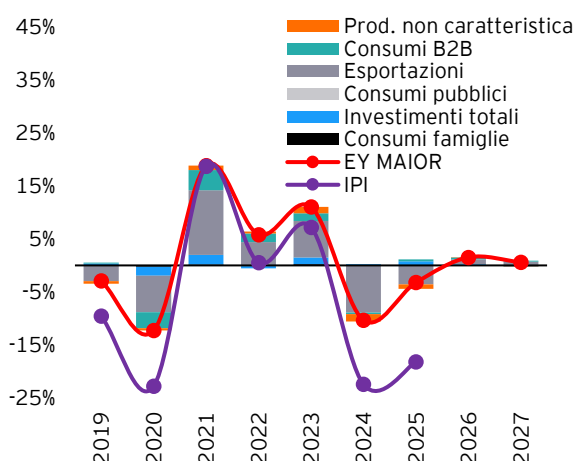
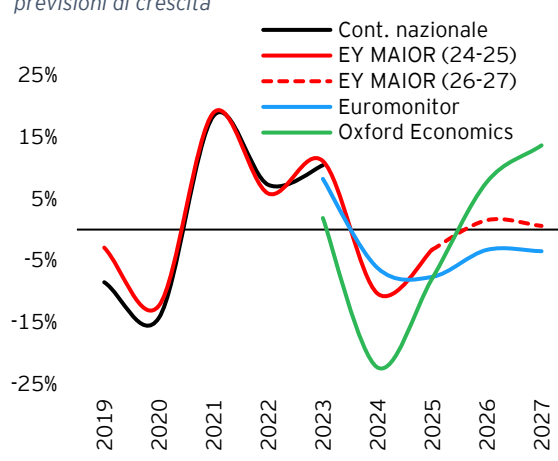


Figura 76: Volume della produzione nella produzione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi (ATECO 29) - previsioni di crescita



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon tramite modello macroeconomico proprietario EY MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations), Euromonitor, Oxford Economics. IPI: Indice della Produzione Industriale.

Per il 2026 e 2027 ci attendiamo una ripresa della crescita (+1,5% e +0,6%), a parziale recupero di quanto sperimentato nei due anni precedenti. Contribuiscono positivamente le esportazioni (rispettivamente +1,0 p.p. e +0,7 p.p.), e la domanda B2B (contributo di +0,3 p.p. e +0,2 p.p.), mentre è diverso il ruolo degli investimenti (contributo di +0,1 p.p. e -0,2 p.p.). Un punto cruciale rimane la transizione verso la mobilità sostenibile: la componentistica italiana è infatti focalizzata prevalentemente sui motori tradizionali, motivo per cui senza un rilancio industriale mirato, il 2027 rischia di consolidare un ridimensionamento produttivo di lungo termine. Permane inoltre la difficoltà di intercettare una domanda nazionale che, anche quando in espansione, rischia di rimanere prevalentemente rivolta a prodotti di importazione.

## Conclusioni

Come mostrato, la forte eterogeneità settoriale rende necessario un approccio che tenga conto delle caratteristiche uniche di ciascun contesto produttivo. EY MAIOR risponde a questa esigenza, identificando i driver di crescita di ciascun settore, garantendo allo stesso tempo una coerenza tra l'analisi settoriale e lo scenario macroeconomico nazionale ed internazionale.

Conoscere ed analizzare le dinamiche settoriali permette di individuare i comparti dell'industria e dei servizi più esposti alle dinamiche esterne, potendo così valutare con più dettaglio le potenziali ripercussioni di eventuali shock sull'economia italiana.

# Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili al 16 giugno 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'1,8%, a cui seguirà una crescita più dinamica nel 2027 (al 2,5%);
- **Gas naturale:** si assume che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 15 \$/mmbtu nel 2026; per il 2027 si ipotizza una quotazione media di 12 \$/mmbtu;
- **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio medio intorno a 91 \$/bbl nel 2026 e 80 \$/bbl al 2027;
- **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 di Finanza Pubblica di aprile 2026,<sup>74</sup> e gli ultimi dati sul settore pubblico da contabilità nazionale ISTAT;
- **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza un ulteriore aumento di 25 punti base dei tassi di interesse di riferimento di politica monetaria a settembre 2026, ed un mantenimento costante dei tassi di interesse di politica monetaria nei primi nove mesi del 2027; tra settembre e dicembre 2027 ci si attende due tagli dei tassi di politica monetaria da 25 punti base l'uno.

