

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°16 | Settembre 2026



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

Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati	12
03. Il quadro europeo	19
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	19
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	23
04. L'economia italiana	33
04.1 L'andamento dell'economia reale	33
04.2 L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia	34
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	38
05.1 Approfondimento: Stabilità finanziaria in un contesto di elevato debito	42
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	50
07. Appendice Tecnica	52

Executive summary

- La crescita dell'economia mondiale si è attestata, nel 2025, al 3,5%; a questa è attesa seguire una espansione più contenuta nel 2026 (3,0%) e un rafforzamento nel 2027 (3,4%). Il quadro globale rimane caratterizzato da una forte eterogeneità tra le principali economie, in un contesto di elevata incertezza.
- 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), sui prezzi delle materie prime energetiche e sulle catene di approvvigionamento globali; l'indice di rischio geopolitico, pur in progressiva moderazione negli ultimi mesi, permane su livelli storicamente elevati.
- Negli Stati Uniti la crescita è attesa al 2,3% nel 2026 e al 2,2% nel 2027, dopo il 2,1% del 2025, mentre l'inflazione resta sopra l'obiettivo del 2%. In questo contesto, il 16 settembre la Federal Reserve ha deciso per un rialzo dei tassi di interesse di 0,25 punti percentuali, il primo rialzo dopo circa tre anni.
- L'Eurozona è attesa sperimentare una crescita contenuta nel 2026 (0,9%), in leggero miglioramento nel 2027 (1,2%), dopo l'1,4% del 2025. Nel secondo trimestre del 2026 il PIL è cresciuto dello 0,4% congiunturale (1,2% su base tendenziale), ma 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, 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: l'inflazione headline nell'Eurozona è stata pari al 3,2% ad agosto 2026, in leggero aumento rispetto al 3,0% di luglio, a fronte di una componente core al 2,1%. Le nuove proiezioni dello staff della Banca Centrale Europea indicano un'inflazione al 3,0% nel 2026, 2,5% nel 2027 e 2,1% nel 2028. In risposta, il 10 settembre la BCE ha deciso per un rialzo dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria – portando i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali, marginale e sui depositi rispettivamente al 2,65%, 2,90% e 2,50% – mantenendo un atteggiamento *data-dependent* circa le evoluzioni del contesto macroeconomico.
- In Italia, l'industria mostra un andamento debolmente negativo: a luglio la produzione industriale ha registrato una contrazione tendenziale dello 0,1%, collocandosi ancora circa 6 punti percentuali al di sotto della media del 2021. 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 ad agosto 2026 una crescita del 3,3% (dal 2,9% di luglio e dal 3,0% di giugno), 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 numero di occupati in prossimità dei massimi storici (circa 24,3 milioni) e un tasso di disoccupazione intorno al 5,8%, sostenendo i consumi delle famiglie.
- Il livello di indebitamento pubblico già richiamato tra i fattori di fragilità dell'Eurozona assume oggi un rilievo maggiore in un contesto di tassi in rialzo. Nonostante gli elevati livelli di indebitamento in diverse economie dell'area OCSE, il crescente indebitamento, e la maggiore spesa per interessi per servire il debito, le vulnerabilità non si sono finora tradotte in tensioni effettive.
- In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dell'1,0% nel 2026 e dello 0,7% nel 2027, mentre il tasso di inflazione è atteso al 3,0% nel 2026 e al 2,4% nel 2027. Il deficit pubblico è previsto al 3,1% del PIL nel 2026 e al 2,8% nel 2027, con il rapporto debito/PIL in riduzione dal 138,6% al 137,4%.

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

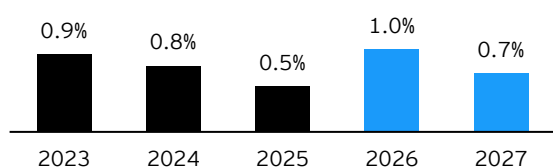
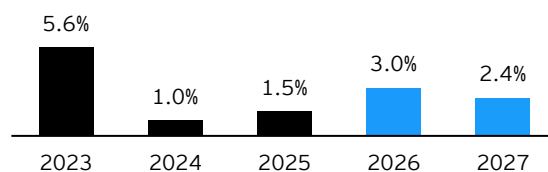


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Lo scenario globale

L'economia mondiale

Secondo gli ultimi dati forniti dal Fondo Monetario Internazionale, la crescita dell'economia mondiale si è attestata nel 2025 al 3,5%; a questa è attesa seguire una fase di espansione più contenuta nel 2026 (3,0%) e un rafforzamento nel 2027 (3,4%).¹

Tale risultato aggregato cela, come sempre, dinamiche economiche differenziate tra le principali economie mondiali. Nel dettaglio, la crescita negli Stati Uniti è stata pari al 2,1% nel 2025, a cui seguirà, secondo il Fondo Monetario Internazionale, un'espansione leggermente più dinamica nel 2026 (2,3%) e di simile entità nel 2027 (2,2%). Più contenuta appare invece la crescita dell'Eurozona, dove alla crescita dell'1,4% del 2025 seguirà un rallentamento allo 0,9% nel 2026 e una ripresa all'1,2% nel 2027.

Queste previsioni sono sostanzialmente in linea con quanto descritto nel World Economic Outlook di aprile 2026,² rispetto al quale si registra una lieve revisione al ribasso della crescita per le economie avanzate (-0,1 punti percentuali) al 2026, seguita da una revisione al rialzo di simile entità nell'anno successivo.

Dinamica simile ma di entità diversa per i paesi in via di sviluppo, ed in particolare per i paesi del Medio Oriente e Asia Centrale, per i quali ci si attende una crescita, nel 2026, dello 0,7% (-1,2 punti percentuali rispetto alle previsioni di aprile) a cui farà seguito un rimbalzo significativo (6,5% nel 2027, un valore rivisto in rialzo di 1,9 punti percentuali).

Con riferimento all'andamento del livello dei prezzi, il conflitto in Medio Oriente ha temporaneamente invertito il processo di disinflazione a livello globale.

Figura 3: PIL reale - var. %

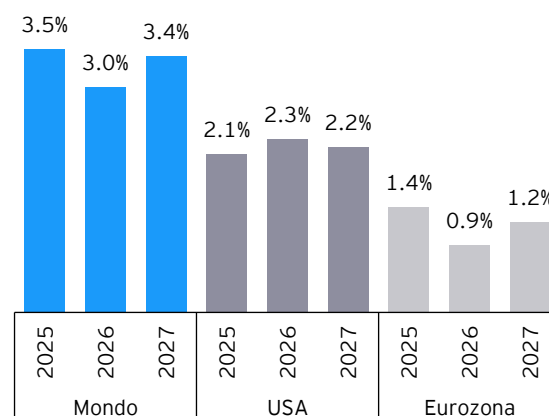
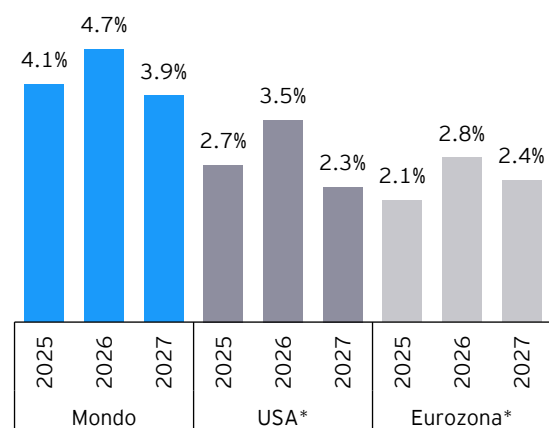


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati IMF World Economic Outlook, luglio 2026. * Fonte: OECD Economic Outlook, Volume 2026 Issue 1.

Il Fondo Monetario Internazionale, nelle sue stime di luglio, indica un aumento dell'inflazione nel 2026 rispetto all'anno precedente (4,7% a livello mondiale, dopo il 4,1% del 2025; a questo seguirà un rientro parziale del livello dei prezzi), aumento confermato anche dalle stime di giugno dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo

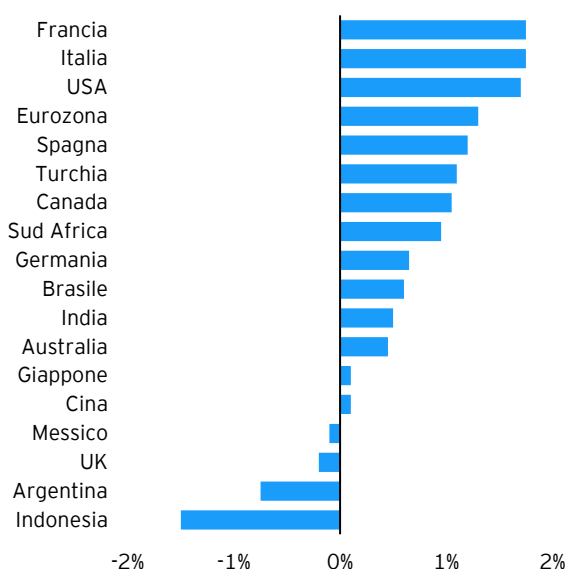
¹ IMF, Global Economy in Crosscurrents of War and Technology - World Economic Outlook Update, July 2026.

² IMF, Global Economy in the Shadow of War - World Economic Outlook, April 2026.

Sviluppo Economico, che indicano un aumento del tasso di inflazione nei paesi OCSE di circa 0,4 punti percentuali nel 2026 rispetto al 2025 (dal 4,0% al 4,4%), per poi rientrare nel 2027 (3,0%).³

L'andamento della crescita e dell'indice dei prezzi a livello globale dipendono, nella loro quasi totale interezza, dal contesto geopolitico degli ultimi mesi, che si traduce in elevati livelli di incertezza. In questo contesto, la guerra in Medio Oriente tra USA e Iran rappresenta il primo punto di attenzione da monitorare con attenzione per capire la direzione dell'economia globale nel breve-medio termine. Soprattutto sul fronte dei prezzi, infatti, il conflitto in Medio Oriente rappresenta un fattore importante di influenza nei principali paesi del mondo, come sottolineato dal Fondo Monetario Internazionale.⁴

Figura 5: Variazione del tasso di inflazione da febbraio 2026 a giugno 2026 - punti percentuali



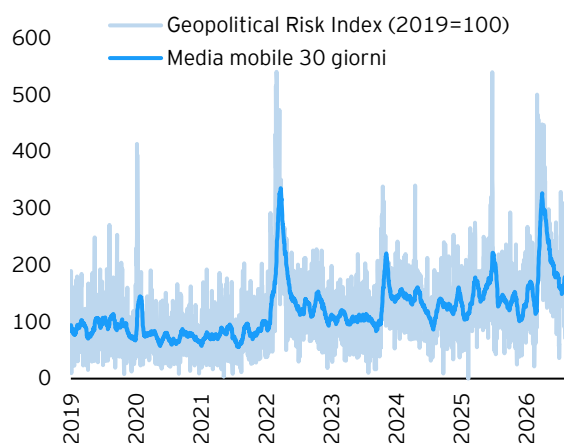
Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

È importante in ogni caso notare come gli effetti del conflitto in Medio Oriente sull'andamento dell'inflazione siano diversi tra i diversi paesi del mondo: questa divergenza è il risultato di diversi fattori ed elementi peculiari delle diverse economie (quali ad esempio l'andamento storico dell'inflazione, la dimensione

del *pass-through*⁵ dei maggiori costi dell'energia sul livello dei prezzi al consumo, nonché le scelte di policy poste in essere per far fronte a questi eventi), che differenziano l'effetto complessivo sull'andamento dei prezzi dei diversi paesi.⁶

Il conflitto in Medio Oriente continua quindi a pesare sul quadro geopolitico d'insieme, come dimostrato dall'andamento dell'indice rappresentativo del rischio geopolitico (Geopolitical Risk Index). Quest'ultimo, infatti, nonostante una progressiva moderazione significativa nel corso degli ultimi mesi, continua ad attestarsi su valori molto elevati, superiori rispetto ai valori pre-pandemia, e al momento in linea con i valori registrati tra il 2024 ed il 2025.

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



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019).⁷ Ultimo aggiornamento: 8 settembre 2026.

Oltre al *Geopolitical Risk Index*, l'incertezza globale è rappresentata anche da altri indicatori: si pensi, a questo proposito, all'Economic Policy Uncertainty Index, un indice di incertezza caratterizzato da un perimetro più ampio, il quale mostra una riduzione negli ultimi mesi nonostante il livello complessivo sia ancora elevato. Un ulteriore indicatore è poi dato dal World Uncertainty Index, il quale mostra una dinamica sostanzialmente in linea con gli altri due indicatori.

³ OECD Economic Outlook, Volume 2026 Issue 1.

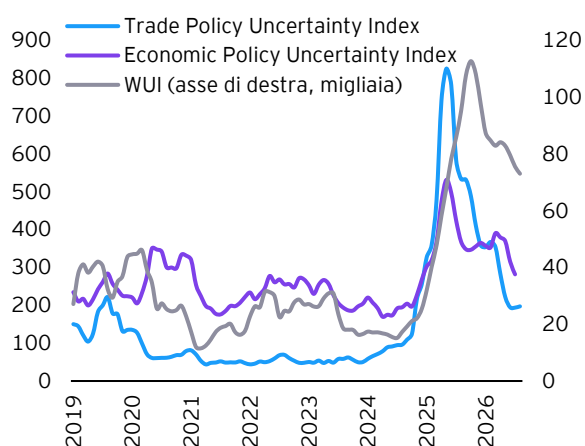
⁴ Georgieva, K. (2026) - Global Economy Endures War Shock-So Far, IMF Blog, 15 giugno 2026.