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:** l'accordo di inizio giugno tra USA e Iran può rappresentare l'accordo definitivo per la risoluzione del conflitto in Medio Oriente, con conseguente normalizzazione delle quotazioni del petrolio e del gas e riduzione dei rischi inflazionistici;
- **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 più repentina di quanto atteso si tradurrebbe in una più semplice gestione dell'inflazione e in un allentamento della politica monetaria, 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 del conflitto in Medio Oriente e la riduzione delle tensioni geopolitiche potrebbero portare a possibili tagli dei tassi a supporto della crescita delle economie dell'Eurozona;
- **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;

<sup>74</sup> Documento di Finanza Pubblica, aprile 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/001505177.pdf>.

- 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 fronti geopolitici aperti a livello internazionale (principalmente il conflitto in Medio Oriente) potrebbero peggiorare e non trovare una soluzione nel breve/medio periodo, aggiungendo incertezza ad un contesto mondiale già precario. 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. 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), rappresenta 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 comportare una crescita della domanda estera di beni italiani ridotta;
- Tecnologia: l'adozione di nuove soluzioni tecnologiche potrebbe non supportare la crescita come atteso, con minori benefici per le economie che le adottano.

# Appendice tecnica

## HEY-MoM: Hybrid EY MModel for the Macroeconomy<sup>75</sup>

La realizzazione di un nuovo modello macroeconomico 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>76</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>75</sup> Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

<sup>76</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 MAIOR (Model for the Analysis of Input-Output Relations)

I moderni modelli macroeconomici trimestrali costituiscono uno strumento pratico e consolidato per la generazione di proiezioni coerenti e tempestive per le principali componenti di domanda a livello aggregato. La loro principale limitazione, tuttavia, risiede nella scarsa possibilità di attribuire le dinamiche aggregate a specifici settori. Allo stesso tempo, le tavole Input-Output e la tradizione analitica ad esse associata, risalente a Leontief (1936, 1986), offrono un framework naturale per la quantificazione dei legami intersettoriali di produzione, e per la ricostruzione della trasmissione degli shock di domanda tra i settori. Tuttavia, le tavole Input-Output non sono strumenti di previsione di per sé, poiché richiedono l'integrazione con uno scenario macroeconomico esterno. Un approccio macro-settoriale interamente integrato introdurrebbe invece elevati costi associati alla stima di grandi modelli disaggregati.

In questo contesto, e secondo lo spirito di Eckstein et al. (1971), si inserisce MAIOR, che può essere definito come un framework data-driven, costruito allo scopo di tradurre le proiezioni macroeconomiche aggregate in previsioni annuali settoriali, all'interno di una struttura top-down. MAIOR combina la consistenza aggregata dei modelli macroeconomici con i legami settoriali tipici del sistema input-output, permettendo allo stesso tempo di incorporare indicatori settoriali mensili non appena disponibili.

### Il framework

MAIOR complementa la proiezione macroeconomica aggregata mediante due "blocchi" distinti, nello spirito di Adams (1986). Il primo blocco è un sistema di equazioni bridge, che disaggrega le principali componenti di domanda tra i settori. Il secondo blocco utilizza i legami input-output per trasformare la domanda finale disaggregata in previsioni coerenti di produzione, importazioni, e domanda intermedia, sfruttando i coefficienti derivati dalle tavole.

Nel primo blocco, le equazioni bridge ripartiscono gli aggregati forniti dal modello macroeconomico in componenti di domanda con un elevato dettaglio. Le equazioni bridge, quindi, sono specificate come relazioni in forma ridotta, nelle quali le variabili disaggregate sono calcolate tenuto conto dei rispettivi aggregati. Oltre alle proiezioni macro, le equazioni bridge sono arricchite da ulteriori 12 indicatori (e.g., fiducia dei consumatori, immatricolazioni, VIX, ecc.). Infine, i modelli MIDAS permettono di includere dati a frequenza mensile. La previsione dei MIDAS integra la previsione dei modelli bridge, secondo il metodo indicato da Diebold (2024b).

Le previsioni disaggregate fornite dal blocco dei bridge non sono tuttavia omogenee per classificazione: i consumi delle famiglie sono espressi per categoria di consumo, gli investimenti per asset non finanziario, mentre esportazioni e consumi pubblici presentano già il dettaglio settoriale. Pertanto, all'interno del blocco input-output, le componenti di domanda finale vengono ricondotte ad un formato comune, ovvero vettori di domanda per settore, misurati a prezzi base costanti. La procedura di conversione tiene anche conto della necessità di allocare i margini commerciali, i margini di trasporto, e lo scorporo delle imposte nette dai prodotti. In questo modo, le componenti di domanda finale sono espresse coerentemente con i principi contabili delle tavole input output.