⁵ Il *pass-through* (o "trasmissione dei prezzi") indica in che misura una variazione di un costo o di un prezzo "a monte" (e.g., costi di trasporto) si trasferisce sui prezzi "a valle" (prezzi al consumo).

⁶ Imam, P. A. e Poghosyan, T. (2026) - One Global Shock, Many Inflation Paths: Explaining Post-COVID Inflation Divergence, IMF Working Paper 26/103.

⁷ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo, "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", revised November 2019, Journal of Monetary Economics, forthcoming.

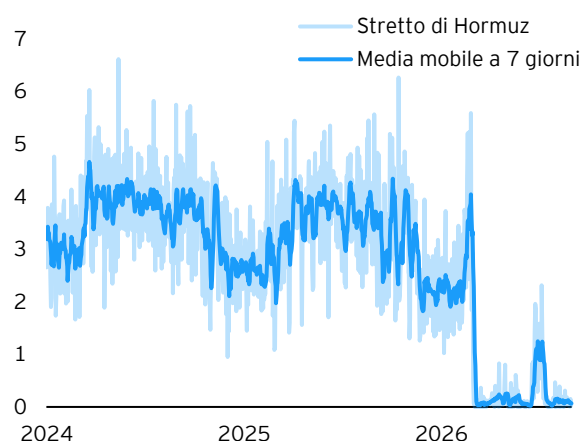
Figura 7: Indici di incertezza, Mondo - medie mobili a 3 mesi



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Caldara et al. (2019),⁸ Economic Policy Uncertainty database. WUI: World Uncertainty Index. Ultimo aggiornamento: 8 settembre 2026.

L'andamento dell'incertezza globale è dovuto quindi in buona parte ai recenti avvenimenti in Medio Oriente, che si traducono in maggiori tensioni lungo una delle principali rotte commerciali marittime, ovvero lo Stretto di Hormuz. Si pensi, a titolo di esempio, che in questo stretto transitavano, prima del conflitto, circa 20 milioni di barili al giorno di greggio e prodotti petroliferi, equivalenti al 20% del consumo globale giornaliero di petrolio, oltre a numerose altre tipologie di prodotti (come fertilizzanti, elio, ed altro). 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, al netto della temporanea riapertura dello stretto a seguito del *memorandum* di giugno 2026.

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: 8 settembre 2026.

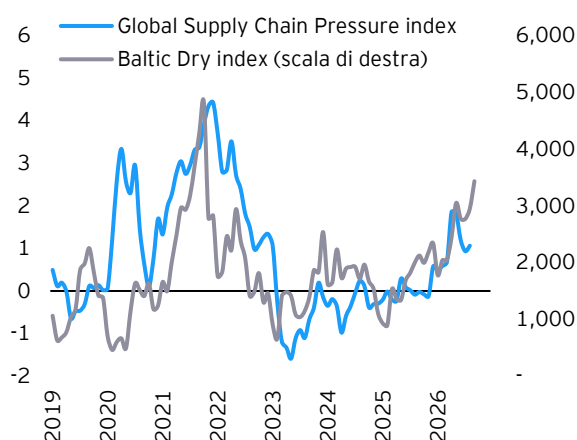
Le complessità registrate nello Stretto di Hormuz si riflettono sulle condizioni delle catene di fornitura globali. Il Global Supply Chain Pressure Index della Federal Reserve Bank di New York e il Baltic Dry Index, due indici rappresentativi delle tensioni lungo le catene di fornitura, mostrano entrambi 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.

Questo fenomeno assume una rilevanza particolare alla luce della più recente evidenza empirica sul legame tra catene di fornitura e dinamica dei prezzi. Un recente studio della Banca Centrale Europea mostra infatti come la trasmissione degli shock dei prezzi energetici all'inflazione non sia costante nel tempo, ma risulti significativamente amplificata nelle fasi di elevata incertezza lungo le catene di fornitura. In presenza di strozzature nei nodi logistici critici – come lo Stretto di Hormuz – le imprese tendono a interpretare un aumento del prezzo dell'energia anche come segnale di un più ampio e persistente deterioramento delle condizioni di approvvigionamento, con conseguente aumento dei prezzi di vendita in via precauzionale ed un

⁸ 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.

pass-through più marcato e più duraturo sull'inflazione.⁹

Figura 9: Global Supply Chain Pressure Index e Baltic Dry Index



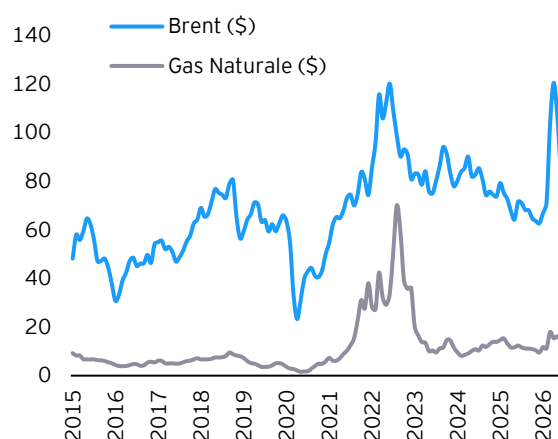
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Federal Reserve Bank of New York e Baltic Dry index. Il *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) - ovvero l'indice creato dalla NY FED per monitorare le pressioni lungo le catene di fornitura - integra una serie di metriche comunemente utilizzate con l'obiettivo 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: 8 settembre 2026.

Episodi inflattivi simili a quelli che si registrano a seguito delle dinamiche geopolitiche sperimentate negli ultimi anni hanno delle possibili ripercussioni anche sull'inflazione a lungo termine, come sottolineato in un report della *Bank of International Settlements*. All'interno di quest'ultimo, infatti, si sottolinea come la recente dinamica dell'inflazione degli anni 2021-2023 abbia portato ad un aumento delle aspettative di inflazione negli operatori economici, che sarebbero stati quindi portati ad anticipare gli aumenti di prezzo in risposta alla volatilità dei prezzi dei beni energetici e all'aumento dei prezzi in generale.¹⁰ Anche nel contesto attuale, le aspettative di una maggiore inflazione si tradurrebbero quindi in un effettivo aumento dei prezzi, a seguito di scelte degli operatori economici mirate a ridurre gli effetti dell'aumento

dei prezzi futuro (e.g., anticipazione dei consumi da parte delle famiglie, aumento dei prezzi al consumo da parte delle imprese, ecc.).¹¹

In riferimento agli effetti sui prezzi dell'energia, è inoltre interessante investigare gli ultimi dati ufficiali in materia. Il prezzo del Brent ha registrato una quotazione media pari a 67 \$/bbl¹² 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. Dopo aver toccato il picco di 120 \$/bbl ad aprile, le quotazioni hanno intrapreso un progressivo rientro, pur presentando il rischio di rialzi: gli ultimi dati disponibili indicano 85 \$/bbl a giugno, 83 \$/bbl a luglio e 91 \$/bbl ad agosto.

Figura 10: 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: agosto 2026.

Soffermandosi sulla dinamica che ha interessato il prezzo del petrolio, è importante sottolineare come la più grande interruzione dell'offerta petrolifera globale degli ultimi decenni avrebbe dovuto tradursi in un aumento dei prezzi ben più marcato di quello osservato: come anticipato, infatti, dopo il picco iniziale le quotazioni del greggio si sono stabilizzate tra 80

⁹ Merendino, A. e Monacelli, T. (2026) - Supply Chain Uncertainty, Energy Prices, and Inflation, ECB Working Paper 3230.

¹⁰ BIS, Annual economic report 2026, June 2026.

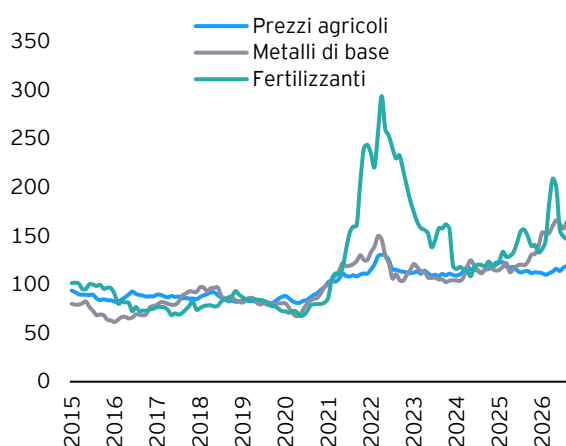
¹¹ Si faccia ad esempio riferimento a Coibion O. e Gorodnichenko Y., Inflation, expectations and monetary policy: what have we learned and to what end? revised July 2025, NBER WP 32488.

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

risultata più debole grazie a una maggiore flessibilità della domanda energetica e a un calo più marcato delle importazioni asiatiche di LNG, contribuendo a contenere le pressioni sui prezzi globali del gas.¹⁵ Ciononostante, il livello delle quotazioni del prezzo del gas naturale nel mese di agosto si posiziona ben al di sopra di quanto sperimentato negli ultimi mesi del 2025 e primi mesi del 2026.

In riferimento ai prezzi dei beni agricoli, questi hanno mostrato un andamento complessivamente stabile nel primo trimestre 2026, in calo rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Anche nei mesi di aprile, maggio e giugno, i prezzi dei beni agricoli si sono mantenuti sostanzialmente in linea con i valori sperimentati nei mesi precedenti, mostrando un calo, rispetto agli stessi mesi del 2025, rispettivamente del 3,6%, 1,5% e 0,5%. Gli ultimi due mesi (luglio ed agosto) hanno invece mostrato una dinamica diversa, con un rialzo tendenziale rispettivamente pari al 4,4% e 4,9%. Questo andamento è potenzialmente legato all'aumento del prezzo dei fertilizzanti che ha registrato una dinamica complessivamente al rialzo, anche se in riduzione negli ultimi mesi.

Figura 13: Indice dei prezzi agricoli, metalli di base e fertilizzanti (2010=100)



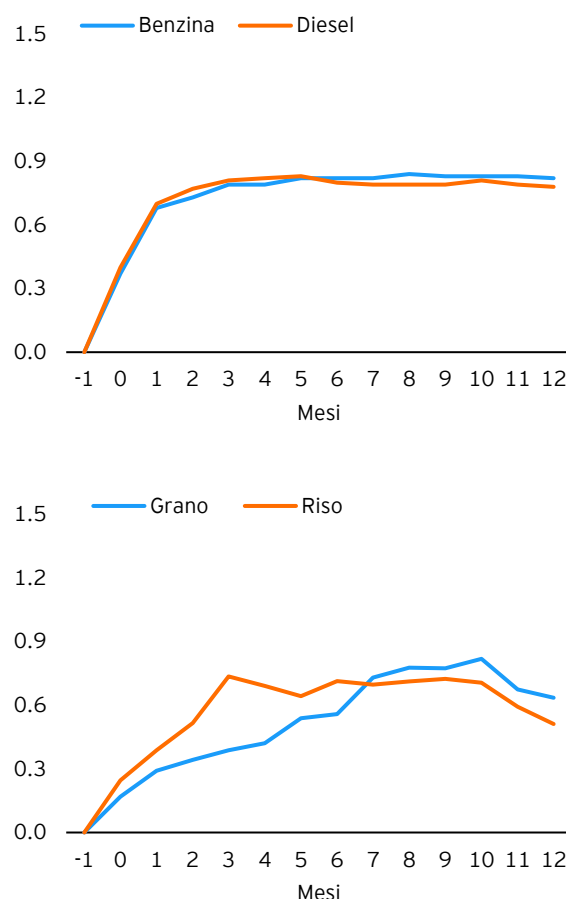
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Banca Mondiale. Ultimo dato disponibile: agosto 2026.

Soffermandosi sull'andamento dei prezzi dei beni agricoli ed energetici, è importante considerare che gli effetti di un aumento delle loro quotazioni tendono a manifestarsi con ritardo,

rispetto allo shock iniziale, sui prezzi al consumo globali.

Secondo recenti evidenze del Fondo Monetario Internazionale, il trasferimento delle variazioni dei prezzi internazionali ai prezzi al dettaglio è generalmente rapido e quasi completo per i carburanti, mentre risulta più graduale per i prodotti alimentari. Le stime indicano che la maggior parte dell'effetto sui prezzi dei carburanti si realizza entro pochi mesi, mentre per beni alimentari quali grano e riso la trasmissione richiede fino a circa dieci mesi per dispiegarsi pienamente.¹⁶

Figura 14: Pass-through di uno shock sui prezzi energetici/agricoli ai prezzi al consumo



Fonte: Nguyen, Thevenot (2026).

Questo implica che una parte delle pressioni inflazionistiche associate allo shock energetico del 2026 potrebbe continuare a trasmettersi all'economia reale anche nei prossimi trimestri,

¹⁵ Demuth et al. (2026) - Energy Shock - Why Oil and Gas Prices Have Risen Less Than Expected.

¹⁶ Nguyen, H. e Thevenot, C. (2026) - Pumps and Plates: Passthrough of International Fuel and Food Price Shocks to Domestic Markets, IMF Working Paper 26/148.

nonostante la normalizzazione osservata nelle quotazioni di petrolio e gas rispetto ai picchi registrati in primavera. In particolare, la gradualità del *pass-through* nei comparti alimentari suggerisce che gli effetti sui prezzi al consumo potrebbero risultare più persistenti rispetto a quelli osservati nei beni energetici, contribuendo a mantenere elevata l'attenzione delle banche centrali sull'evoluzione dell'inflazione core.

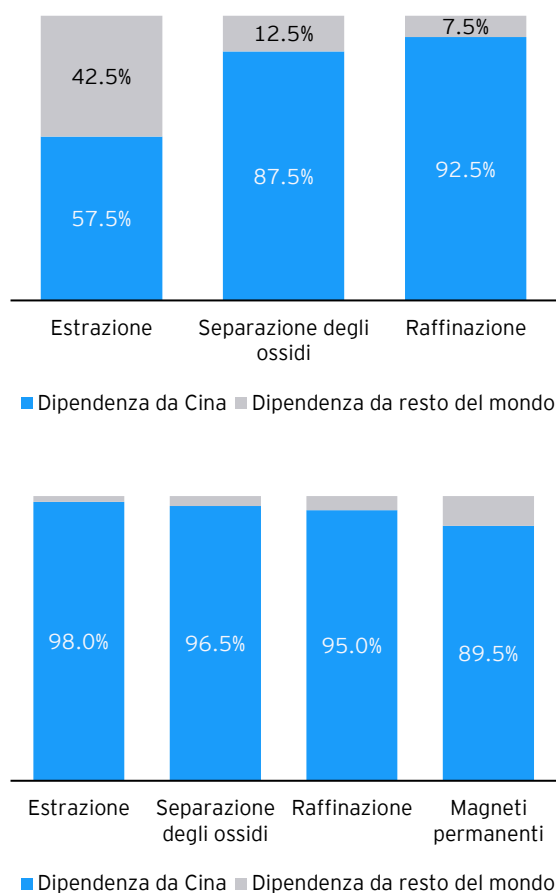
Infine, i prezzi dei metalli di base continuano lungo un percorso di crescita significativo: nel secondo trimestre 2026 l'indice ha raggiunto quota 162,8 (2010=100), in rialzo del 40% rispetto allo stesso periodo del 2025, seguito da una moderata correzione a luglio (-2,9%), e una successiva ripresa della crescita ad agosto (+4,6%). 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.

Oltre alle tensioni osservate sui mercati energetici e agricoli, il conflitto ha riportato l'attenzione su un'altra vulnerabilità strutturale dell'economia globale: l'elevata concentrazione geografica delle catene di approvvigionamento di alcune materie prime critiche. A questo proposito il tema delle terre rare è fondamentale, anche se non direttamente collegato alla questione mediorientale.

Secondo il Fondo Monetario Internazionale, infatti, la Cina mantiene una posizione dominante lungo l'intera filiera delle terre rare. Nel caso delle terre rare leggere (LREE),¹⁷ il Paese rappresenta il 57,5% dell'attività estrattiva mondiale, quota che sale all'87,5% nella separazione degli ossidi e al 92,5% nella raffinazione. La concentrazione è

ancora più elevata per le terre rare pesanti (HREE),¹⁸ per le quali la Cina controlla il 98% dell'attività mineraria, il 96,5% della separazione degli ossidi e il 95% della raffinazione dei metalli. Tale struttura evidenzia come eventuali restrizioni commerciali o interruzioni produttive possano generare effetti significativi sulle filiere industriali globali, in particolare nei settori della transizione energetica e delle tecnologie avanzate.¹⁹

Figura 15: Dipendenza dalla Cina lungo la catena del valore delle terre rare leggere (LREE, primo grafico) e pesanti (HREE, secondo grafico) - %



Fonte: Bogmans et al. (2026).

La vulnerabilità della filiera è emersa con chiarezza nell'aprile 2025, quando la Cina ha introdotto requisiti di licenza all'export per sette terre rare e per i magneti permanenti: nel punto di minimo le esportazioni di magneti sono crollate

¹⁷ LREE = Light Rare Earth Elements (terre rare leggere): gli elementi con peso atomico più basso, relativamente più abbondanti nella crosta terrestre. Includono, tra gli altri, il neodimio e il praseodimio.

¹⁸ HREE = Heavy Rare Earth Elements (terre rare pesanti): gli elementi con peso atomico più alto, molto meno abbondanti e più difficili da estrarre in quantità significative. Includono il disprosio e il terbio.

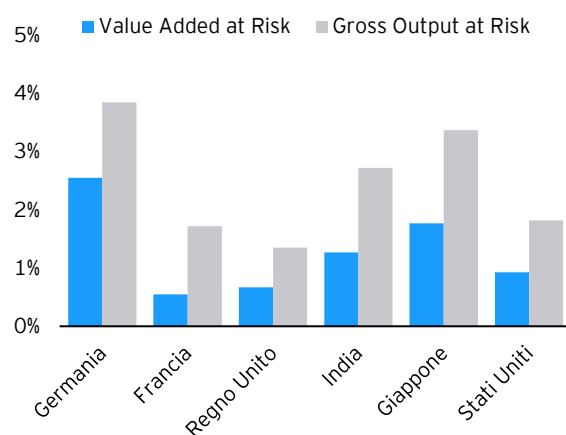
¹⁹ Bogmans, C., Cuadros-Bloch, F., Natal, J.-M. e Paloschi, A. (2026) - Industrial Policy and Supply Chain Bottlenecks in Commodity Markets: Evidence from Rare Earth Elements, IMF Working Paper 26/72.

di circa il 70% su base annua, mentre i prezzi di disprosio e terbio sui mercati europei sono quasi triplicati entro la metà del 2025. L'episodio ha innescato una nuova ondata di politiche industriali di *de-risking*, culminate negli accordi internazionali dell'ottobre 2025 che hanno mobilitato circa 6,4 miliardi di dollari tra fondi pubblici e privati. Diversificare, tuttavia, non è un processo semplice ed immediato: i nuovi progetti minerari fuori dalla Cina richiedono infatti tipicamente 10-15 anni per passare dalla scoperta alla produzione commerciale; inoltre, recenti studi hanno mostrato come una frammentazione del mercato in due blocchi avrebbe effetti dirompenti soprattutto a valle, con il prezzo delle terre rare raffinate che nel primo anno arriverebbe a impennarsi fino a circa 80 volte il livello di base (contro le circa 7,4 volte del prodotto grezzo) e una contrazione della domanda di raffinato di circa il 48%. Anche il costo del riequilibrio è rilevante: a fronte di un mercato globale delle terre rare di circa 6 miliardi di dollari, raggiungere un obiettivo di *de-risking* del 25% entro il 2035 richiederebbe, per i soli Stati Uniti, sussidi agli investimenti pari al 134% del valore annuo del mercato statunitense (circa 1,13 miliardi di dollari) in caso di azione unilaterale – quota che scenderebbe al 90% (circa 0,76 miliardi) qualora l'intervento fosse coordinato simultaneamente tra i principali paesi importatori.

Oltre agli effetti sui prezzi, è utile quantificare anche l'impatto macroeconomico complessivo di un'interruzione dell'offerta di terre rare. Una prima misura di esposizione è il *value added at risk* (VAAR), che aggrega il valore aggiunto dei settori che utilizzano terre rare, ponderato per la loro esposizione. Negli Stati Uniti, 34 dei 405 settori considerati risultano particolarmente dipendenti dalle terre rare, settori a cui si associa un valore aggiunto di circa 155 miliardi di dollari nel 2017 (0,8% del PIL nominale, di cui circa il 70% riconducibile ai soli magneti permanenti).²⁰ L'esposizione varia però sensibilmente tra i Paesi – dallo 0,4% del PIL in Francia al 2,5% in Germania – in funzione della diversa dimensione dei comparti a monte quali automotive, rinnovabili ed elettronica. Integrando questi effetti di rete in un modello di equilibrio generale, lo studio stima che una riduzione dell'80% delle forniture di terre rare determinerebbe, nel breve periodo (orizzonti inferiori all'anno, con limitata sostituibilità degli

input), perdite di PIL pari all'1,8% per il Giappone, 1,5% per gli Stati Uniti e 1,2% per la Germania, che rappresentano le economie più esposte. Su orizzonti più lunghi, con maggiore elasticità di sostituzione, gli effetti aggregati tendono invece a ridursi in misura significativa.²¹

Figura 16: Value Added e Gross Output at Risk



Fonte: Bogmans et al. (2026). Value added at risk (VAAR): valore aggiunto attribuibile alle attività dipendenti dalle terre rare, in rapporto al PIL totale. Un settore è considerato "esposto" se impiega terre rare in qualsiasi componente della produzione, a prescindere dall'intensità. Gross output at risk: produzione lorda dipendente dalle terre rare, in rapporto alla produzione lorda totale.

Nel complesso, la situazione geopolitica ed economica rimane complessa e caratterizzata da elevati livelli di incertezza, legati in particolare al conflitto in Medio Oriente e ai suoi effetti su inflazione, commercio internazionale e catene di approvvigionamento. Ad elementi strettamente congiunturali si affiancano tendenze di lungo termine, tra cui la crescente rilevanza delle materie prime critiche e la diffusione dell'Intelligenza Artificiale. Gli effetti complessivi di queste dinamiche sull'economia globale dipenderanno dall'evoluzione delle tensioni geopolitiche, dall'andamento delle quotazioni delle materie prime e dalla capacità delle economie di mitigare le vulnerabilità delle filiere produttive.

²⁰ Le tavole Input-Output considerate per l'analisi fanno riferimento al 2017.

²¹ Bogmans, C., Jerez-Osses, M., Miranda-Pinto, J. e Natal, J.-M. (2026) - Macroeconomic Effects of Rare Earths Supply Chain Disruptions, IMF Working Paper 26/73.

La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati

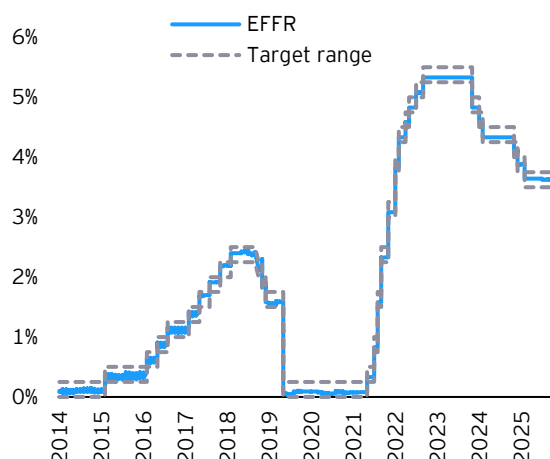
Il quadro internazionale è caratterizzato da un andamento eterogeneo delle principali economie mondiali anche nell'analisi di più breve periodo.

Stati Uniti

Il PIL degli Stati Uniti ha registrato nel secondo trimestre del 2026 una crescita annualizzata²² dell'1,5% dopo una crescita del 2,1% nel primo trimestre. Questa crescita è dovuta principalmente al contributo positivo dei consumi privati e degli investimenti (rispettivamente, 2,3 e 0,5 punti percentuali), mentre la domanda estera ha contribuito negativamente alla crescita complessiva (-1,1 punti percentuali).²³

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti continua a registrare valori superiori all'obiettivo di stabilità dei prezzi designato dalla Federal Reserve (2,0%), con un tasso di inflazione pari al 3,7% a luglio 2026, in rallentamento rispetto al valore di maggio (4,1%), ma comunque nettamente al di sopra del dato di febbraio (2,9%). Una dinamica analoga si registra per il Personal Consumption Expenditure (PCE) Price Index, in leggera crescita rispetto al dato di febbraio, ma in riduzione rispetto al massimo di maggio.²⁴

Figura 17: Tassi di riferimento di politica monetaria della Federal Reserve, Stati Uniti



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

Nel contesto attuale di crescita complessivamente sostenuta del paese e di un tasso di inflazione al di sopra valore di riferimento di stabilità dei prezzi (2%), la Federal Reserve nel suo ultimo incontro del 16 settembre ha deciso di aumentare i tassi di interesse di 0,25 punti percentuali, portando il range dei tassi tra il 3,75% ed il 4,00%, un aumento deciso all'unanimità dalla *Federal Open Market Committee* dopo circa tre anni di riduzione o mantenimento invariato dei tassi.²⁵ In questo contesto, le ultime proiezioni della Federal Reserve indicano un tasso di inflazione al 2026 al 3,7% (a cui corrisponde un tasso di inflazione core al 3,4%) a cui seguirà una riduzione nell'anno successivo (rispettivamente 2,3% e 2,5% per PCE headline e core).²⁶

In relazione al mercato del lavoro, tema di rilevanza fondamentale per la banca centrale statunitense che presenta un doppio mandato di piena occupazione e stabilità dei prezzi, questo ha registrato una dinamica positiva nel mese di agosto, dopo tre mesi meno dinamici. Nel mese di agosto, infatti, la crescita del numero di occupati è stata pari a 161.000 unità, dopo una crescita media di 38.000 unità nei tre mesi precedenti. A

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

²³ GDP (Second Estimate) and Corporate Profits, 2nd Quarter 2026, <https://www.bea.gov/news/2026/gdp-second-estimate-and-corporate-profits-2nd-quarter-2026>.

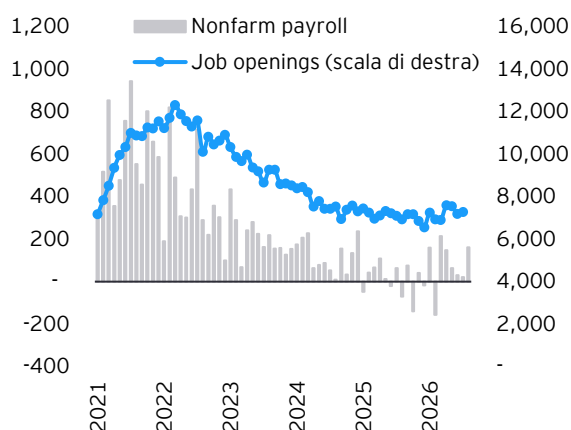
²⁴ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/data/personal-consumption-expenditures-price-index>.