Infine, le componenti di domanda disaggregate vengono "ripulite" delle importazioni, in modo che solo la componente nazionale della domanda vada ad attivare la produzione. MAIOR è orientato alla domanda: i legami intersettoriali, attivati dalla domanda finale nazionale, restituiscono la stima della produzione e della domanda intermedia.

## Valutazione della performance di previsione

L'accuratezza previsiva di MAIOR è valutata confrontando le previsioni del valore della produzione per branca per gli anni  $t+1$  e  $t+2$ , elaborate con le informazioni disponibili a marzo dell'anno  $t+1$ , con i corrispondenti risultati di contabilità nazionale. L'esercizio mira a distinguere le diverse fonti dell'errore previsivo finale.

Una prima fonte ("Layer 1") riguarda il "blocco" input-output. Poiché le tavole input-output sono disponibili con ritardo, i coefficienti tecnici, i coefficienti di conversione e le quote di importazione utilizzati si riferiscono, per l'Italia, all'anno  $t-3$ . L'errore riflette quindi lo scostamento tra tali coefficienti con lag e le relazioni effettive degli anni previsivi. In questo blocco rientra anche la gestione della componente delle scorte, che in MAIOR non sono previste separatamente ma considerate implicitamente nel meccanismo input-output. La seconda fonte ("Layer 2") deriva dai sistemi di allocazione "bridge", che distribuiscono lo scenario macroeconomico aggregato tra componenti dettagliate della domanda finale. I relativi errori misurano quindi la capacità del modello di ripartire correttamente gli sviluppi aggregati prima della propagazione settoriale.

L'errore del "Layer 1" identifica gli errori derivanti dalla prima fonte (blocco input-output). L'errore del "Layer 2" cumula invece gli errori della prima e della seconda fonte, e individua la performance di EY MAIOR a partire da uno scenario macro "esatto", cioè senza errori di previsione. Il "Layer 2" identifica quindi la performance "pura" del modello, essendo lo scenario macroeconomico trattato come una variabile esogena. EY MAIOR è stato sottoposto al test di Diebold e Mariano (1995), su tre gruppi: tutti i settori, solo settori manifatturieri, solo settori di servizi. L'ipotesi nulla è rifiutata all'1% per tutti e tre i gruppi, e per entrambi i Layer di errore, eccetto che per il caso del Layer 2 dei servizi, 2 passi avanti, per il quale l'ipotesi nulla è rifiutata al 10%.

## Riferimenti bibliografici

- Adams, F. G. (1986), *The Business Forecasting Revolution, Nation-Industry-Firm*, Oxford University Press.
- Bai, J. and S. Ng (2004), "A Panic Attack on Unit Roots and Cointegration", *Econometrica*, Vol. 72, No. 4, pp. 1127-1177.
- Bardsen, G., A. den Reijer, P. Jonasson, and R. Nymoen (2012), "MOSES: Model for studying the economy of Sweden", *Economic Modelling*, Vol. 29, No. 6, pp. 2566-2582.
- Barker, T. and W. Peterson (1987), *The Cambridge Multisectoral Dynamic Model of the British Economy*, Cambridge University Press.
- Box, G. E. P. (1976), "Science and statistics", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 71, No. 356, pp. 791-799.
- Carvalho, V. M. and A. Tahbaz-Salehi (2019), "Production Networks: A Primer", *Annual Review of Economics*, Vol. 11, pp. 635-663.
- Ciccarelli, M., M. Darracq Paries, and R. Priftis (2024), "ECB macroeconomic models for forecasting and policy analysis", *ECB Occasional Paper Series No 344*.
- Commission of the European Communities (1993), *HERMES: Harmonized Econometric Research for Modelling Economic Systems*, North Holland.
- Del Negro, M., J. di Giovanni and K. Dogra (2025), "Is the green transition inflationary?", *Staff Reports of the Federal Reserve Bank of New York*, No. 1053 (revised).
- Del Negro, M. and F. Schorfheide (2013), "DSGE Model-Based Forecasting", in G. Elliott and A. Timmermann (eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 2, pp. 57-140, Elsevier.