²⁵ Federal Reserve issues FOMC statement, September 16, 2026, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20260916a.htm>.

²⁶ September 16, 2026: FOMC Projections materials. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtbl20260916.htm>.

questo si unisce l'andamento stabile dei nuovi posti di lavoro (*job openings*), con valori complessivamente in linea con quelli dei mesi precedenti. Il tasso di disoccupazione rimane sostanzialmente stabile intorno al 4%.²⁷

Figura 18: Variazione nel numero di nonfarm payroll e apertura di nuovi posti di lavoro - USA



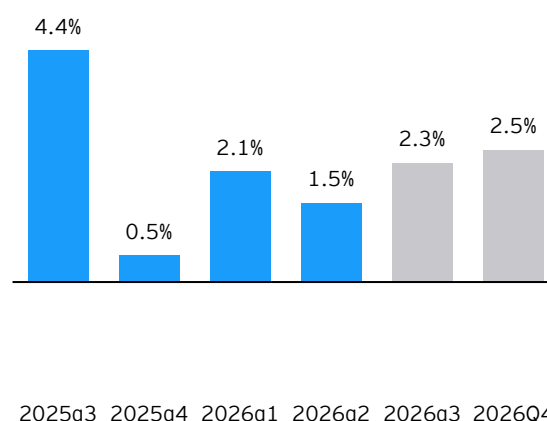
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Bureau of Labor Statistics (BLS). Con *nonfarm payroll* si fa riferimento al numero di lavoratori statunitensi nell'economia esclusi i proprietari delle aziende, i dipendenti delle famiglie, i volontari non retribuiti, i dipendenti delle aziende agricole e i lavoratori 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>.

Continuando ad analizzare i dati più recenti, si nota come a luglio 2026 la spesa per consumi abbia segnato una stazionarietà rispetto al mese precedente (0,0%), dopo una crescita positiva a maggio e giugno (0,4%).²⁸ La stagnazione nel mese di luglio è attribuibile ad una dinamica negativa dei consumi di beni (-0,6% rispetto al mese precedente, per un contributo alla crescita dei consumi di -0,2 punti percentuali) e ad una crescita debole del consumo dei servizi (0,3% a cui corrisponde un contributo positivo pari a 0,2 punti percentuali).

L'attività del comparto industriale e manifatturiero si mostra debole: il primo registra, a luglio 2026, una crescita (0,2%) rispetto al mese precedente (dopo una crescita dello 0,3% a giugno 2026 e una crescita dello 0,0% a maggio); una

dinamica simile si registra anche per il comparto manifatturiero, che nel mese di luglio registra una crescita dello 0,2%, dopo una leggera crescita nel mese precedente (0,3%). In termini tendenziali la produzione industriale e la produzione manifatturiera mostrano un andamento positivo, con una crescita rispettivamente dell'1,1% e 1,2%.²⁹

Figura 19: 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 settembre 2026.

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di settembre 2026 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra lo 0,1% ed il 3,4%, con una mediana del 2,0%,³⁰ 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 terzo e il quarto trimestre del 2026, un tasso di crescita annualizzato³¹ rispettivamente del 2,3% e 2,5%.³²

Nel commentare l'economia statunitense è importante considerare le recenti evoluzioni di politica commerciale, che rappresentano un

²⁷ Bureau of Labor Statistics, Employment Situation News Release. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>.

²⁸ Personal Income and Outlays, July 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2026/personal-income-and-outlays-july-2026>.

²⁹ Industrial Production and Capacity Utilization, July 2026. Per maggiori informazioni,

<https://www.federalreserve.gov/releases/g17/current/default.htm>.

³⁰ Federal Reserve Bank of New York, Outlook-at-Risk: Real GDP Growth, Unemployment, and Inflation, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/outlook-at-risk>.

³¹ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

³² Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

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 mondiale.

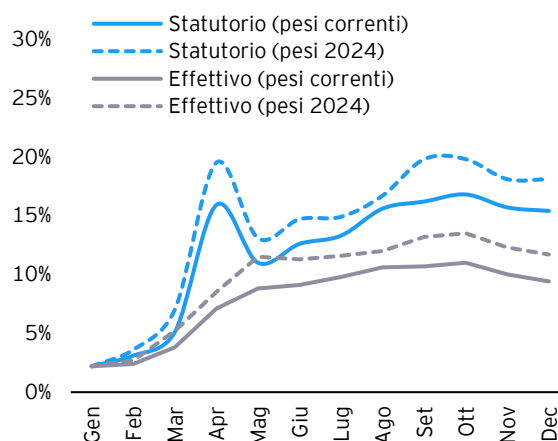
Un elemento utile per interpretare questa dinamica è il confronto tra l'aliquota tariffaria statutaria – ossia il dazio formalmente stabilito dai provvedimenti dell'amministrazione statunitense – e l'aliquota effettiva, cioè il dazio realmente incassato alla frontiera in rapporto al valore delle importazioni; le due misure hanno mostrato un divario crescente nel corso del 2025. Se a gennaio il divario era pressoché nullo, a dicembre l'aliquota statutaria media si attestava attorno al 15,5%, contro un'aliquota effettiva del 9,5% circa, un gap di circa 6 punti percentuali riconducibile a esenzioni, ritardi applicativi e comportamenti elusivi da parte degli importatori.³³ Il confronto tra le curve calcolate a pesi fissi (basati sulla composizione dell'import nel 2024) e quelle a pesi correnti (aggiornate mese per mese in base a cosa viene effettivamente importato) mostra inoltre come, usando i pesi correnti, entrambe le aliquote risultino più basse: un segnale che le importazioni si sono spostate verso beni e paesi meno colpiti dai dazi; il divario tra aliquota statutaria ed effettiva risulta particolarmente ampio per la Cina, pari a circa 10 punti percentuali.

Questa riallocazione commerciale si riflette anche sul modo in cui i dazi si trasmettono ai prezzi all'importazione. Analizzando i dati a livello di singola combinazione paese-prodotto (ad esempio "acciaio importato dal Brasile"), i dazi si scaricano quasi integralmente sui prezzi finali pagati dagli importatori USA comprensivi di dazio, mentre i prezzi fissati dagli esportatori esteri restano sostanzialmente invariati; un aumento di 8 punti percentuali dell'aliquota effettiva media tra febbraio e dicembre 2025 è associato a una contrazione delle importazioni di circa il 3,6%. Se però si osservano i prezzi aggregati a livello di prodotto – sommando cioè tutti i paesi fornitori di uno stesso bene – questi risultano in calo significativo nei comparti più colpiti dai rialzi tariffari: ciò accade perché gli importatori statunitensi sostituiscono i fornitori più cari con

fornitori più economici, spostamento che avviene soprattutto attraverso l'ingresso di nuovi fornitori a basso prezzo e l'uscita di quelli più costosi, piuttosto che tramite sconti concessi dai fornitori già presenti sul mercato. Parte di questo risparmio riflette tuttavia uno spostamento verso prodotti di qualità percepita inferiore rispetto a quelli sostituiti, con possibili ricadute negative sul benessere dei consumatori finali e sulla produttività delle imprese che utilizzano questi beni come input produttivi.

Un ulteriore elemento che ha contribuito a limitare gli effetti dei dazi sui prezzi è stata la riduzione dei margini delle imprese americane importatrici. Secondo il report della Bank of International Settlements, le imprese operanti nei settori maggiormente colpiti dai dazi hanno assorbito circa due terzi dell'aumento di prezzo nel corso del 2025, trasmettendo soltanto un terzo dell'incremento ai consumatori finali. Questa strategia potrebbe essere interpretata come una reazione temporanea all'incertezza relativa alle politiche commerciali, al fine di evitare aumenti di prezzo difficilmente reversibili in futuro.³⁴

Figura 20: Aliquota statutaria e aliquota effettiva, USA



Fonte: Ahn et al. (2026).

Regno Unito

Nel Regno Unito si è registrata una crescita dello 0,4% nel secondo trimestre del 2026, in seguito ad una crescita di 0,6% nel trimestre precedente.

³³ Ahn, J., Rotunno, L. e Ruta, M. (2026) - Tariff Pass-Through and Import Reallocation, IMF Working Paper 26/149.

³⁴ BIS, Annual economic report 2026, June 2026.

La performance del secondo trimestre del 2026 è dovuta principalmente ad una crescita del settore dei servizi e delle costruzioni (crescita rispettivamente di 0,5% e 0,3%), mentre la produzione ha registrato una stagnazione.³⁵

I dati a più alta frequenza mostrano segnali positivi: dopo una crescita nei mesi di maggio e giugno 2026 (rispettivamente 0,1% e 0,4% rispetto ai mesi precedenti), il settore dei servizi a luglio ha registrato una espansione pari allo 0,4% rispetto al mese precedente.³⁶

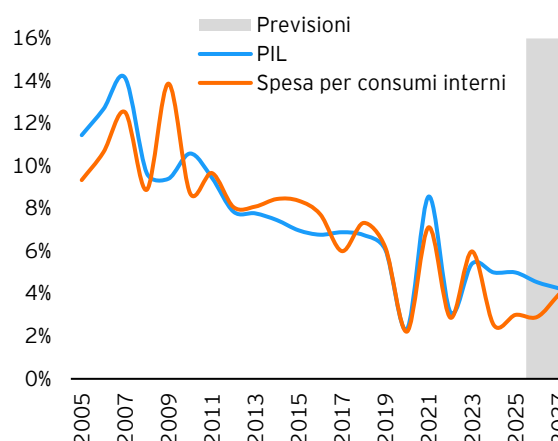
Il settore delle costruzioni si mostra stabile nel mese di luglio, con una crescita dello 0,1%, dopo due mesi di contrazione, pari allo 0,1% e a 0,8%, rispettivamente nel mese di giugno e nel mese di maggio.³⁷ In direzione simile l'industria, che nel mese di luglio ha registrato una crescita modesta (0,2%) successiva ad una contrazione dello 0,2% a giugno e dello 0,7% a maggio.³⁸

Infine, in riferimento all'andamento dei prezzi, ad agosto il tasso di inflazione è stato pari al 3,1%, in aumento rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti (2,9% a luglio, 2,6% a giugno). Il tasso di inflazione core rimane anch'esso elevato e sostanzialmente stabile rispetto al mese precedente (2,6% ad agosto, dopo un tasso al 2,6% a luglio e 2,6% a giugno).³⁹

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 dal periodo successivo alla crisi finanziaria (2008).

Figura 21: 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 secondo trimestre del 2026 del 4,3% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 5,0% nel primo trimestre del 2026 e 4,5% nel quarto trimestre dell'anno precedente. In termini congiunturali, rispetto quindi al trimestre precedente, il PIL ha registrato un incremento nel secondo trimestre dello 0,9%, dopo una crescita dell'1,3% e 1,1% rispettivamente nel primo trimestre del 2026 e nel quarto trimestre del 2025.⁴⁰

Il comparto industriale è in leggero rallentamento rispetto a giugno: nel mese di luglio, infatti, la produzione industriale ha registrato un incremento, rispetto al valore dell'anno precedente, del 4,5%, dopo aver registrato a giugno una crescita del 5,3%, e a maggio del 4,5%. Nonostante la ripresa della crescita dopo i minimi osservati ad aprile (4,1%), l'industria continua ad attestarsi su livelli di crescita inferiori rispetto all'anno precedente, il

³⁵ GDP first quarterly estimate, UK: April to June 2026,

<https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/apriltojune2026>.

³⁶ Office for National Statistics, Index of Services, UK: July 2026,

<https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/july2026>.

³⁷ Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: July 2026,

<https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/july2026>.

³⁸ Office for National Statistics, Index of Production, UK: July 2026,

<https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/july2026>.

³⁹ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: August 2026,

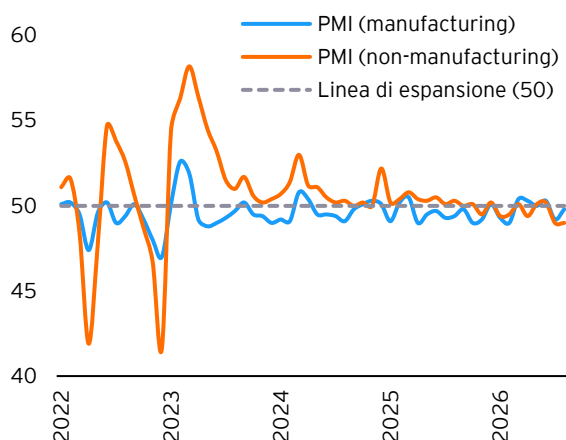
<https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/august2026>.

⁴⁰ Preliminary Accounting Results of GDP for the Second Quarter and the First Half of 2026,

https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202607/t20260717_1964160.html.

quale aveva registrato come valore minimo annuale il 4,8% del mese di novembre.⁴¹

Figura 22: 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: agosto 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 una leggera contrazione nel mese di luglio, pur rimanendo sostanzialmente in linea con la soglia di espansione (50).⁴²

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione degli investimenti del 19,2% nei primi sette mesi del 2026 rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.⁴³

Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita degli investimenti nei primi sette mesi del 2026 è negativa, con una contrazione del 6,7%, 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%).⁴⁴

In riferimento alle vendite al dettaglio, nel mese di luglio si è registrata una crescita moderata (0,6%) dopo una crescita più sostenuta nel mese precedente (1,0%), che seguiva una

contrazione nel mese di aprile (-0,6%); la crescita del mercato interno si conferma debole nei primi sette mesi dell'anno.

Dal punto di vista del commercio estero, le esportazioni hanno registrato, a luglio 2026, una crescita tendenziale del 14,0% a fronte di un aumento delle importazioni del 22,0%.⁴⁵

Parlando di commercio estero, il surplus di conto corrente cinese è aumentato di circa 300 miliardi di dollari rispetto all'anno precedente – il maggiore ampliamento in termini assoluti almeno dal 2000 – portandosi a circa lo 0,6% del PIL mondiale; il deficit statunitense, pur essendosi ridotto di 69 miliardi di dollari, resta di gran lunga il più ampio al mondo, pari a circa lo 0,9% del PIL globale, superando la somma dei surplus di Cina ed Eurozona.⁴⁶

Il rallentamento degli investimenti – dapprima nel comparto immobiliare e più di recente in quello manifatturiero e delle infrastrutture – rappresenta secondo il FMI il principale motore dell'ampliamento del surplus cinese dal 2023, affiancato da un tasso di risparmio privato strutturalmente elevato, alimentato da motivazioni precauzionali legate alla debolezza delle reti di sicurezza sociale. Tali squilibri, pur non costituendo di per sé una fonte immediata di instabilità, possono segnalare un'allocazione inefficiente delle risorse, alimentare vulnerabilità finanziarie e aumentare il rischio di un aggiustamento disordinato, specie per le economie con ampie passività estere nette.

Il ricorso crescente a politiche industriali e sussidi mirati ai settori strategici costituisce un ulteriore elemento di tensione nel commercio internazionale.

Uno studio recente del FMI stima che, nel periodo 2015-2023, la Cina abbia destinato in media l'1,8% del valore aggiunto settoriale a sussidi diretti, contro l'1,3% degli Stati Uniti e lo 0,6% dell'Eurozona; tale quota è più che raddoppiata nel periodo considerato, salendo dall'1% al 2,6%. Nello scenario in cui la sola Cina attua i sussidi stimati, le simulazioni indicano un aumento di circa il 12% delle esportazioni cinesi

⁴¹ Industrial Production Operation in July 2026, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202608/t20260818_1965071.html.

⁴² Purchasing Managers' Index for July 2026, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202608/t20260803_1964272.html.

⁴³ Investment in Real Estate Development from January to July 2026, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202608/t20260819_1965077.html.

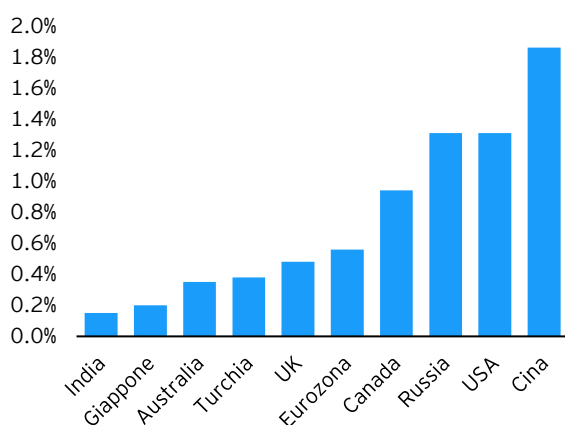
⁴⁴ Investment in Fixed Assets from January to July 2026, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202608/t20260818_1965072.html.

⁴⁵ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La variazione annuale delle esportazioni si attesta al +18,5% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al +26,7%.

⁴⁶ Chen, J. e Platzer, J. (2026) - Rising Global Imbalances Underscore Need to Confront Domestic Distortions, IMF Blog, 30 luglio 2026.

nei settori strategici, a fronte di un calo dell'8% delle importazioni nei medesimi comparti; considerando gli effetti congiunti di tutte le principali economie sussidiarie, la quota cinese sulle esportazioni mondiali di prodotti strategici salirebbe dal 27% al 29%, trainata soprattutto dall'elettronica, dove il peso della Cina sulle esportazioni globali passerebbe dal 39% al 45%. Le tensioni commerciali emerse tra Stati Uniti e Cina hanno in parte controbilanciato questi effetti: i dazi statunitensi sulle importazioni dalla Cina sono passati dal 3% del 2015 al 16% dopo l'episodio del 2018-19, fino al 31% nel marzo 2026, mentre quelli cinesi sulle importazioni statunitensi sono saliti dal 6% al 27% nello stesso arco temporale. Secondo lo studio, l'inasprimento tariffario più recente avrebbe più che riassorbito la spinta dei sussidi, portando le esportazioni cinesi nei settori strategici a un calo del 4% rispetto allo scenario di base, mentre le importazioni statunitensi negli stessi comparti crollerebbero di circa il 25%; a livello aggregato, la combinazione di sussidi e dazi comporterebbe una perdita di reddito reale globale pari allo 0,3%, a testimonianza dei costi di efficienza di una spirale sussidi-dazi non coordinata.⁴⁷

Figura 23: Valore dei sussidi - % del valore aggiunto, media 2015-2023



Fonte: Rotunno et al. (2026).

Dal punto di vista della politica monetaria, è da considerare come i tassi di interesse di politica monetaria continuino a rimanere contenuti rispetto a quanto registrato negli anni precedenti, scelta attuata anche nel periodo in cui le principali banche centrali mondiali portavano avanti una

politica monetaria restrittiva per far fronte all'aumento del livello dei prezzi. Nello specifico, il Loan Prime Rate (LPR, ovvero il tasso preso a riferimento dalle banche commerciali per definire il costo dei prestiti ai clienti con gli standard di credito più elevati) ad uno e cinque anni si attestano rispettivamente al 3,00% e 3,50% a 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).⁴⁸

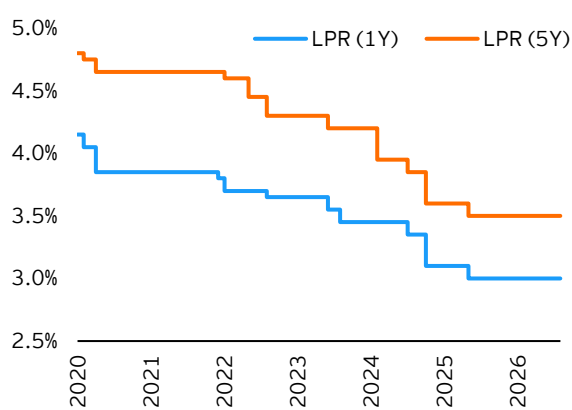
⁴⁷ Rotunno, L., Ruta, M. e Verma, P. (2026) - Industrial Policy and Trade Tensions in Strategic Sectors, IMF Working Paper 26/155.

⁴⁸ Per maggiori informazioni, <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

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),⁴⁹ il rallentamento della crescita della produttività (considerata la sua transizione verso lo status di economia avanzata),⁵⁰ nonché i rendimenti decrescenti degli investimenti i quali, alimentati da risparmi (ora ai massimi storici), vengono indirizzati verso settori meno produttivi come quello immobiliare.

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.

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: agosto 2026.

⁴⁹ 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.

⁵⁰ 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

Il secondo trimestre del 2026 è stato caratterizzato da una crescita dello 0,4% rispetto al trimestre precedente, dopo una sostanziale stasi nel primo trimestre dell'anno. Sotto il profilo tendenziale (rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente), l'Eurozona ha segnato una crescita del PIL pari all'1,2%, in accelerazione rispetto a quanto registrato nel trimestre precedente (0,6%), anche se comunque in lieve rallentamento rispetto alla crescita media registrata nel 2025 (circa 1,4%). 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 0,5% della Francia ed il 2,7% della Spagna), mostrando una eterogeneità presente da diversi trimestri.

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

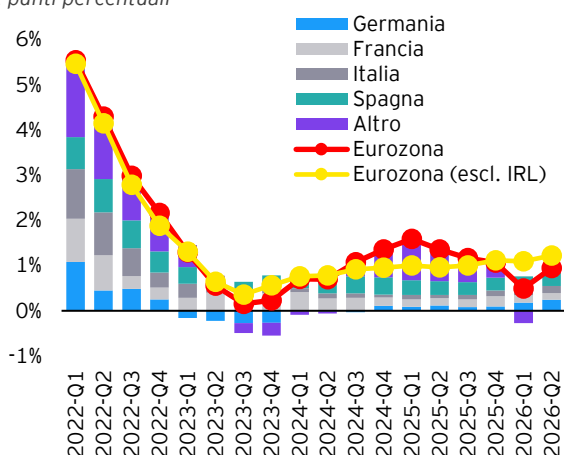
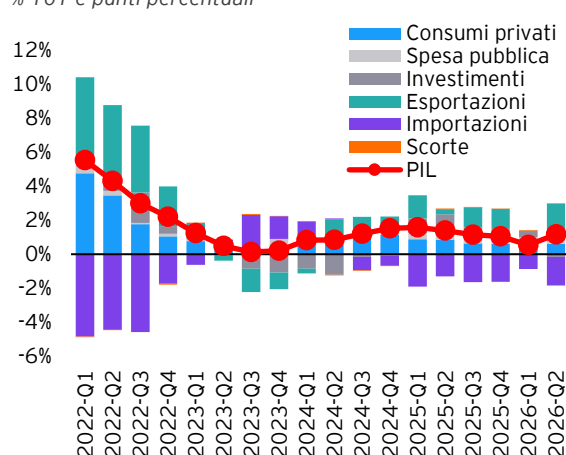


Figura 26: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat.

Parlando dell'andamento dell'economia dell'Eurozona per paese, è interessante soffermarsi sulla crescita della Germania, primo paese per dimensione del PIL nell'Eurozona. La sua persistente debolezza negli ultimi trimestri (crescita tendenziale media dal primo trimestre del 2025 pari allo 0,5%) riflette infatti in larga parte dinamiche strutturali più che delle dinamiche puramente cicliche. Secondo un recente studio del Fondo Monetario Internazionale, questo fenomeno è dovuto in buona parte (per circa il 60%) ad un calo della crescita potenziale (ovvero il massimo tasso di crescita sostenibile che un'economia può realizzare nel lungo periodo senza generare pressioni inflazionistiche), mentre per la restante parte (circa il 40%) rifletterebbe fattori ciclici legati allo shock energetico del 2022 e alla successiva stretta monetaria.⁵¹

Una lettura complementare, sviluppata in un altro studio del Fondo Monetario Internazionale, inquadra casi come quello tedesco in una logica più ampia di "convergenza dall'alto", in cui economie che in passato sostenevano livelli di reddito relativamente elevati faticano progressivamente a mantenere le proprie traiettorie di crescita storiche, non a seguito di uno shock isolato ma di un progressivo adattamento verso un potenziale di lungo periodo più contenuto.⁵² A pesare sulla traiettoria di crescita tedesca sono inoltre alcuni fattori strutturali di più lungo periodo, che hanno amplificato la fase ciclica negativa, quali bassi livelli

⁵¹ Kemp, H. (2026) - Drivers of Germany's Growth Downturn, IMF Working Paper 26/112.

⁵² Imam, P. A. (2026) - Convergence from Above: When Global Catch-Up Reflects Falling Back, IMF Working Paper 26/159.

di investimenti pubblici in infrastrutture, un onere regolatorio percepito in aumento dalle imprese, l'invecchiamento della popolazione e un progressivo deterioramento della competitività esterna, testimoniato dalla perdita di quote di mercato nell'export soprattutto a partire dal 2017.

In riferimento alle componenti del PIL, la ripresa della crescita tendenziale è stata il risultato della crescita della domanda interna, trainata dalla ripresa dei consumi privati e della spesa pubblica (contributo alla crescita tendenziale rispettivamente di 0,6 e 0,4 punti percentuali). Un ruolo positivo è stato giocato anche dalla crescita delle esportazioni, la quale ha portato ad un contributo della domanda estera netta pari a +0,3 punti percentuali. Gli investimenti, dall'altra parte, hanno registrato una contrazione congiunturale significativa (-2,4%, a cui corrisponde un contributo alla crescita del PIL pari a -0,1 punti percentuali). Sotto questo profilo, è interessante soffermarsi ulteriormente sulla componente dei consumi delle famiglie, essendo la componente del PIL più importante per dimensione, ed essendo particolarmente esposta alle dinamiche esterne (e.g., aumento dell'incertezza).

L'incertezza legata al conflitto in Medio Oriente si è infatti confermata un fattore chiave nella dinamica dei consumi dell'Eurozona, agendo sia attraverso un canale di fiducia sia attraverso un canale di reddito reale legato agli aumenti del prezzo dell'energia. Due recenti contributi della BCE permettono di scomporre questi due meccanismi e di quantificarne l'impatto sulla spesa delle famiglie, offrendo elementi utili per interpretare la debolezza dei consumi privati nel contesto più ampio della crescita dell'Eurozona.