- Diebold, F. X. (2024a), *Econometric Data Science: A Predictive Modeling Approach*, University of Pennsylvania, <https://www.sas.upenn.edu/~fdiebold/Teaching104/Econometrics.pdf>
- Diebold, F. X. (2024b), *Forecasting in Economics, Business, Finance and Beyond*, University of Pennsylvania, <https://www.sas.upenn.edu/~fdiebold/Teaching221/Forecasting.pdf>
- Diebold, F. X., and R. Mariano (1995), "Comparing predictive accuracy", *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 13, pp. 253-263.
- Eckstein, O., E. Green and V. Sundararajan (1971), "New Approaches in Input-Output Analysis", *Business Economics*, Vol. 6, No. 1, pp. 73-77.
- EY (2026), "Technical Appendix", *EY Italian Macroeconomic Bulletin*, No. 14, March, pp. 40-41. <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/it-it/newsroom/2026/03/documents/ey-macro-bulletin-2026q1-eng.pdf>
- Foroni, C., M. Marcellino and C. Schumacher (2015), "Unrestricted Mixed Data Sampling (MIDAS): MIDAS Regressions with Unrestricted Lag Polynomials", *Journal of the Royal Statistical Society: Series A*, Vol. 178, No. 1, pp. 57-82.
- Ghysels, E., V. Kvedaras, and V. Zemlys-Balevičius (2020), "Mixed data sampling (MIDAS) regression models", in H. D. Vinod and C. R. Rao (eds.), *Handbook of Statistics*, Vol. 42, chapter 4, pp. 117-153, Elsevier.
- Ghysels, E. and M. Marcellino (2018), *Applied Economic Forecasting using Time Series Methods*, Oxford University Press.
- Ghysels, E., P. Santa-Clara, and R. Valkanov (2002), "The MIDAS Touch: Mixed Data Sampling Regression Models", *Working paper, UNC and UCLA*.
- Ghysels, E., A. Sinko, and R. Valkanov (2007), "MIDAS regressions: Further results and new directions", *Econometric Reviews*, Vol. 26, No. 1, pp. 53-90.
- Grassini, M. (1983), "A system of demand equations for medium-to-long-term forecasting with input-output econometric models", *Economic Notes*, No. 2, pp. 84-96.
- Green, K. C. and J. S. Armstrong (2015), "Simple versus complex forecasting: The evidence", *Journal of Business Research*, Vol. 68, No. 8, pp. 1678-1685.
- Hendry, D. F. and M. P. Clements (2002), "Pooling of forecasts", *Econometrics Journal*, No. 5, pp. 1-26.
- Hendry, D.F. and H.-M. Krolzig (2005), "The Properties of Automatic GETS Modelling", *The Economic Journal*, Vol. 115, No. 502, pp. C32-C61.
- Hoover, K. D. and S. J. Perez (1999), "Data Mining Reconsidered: Encompassing and the General-to-Specific Approach to Specification Search", *Econometrics Journal*, Vol. 2, pp. 167-191.
- Im, K. S., M. H. Pesaran and Y. Shin (2003), "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics*, Vol. 115, No. 1, pp. 53-74.
- Leontief, W. (1936), "Quantitative Input and Output Relations in the Economic Systems of the United States", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 18, No. 3, pp. 105-125.
- Leontief, W. (1986), *Input-Output Economics* (2nd ed.), Oxford University Press.
- Mariano, M. J. M., G. Verikios and K. W. Clements (2025), "Are input-output coefficients really fixed?", *Applied Economics*, Vol. 57, No. 7, pp. 753-776.
- Miller, R. E. and P. D. Blair (2009), *Input-Output Analysis, Foundations and Extensions*, 2<sup>nd</sup> ed., Cambridge University Press.
- Pagan, A. (2003), "Report on modelling and forecasting at the Bank of England", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Spring, pp. 60-88.
- Pesaran, M. H. (2007), "A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 22, No. 2, pp. 265-312.

- Pesaran, M. H., T. Schuermann and L. V. Smith (2009), "Forecasting economic and financial variables with global VARs", *International Journal of Forecasting*, Vol. 25, pp. 642-675.
- Pesaran, M. H. and R. Smith (1985), "Evaluation of Macroeconometric Models", *Economic Modelling*, Vol. 2, No. 2, pp. 125-134.
- Preston, R. S. (1972), "The Wharton Annual and Industry Forecasting Model", in *Studies in Quantitative Economics No. 7*, Wharton School.
- Rubbo, E. (2023), "Networks, Phillips Curves, and Monetary Policy", *Econometrica*, Vol. 91, No. 4, pp. 1417-1455.
- Stock, J. H. and M. W. Watson (2004), "Combination forecasts of output growth in a seven-country data set", *Journal of Forecasting*, No. 23, pp. 405-430.
- Zellner, A. (2001), *Keep it sophisticatedly simple*, Cambridge University Press.

## 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, strategy & 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.

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)