Figura 27: Consumi, Eurozona - var. % YoY

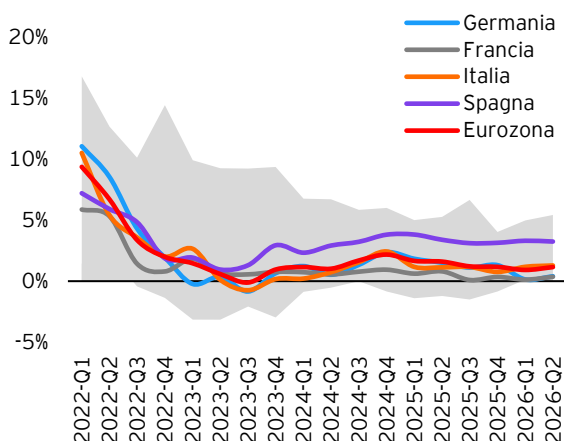
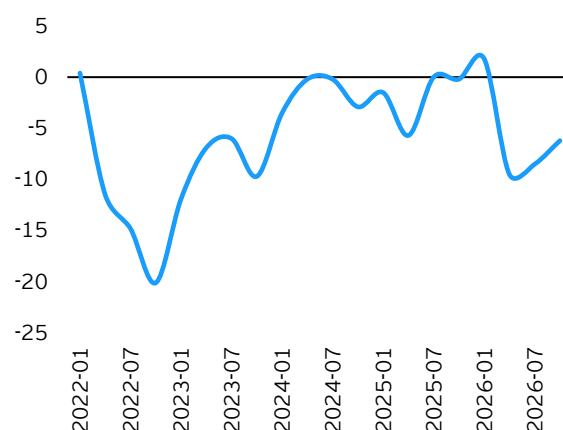


Figura 28: Fiducia dei consumatori, Eurozona - var. % YoY e punti percentuali



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

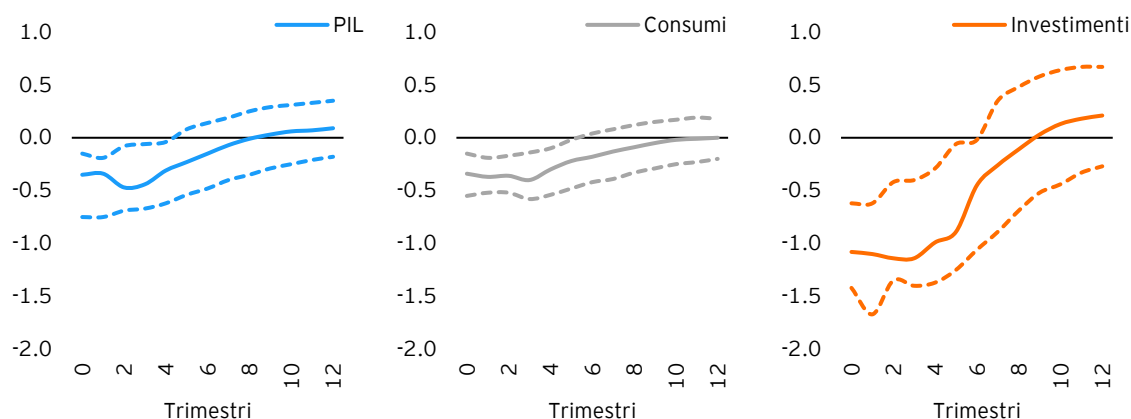
Sul fronte della fiducia, l'indice di fiducia dei consumatori costruito sulla Consumer Expectations Survey della BCE è sceso di circa 12 punti tra febbraio e aprile, un calo di intensità paragonabile ai 15 punti registrati nei due mesi successivi all'invasione russa dell'Ucraina, per poi recuperare parzialmente 3,5 punti tra maggio e giugno. In parallelo, la crescita nominale dei consumi si è indebolita da un ritmo del 3-4% osservato da metà 2024 a circa il 2,5% su base annua ad aprile 2026, con un aggiustamento concentrato sulla spesa discrezionale piuttosto che sui beni di prima necessità, e più marcato tra le famiglie a reddito più elevato. Le stime basate sui microdati CES (*Consumer Expectations Survey*) indicano che un calo di 10 punti nella fiducia individuale è associato a una riduzione di circa 0,4 punti percentuali nella crescita del consumo nominale individuale ad aprile 2026, un effetto di dimensione doppia rispetto alla relazione storica di lungo periodo (circa 0,2 punti percentuali) e di ampiezza comparabile a quanto osservato dopo l'inizio della guerra in Ucraina.⁵³ A questo si unisce inoltre lo shock dei prezzi energetici, i cui effetti si manifestano prevalentemente attraverso il canale del reddito da lavoro piuttosto che attraverso l'effetto diretto sui prezzi relativi: circa l'80% della flessione dei consumi aggregati riflette la perdita di reddito reale indotta dalla contrazione di salari e occupazione, contro un 20% attribuibile all'effetto diretto del rincaro energetico.

⁵³ Dausà i Noguera, N., Dimou, M. e Kouvaras, O. (2026) - "Tracing the ripple effects of the Middle East war on euro area consumption", ECB Economic Bulletin, Box 2.

L'impatto risulta regressivo principalmente per le famiglie che presentano dei vincoli sul piano della liquidità e che destinano alla spesa energetica una quota media del reddito disponibile maggiore.⁵⁴

Oltre che sui consumi, l'effetto dell'incertezza è marcato anche sulla componente degli investimenti. Nei principali episodi di forte incertezza attraversati dall'Eurozona negli ultimi anni, è importante considerare che i consumi privati si sono mostrati comunque relativamente resilienti, con una flessione contenuta attorno allo 0,4% nel punto di minimo e un recupero già visibile nei trimestri successivi. Gli investimenti delle imprese, al contrario, hanno reagito in modo più marcato, con una contrazione di circa l'1,2% e restando su livelli più bassi per un periodo più prolungato, principalmente perché, di fronte a un futuro più incerto, le imprese tendono a rinviare le decisioni di spesa difficilmente reversibili (come degli investimenti a lungo termine), mentre le famiglie riescono in parte ad ammortizzare lo shock attingendo al risparmio o rimodulando la spesa nel tempo. Analisi condotte con metodologie alternative confermano la stessa gerarchia di impatti, pur con magnitudini leggermente superiori (i.e., un calo del PIL attorno all'1%, con i consumi in flessione di circa lo 0,7% e gli investimenti fino al 2%). Guardando al periodo più recente, la stessa analisi suggerisce che l'incertezza abbia portato una riduzione di circa 0,4 punti percentuali alla crescita del PIL dell'Eurozona tra l'inizio del 2025 e l'inizio del 2026, con il contributo maggiore proveniente ancora una volta dagli investimenti piuttosto che dai consumi. Considerata la persistenza tipica di questi effetti e il permanere di un clima di elevata incertezza geopolitica legato al conflitto in Medio Oriente, è ragionevole attendersi che questo freno sull'attività economica reale permanga nel corso del 2026.⁵⁵

Figura 29: Impatto cumulato di un aumento dell'incertezza su PIL, consumi e investimenti - punti percentuali



Fonte: Andersson et al. (2026). I valori rappresentano la risposta delle variabili in analisi ad uno shock di incertezza sulla politica economica (rappresentato dall'Economic Policy Uncertainty, EPU) di un'unità di deviazione standard. Le linee tratteggiate rappresentano gli intervalli di confidenza (68%).

In riferimento al comparto industriale, l'indice rappresentativo della produzione ha registrato, a giugno, una crescita congiunturale sostanzialmente nulla, dopo una crescita dello 0,4% a maggio e 0,3% ad aprile. Nel complesso, l'indice della produzione industriale per l'Eurozona registra ancora un valore inferiore rispetto alla media del 2021 di circa 1 punto percentuale, con un andamento debole dal 2025. Dal punto di vista tendenziale, l'indice ha segnato una crescita dello 0,2% rispetto a giugno 2025, dopo una contrazione a maggio dello 0,2%, successiva ad una crescita dello 0,5% ad aprile.

⁵⁴ Bobasu, A. e Dobrew, M. (2026) - "Feeling the heat unevenly: energy prices and household consumption", ECB Economic Bulletin, Box 3.

⁵⁵ Andersson, M., Bobasu, A., Saiz, L., & Scrofanì, S. (2026). The cost of not knowing: how uncertainty weighs on the euro area economy. Economic Bulletin Articles, 5.

Figura 30: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

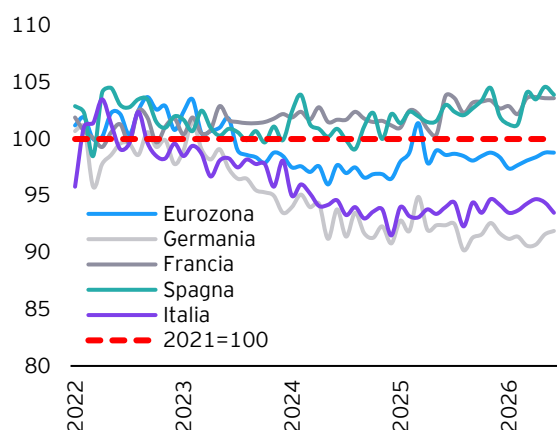
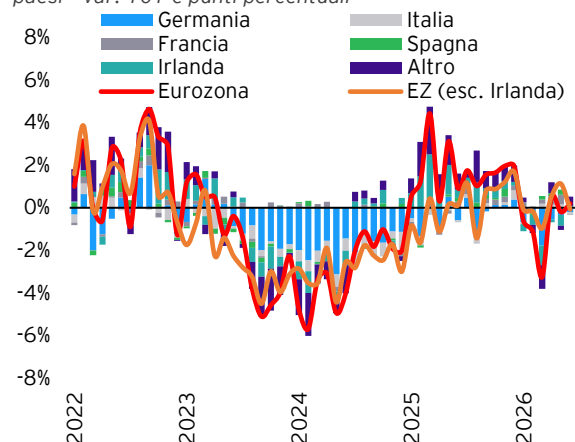


Figura 31: Produzione industriale e contributo per principali paesi - var. YoY e punti percentuali



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: giugno 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 crescita sperimentata nell'Eurozona sia dovuta principalmente ad una crescita della componente di beni strumentali (0,9%, dopo una crescita tendenziale a maggio e aprile rispettivamente del 2,4% e 3,0%) e ad una crescita della produzione dei beni intermedi dello 0,5% (1,4% e 0,5% nei due mesi precedenti). In contrazione invece la produzione di beni di consumo (-0,8%, che fa seguito ad una contrazione del 6,5% e 4,8% - l'indice della produzione industriale dei beni di consumo registra, a giugno 2026, sette mesi consecutivi di riduzione tendenziale).

In riferimento ai dati congiunturali, l'analisi degli indicatori PMI⁵⁶ 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 degli operatori è positiva nei quattro maggiori paesi dell'Eurozona, in miglioramento soprattutto in Germania. Appare simile il *sentiment* degli operatori del settore dei servizi, che hanno registrato negli ultimi mesi un miglioramento della fiducia complessiva, soprattutto in Spagna e in Italia.

Figura 32: Purchasing Managers' Index (PMI), manifattura

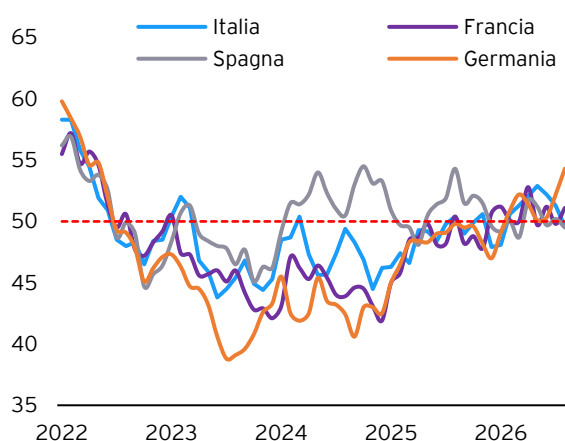
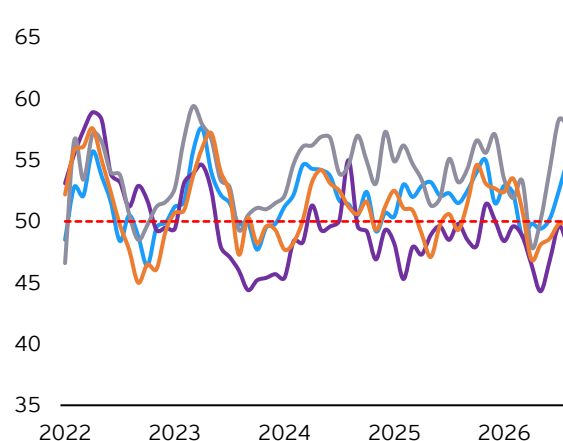


Figura 33: Purchasing Managers' Index (PMI), servizi



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

⁵⁶ 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.

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*,⁵⁷ 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 34: Probabilità di recessione in USA

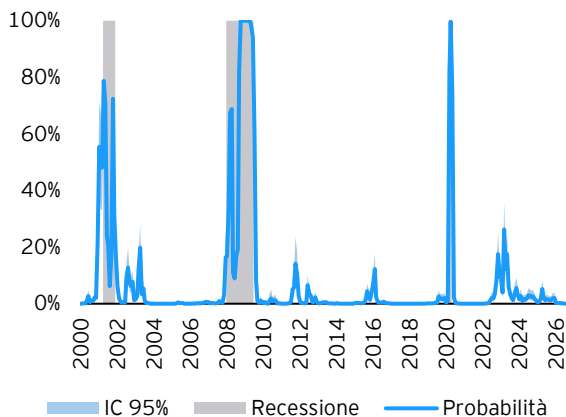
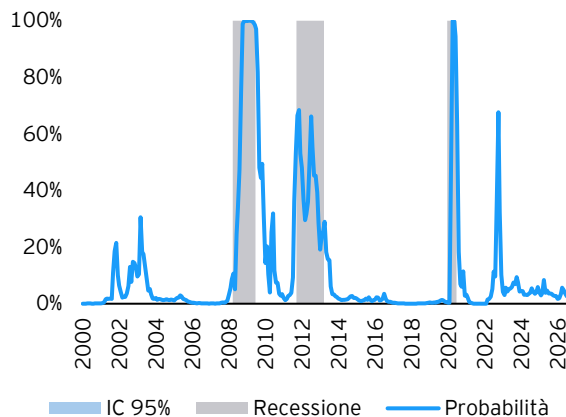


Figura 35: Probabilità di recessione in Eurozona



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*, analizzando le evoluzioni del contesto esterno e reagendo di conseguenza, anche attraverso l'uso di nuovi strumenti e modelli.⁵⁸

In questo contesto, il 10 settembre 2026 la Banca Centrale Europea ha deciso per un rialzo dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria, 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, 2,5% nel 2027 e 2,1% nel 2028.⁵⁹ I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale⁶⁰ si attestano quindi rispettivamente al 2,65%, al 2,90% e al 2,50%.

⁵⁷ 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>.

⁵⁸ 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.

⁵⁹

ECB, Monetary policy decisions, 10 September 2026. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260910~314e508016.en.html>.

⁶⁰ Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che la BCE fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Questo tasso definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale. Gli altri due tassi di riferimento sono il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM). Il tasso sulle ORP definisce il costo al quale le banche possono ottenere credito dalla banca centrale con scadenza a una settimana. Se le banche necessitano di liquidità overnight, possono ricorrere alle operazioni di rifinanziamento marginale corrispondendo un tasso più elevato. Per maggiori informazioni, si rimanda a https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html.

Figura 36: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

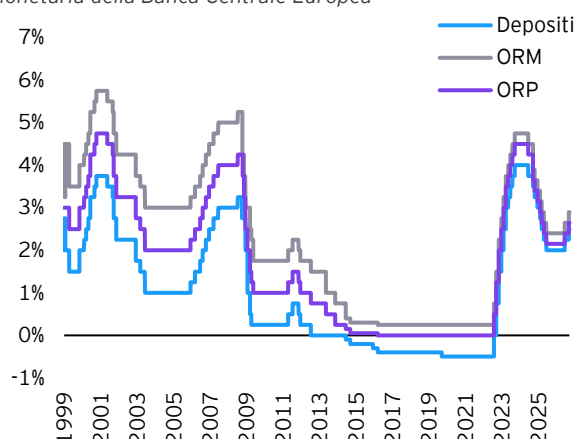
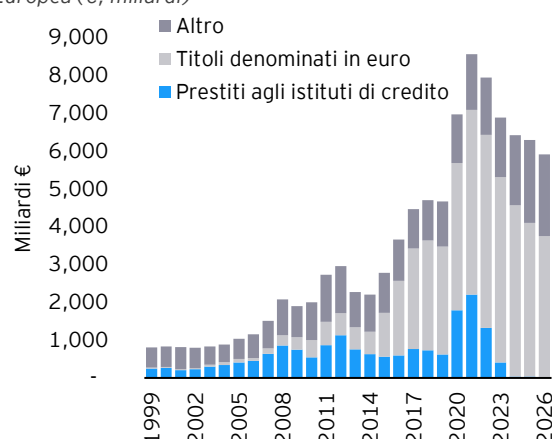


Figura 37: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



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* dell'8 settembre 2026.

Gli effetti della guerra in Medio Oriente si registrano sull'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'Eurozona. L'inflazione headline ad agosto 2026 è stata pari al 3,2%, in leggero aumento rispetto al dato del mese precedente (3,0%), in linea con quanto registrato tra aprile e maggio.

La componente core (2,1% ad agosto, dopo il 2,2% del mese precedente ed il 2,1% di giugno) ha registrato una leggera riduzione dovuta principalmente alla sua componente di servizi, che continua ad esercitare un contributo importante sulla dinamica 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%.

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

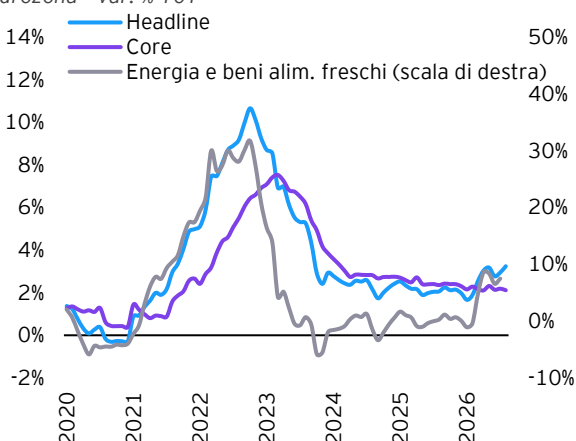
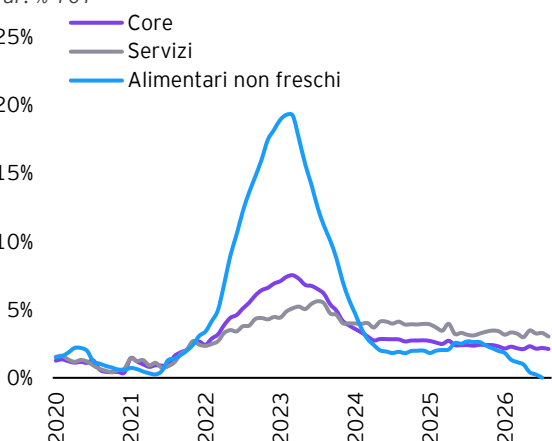


Figura 39: Tasso di inflazione core e componenti, Eurozona - var. % YoY



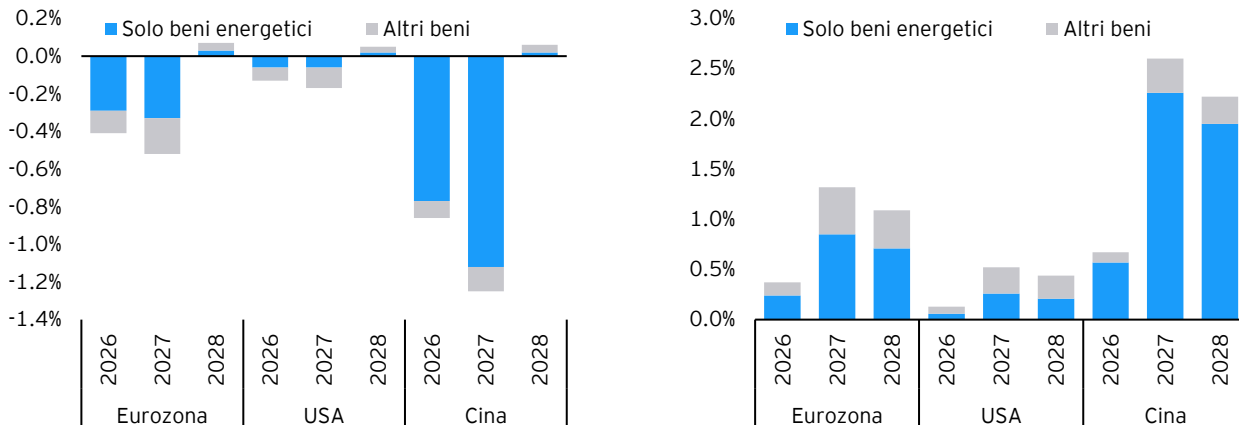
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat. La misura *headline* considera tutti i beni nel paniere di calcolo della variazione dei prezzi; la misura *core* considera i beni del paniere *headline* al netto di energia e beni alimentari freschi. I tassi fanno riferimento ai tassi armonizzati. Ultimo dato disponibile: agosto 2026.

Nel parlare dell'andamento dell'inflazione nell'Eurozona è importante anche soffermarsi sulla natura degli shock che hanno caratterizzato i paesi membri negli ultimi anni, soprattutto in considerazione della risposta

di politica monetaria della Banca Centrale Europea. Le analisi condotte dalla BCE confermano che l'attuale andamento del livello dei prezzi, a differenza di quanto osservato nel 2022, è riconducibile principalmente a uno shock di offerta legato al rincaro dei prezzi energetici lungo la catena produttiva, piuttosto che ad una ripresa della domanda aggregata. Questo suggerirebbe una risposta di politica monetaria meno aggressiva rispetto a quella richiesta da uno shock guidato dalla domanda, sebbene permanga il rischio che lo shock di offerta si trasmetta ai salari e alle aspettative di inflazione, alimentando pressioni più ampie e persistenti che potrebbero comunque richiedere l'intervento della BCE in futuro.⁶¹

Un'eventuale interruzione prolungata dei flussi commerciali nello Stretto di Hormuz avrebbe conseguenze macroeconomiche che vanno oltre l'aumento dei prezzi dell'energia, se si considera la presenza di altri beni in transito nello stretto (come fertilizzanti, alluminio, elio, ecc.). A questo proposito, un'analisi di scenario sviluppata dalla Banca Centrale Europea mostra i possibili effetti sull'Eurozona in due casi specifici: un primo in cui si interrompono le sole esportazioni di beni energetici, ed un secondo più ampio in cui si interrompono anche le esportazioni di altri beni. Nel primo scenario, la produzione a rischio (*output-at-risk*) è stimata essere pari al 3% nell'Eurozona (assumendo difficoltà nella sostituzione degli input), mentre scende allo 0,4% se le imprese riescono a sostituire più agevolmente le forniture mancanti; i paesi asiatici risulterebbero molto più esposti, con perdite di produzione fino all'11% in Corea del Sud, all'8% in India e al 7% in Giappone, per la loro maggiore dipendenza dalle forniture energetiche del Golfo. Le simulazioni dinamiche, che tengono conto anche di come i costi si propagano nel tempo lungo le catene produttive, mostrano che lo scenario combinato (interruzione sia energetica sia dei beni non energetici) ridurrebbe la crescita del PIL dell'Eurozona di circa 0,4 punti percentuali nel 2026 e farebbe salire l'inflazione fino a un picco di 1,3 punti percentuali nel 2027, con effetti che si esauriscono più lentamente sui prezzi che sull'attività economica. La Cina risulterebbe colpita in modo assai più severo, con una crescita del PIL inferiore di 0,9 punti percentuali e un'inflazione più alta di 2,6 punti percentuali al picco, per la sua maggiore dipendenza dagli input energetici di origine mediorientale.⁶²

Figura 40: Impatto su PIL (grafico di sinistra) ed inflazione (grafico a destra) dell'interruzione del commercio di beni che transitano per lo Stretto di Hormuz - punti percentuali



Fonte: Aguilar et al. (2026).

Rimane inoltre importante sottolineare alcune differenze rispetto alla dinamica dei prezzi dell'energia registrata nel 2022. Quando la Russia invase l'Ucraina, l'inflazione headline nell'Eurozona si collocava infatti già tra il 5% e il 6% su base annua, con una dinamica in accelerazione, mentre l'inflazione dei beni energetici era aumentata rapidamente da circa il 15% a metà 2021 a oltre il 30% a febbraio 2022.

Lo shock attuale si è invece manifestato in un'economia caratterizzata da condizioni differenti: a fine febbraio 2026, scoppio della guerra in Medio Oriente, l'inflazione *headline* si collocava intorno al 2%, in prossimità quindi dell'obiettivo di medio termine della BCE, con una dinamica dell'inflazione energetica e di quella di fondo (inflazione *core*) moderata. Il livello di partenza dell'inflazione al momento dello shock è un

⁶¹ Battistini e Trebbi (2026) - Demand or Supply-Driven - How Firms View Inflation Right Now.

⁶² Aguilar et al. (2026, ECB Blog) - Beyond Energy Prices - The Ripple Effects of Gulf Supply Disruptions.

fattore rilevante per la sua propagazione ai prezzi al consumo: in un contesto di pressioni sui prezzi contenute le imprese tendono ad assorbire i piccoli incrementi di costo piuttosto che trasferirli immediatamente, mentre in un contesto di inflazione già elevata il rischio di erosione dei margini induce una maggiore frequenza di *repricing*, con effetti più persistenti sull'inflazione. Partire da un livello di inflazione vicino al target riduce dunque il rischio che il rincaro energetico inneschi una reazione sproporzionata da parte di chi fissa prezzi e salari.⁶³

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

Se quindi le dinamiche della componente dei servizi nel paniere dell'indice dei prezzi continuano a rappresentare un elemento rilevante per comprendere l'evoluzione dell'inflazione nell'Eurozona, è importante considerare che le pressioni salariali sottostanti appaiono oggi molto più contenute rispetto ai livelli osservati negli ultimi anni. L'ECB wage tracker ci offre, a questo proposito, delle indicazioni utili. Questo indicatore fa leva su un'ampia e dettagliata base dati proveniente dai contratti collettivi del lavoro, raccogliendo ed aggregando informazioni sulla crescita salariale derivanti dagli accordi tra sindacati e associazioni di datori di lavoro.⁶⁴ Uno dei vantaggi dell'indicatore è quello di fornire informazioni tempestive anche su accordi entrati in vigore recentemente.⁶⁵ Nonostante l'ECB wage tracker non sia uno strumento di previsione, esso rappresenta una fonte informativa ad alta frequenza che può contribuire ad anticipare l'evoluzione dei dati salariali che emergeranno successivamente dalla contabilità nazionale e da altre statistiche ufficiali. I dati più recenti, aggiornati con gli accordi firmati fino alla prima settimana di luglio 2026 e con un orizzonte esteso fino a marzo 2027, suggeriscono una sostanziale stabilizzazione delle pressioni salariali negoziate. In particolare, l'indicatore principale dell'ECB wage tracker si attesta al 2,3% nella media del 2026 e converge al 2,7% nel primo trimestre del 2027, mentre sia la serie che incorpora i pagamenti *una tantum*⁶⁶ non redistribuiti nel tempo sia quella che esclude completamente tali componenti mostrano valori pari al 2,6% nel 2026 e al 2,7% all'inizio del 2027.⁶⁷ Nel complesso, queste evidenze indicano che il ruolo dei pagamenti straordinari introdotti negli anni recenti si sta progressivamente riducendo e che la crescita delle retribuzioni contrattuali si sta normalizzando su ritmi più coerenti con un contesto di inflazione stabilmente vicina all'obiettivo della BCE.⁶⁸

Figura 41: Salari reali nel settore dei servizi, Eurozona - indice, 2019=100

Figura 42: ECB wage tracker, Eurozona - crescita dei salari negoziati

⁶³ Arce et al. (2026) - A Tale of Two Energy Crises - Initial Conditions Matter.

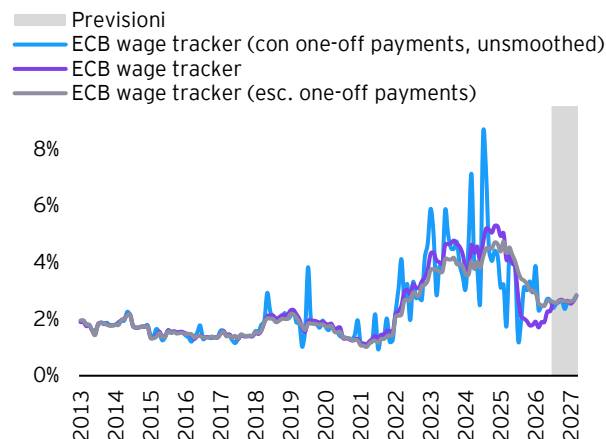
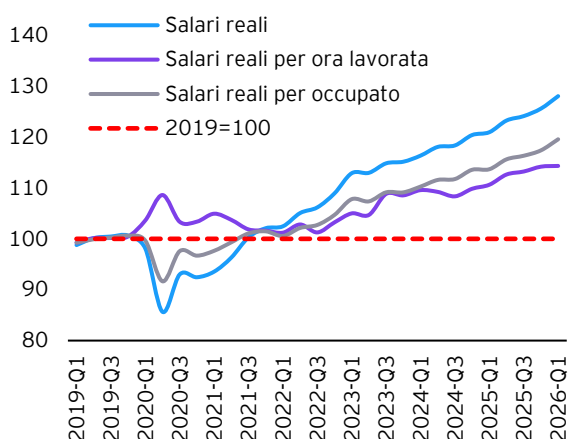
⁶⁴ The headline "ECB wage tracker" aims to track the annual growth of employees' salaries at any point in time and includes one-off payments smoothed over the twelve months that follow each payment. As one-off payments can make series very volatile, smoothing them renders the series easier to interpret and more aligned to their economic intent (that they cover a period of time even if they are disbursed in one payment). The ECB wage tracker also publishes an indicator with unsmoothed one-off payments.

⁶⁵ Lane, P. (2024), "[Underlying inflation: an update](#)", Speech at the Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024 organised by the Federal Reserve Bank of Cleveland and the ECB; Bing, M., S. Holton, G. Koester, and M. Roca I Llevadot (2024): "[Tracking euro area wages in exceptional times](#)", ECB Blog post, 23 May 2024; Gornicka, L. and G. Koester (eds) (2024): "[A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#)", Occasional Paper Series, No 338, ECB.

⁶⁶ Si fa riferimento a pagamenti previsti dai contratti collettivi ma non permanenti, quindi non incorporati nella retribuzione di base.

⁶⁷ Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr241218_1~1acca7fac8.en.html.

⁶⁸ ECB wage tracker at 2.7% in Q1 2027, indicating stable negotiated wage pressures, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.pr260729~4ad7508d8a.en.html>.



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

Il tema dell'andamento dei prezzi dell'energia e dell'inflazione in generale è inoltre connesso al tema della spesa pubblica nell'Eurozona. A questo proposito risulta di particolare interesse il Global Policy Tracker del Fondo Monetario Internazionale, nel quale sono state censite quasi 900 misure di policy introdotte in circa 170 paesi dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente. Le economie europee si sono affidate prevalentemente a misure fiscali e a misure di compressione dei prezzi a tutela di famiglie e imprese, un pattern che ricalca nella composizione quello osservato nel 2022, ma che si inserisce in un contesto di spazio fiscale più limitato e di oneri da servizio del debito in aumento. Ne consegue che il disegno di queste politiche risulta oggi più delicato, con margini di errore più contenuti per i governi rispetto al precedente shock energetico.⁶⁹

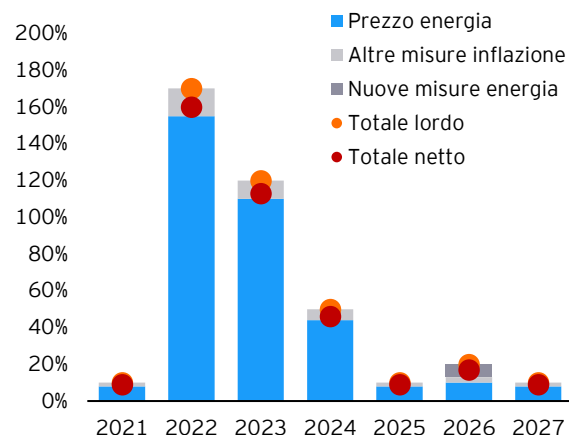
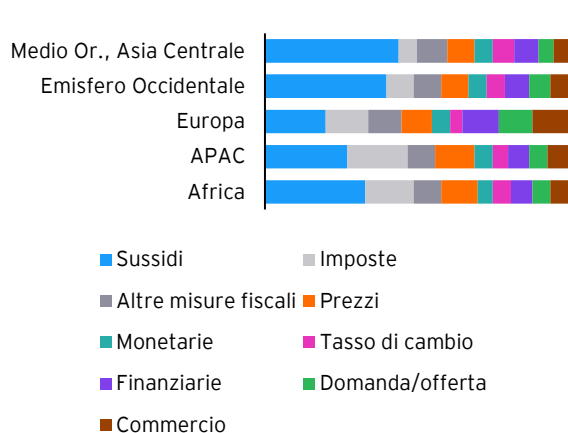
In riferimento all'Eurozona, il sostegno fiscale implementato dallo scoppio del conflitto è rimasto nettamente più contenuto rispetto all'episodio del 2022, riflettendo condizioni di partenza meno favorevoli. Se i deficit nominali attesi risultavano infatti simili nei due episodi (3,2% e 3,3% del PIL rispettivamente), il deficit strutturale proiettato per il 2026 (3,3%) è significativamente più ampio di quello pre-shock del 2022 (2,6%), venuto meno il margine allora garantito dal rientro del sostegno pandemico e dalla forte ripresa ciclica. Anche il differenziale tasso-crescita sul debito, fortemente negativo nel 2022, si è progressivamente eroso con il rialzo dei tassi, rendendo meno favorevoli le aspettative sul debito nonostante uno stock sostanzialmente comparabile nei due episodi (vicino all'89% del PIL). Il sostegno discrezionale varato dall'inizio della guerra si attesta pertanto intorno allo 0,1% del PIL a livello aggregato, un ordine di grandezza nettamente inferiore ai picchi registrati nel biennio 2022-2023, e composto per circa il 60% da misure dirette sui prezzi, con due terzi del sostegno indirizzato alle famiglie.⁷⁰

Figura 43: Numero di misure compensative per regione - % sul totale per regione

Figura 44: Dimensione delle misure fiscali implementate, Eurozona - % del PIL

⁶⁹ Dabla-Norris, E., Mumssen, C., Valdés, R. e Zakharova, D. (2026, 18 giugno). *The Energy Shock Is Testing Government Budgets*. IMF Blog. International Monetary Fund.

⁷⁰ Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C. e Muggenthaler-Gerathewohl, P. (2026). *Assessing the scope for compensatory fiscal measures in response to the recent energy shock*. Economic Bulletin, Issue 5/2026, Box 8. European Central Bank.



Fonte: Fondo Monetario Internazionale, Banca Centrale Europea. Sussidi: sussidi a carburante ed elettricità o trasferimenti a famiglie e imprese; Imposte: tagli a dazi e accise su carburante, elettricità, trasporti o generi alimentari; Altre misure fiscali: erogazione di credito nuovo o incrementato e garanzie bancarie; Prezzi: controlli dei prezzi su alimentari, carburante, elettricità, acqua o trasporti; Monetarie: variazioni dei tassi di interesse o dei requisiti di riserva; Interventi sul cambio: operazioni di acquisto/vendita di valuta e accordi di swap; Finanziarie: strumenti di gestione dei flussi di capitale, supporto di liquidità e altre azioni regolamentari; Domanda/offerta: interventi dal lato dell'offerta (es. rilascio di riserve strategiche) e dal lato della domanda (razionamento, risparmio energetico, lavoro da remoto, riduzione della settimana lavorativa); Commercio: divieti o controlli all'esportazione su carburante e altri prodotti.

Inoltre, 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.⁷¹

Figura 45: Investimenti pubblici nei principali paesi dell'Eurozona - % PIL

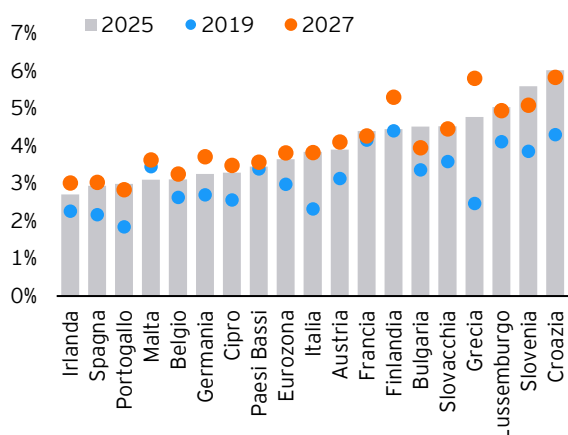
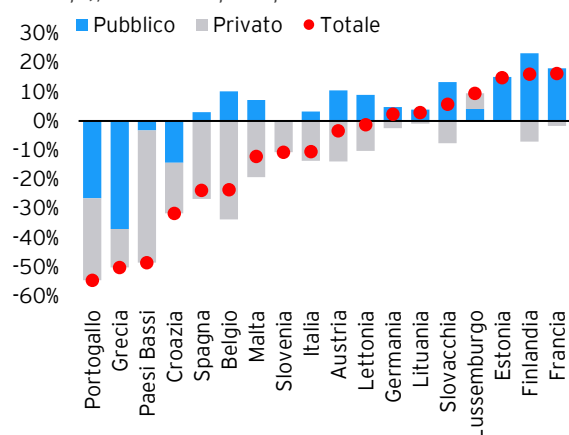


Figura 46: Variazione del debito pubblico e privato (2019q1-2025q4), Eurozona - punti percentuali



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

Nel complesso, l'attenzione per il vincolo fiscale non riguarda solo la gestione dello shock energetico ma si estende alle esigenze di investimento strategico dell'Unione Europea, chiamata ad aumentare in misura significativa la spesa in digitalizzazione, infrastrutture, clima e difesa. Il fabbisogno di finanziamento pubblico per queste priorità è stimato in circa 510 miliardi di euro l'anno, a fronte di un rapporto debito/PIL aggregato dell'UE all'80,7% nel 2024 e di quasi metà degli Stati membri con un deficit oltre la soglia del 3%.

⁷¹ 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.

La flessibilità offerta dal quadro di governance riformato – estensione del periodo di aggiustamento e clausola di salvaguardia nazionale per la difesa – copre solo circa un terzo del fabbisogno stimato, lasciando un gap di finanziamento pubblico superiore a 100 miliardi di euro l'anno. In questo contesto, innalzare l'efficienza tecnica della spesa per investimenti rappresenta una leva concreta per liberare spazio fiscale senza fare ulteriormente leva sul debito. Un'applicazione empirica di questo principio agli investimenti in infrastrutture di trasporto – che rappresentano da soli oltre un quarto della spesa per investimenti pubblici nell'UE – mostra margini di miglioramento rilevanti. Le stime indicano un'efficienza mediana intorno al 50% per l'UE27 (ovvero, sarebbe potenzialmente possibile ottenere lo stesso risultato con un investimento pari alla metà di quello effettuato), mentre un'ulteriore elaborazione riferita a investimenti in ferrovie e autostrade restituisce valori mediani rispettivamente del 38% e del 43%, con un'eterogeneità marcata tra paesi ad alto e basso rischio di sostenibilità del debito. Colmare questo gap di efficienza potrebbe tradursi in risparmi potenziali stimati tra 46 e 50 miliardi di euro l'anno, una cifra dello stesso ordine di grandezza del gap di finanziamento individuato per gli investimenti strategici, sebbene i risultati restino sensibili alla metodologia e ai limiti di comparabilità tra paesi. Ne emerge un quadro in cui la stessa scarsità di spazio fiscale che impone oggi un approccio contenuto e mirato alla gestione dello shock energetico rende, allo stesso tempo, l'efficienza della spesa pubblica una priorità imprescindibile per sostenere le sfide di investimento strutturale dell'Europa nei prossimi anni.⁷²

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 Survey⁷³ dell'Eurozona, la quale offre degli spunti interessanti.⁷⁴

Figura 47: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le imprese, Eurozona - percentuale netta di rispondenti

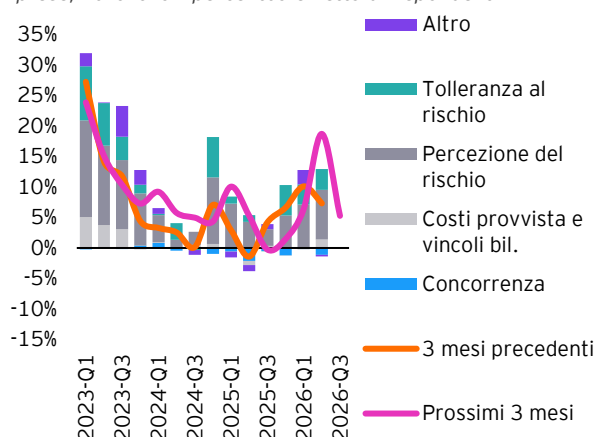
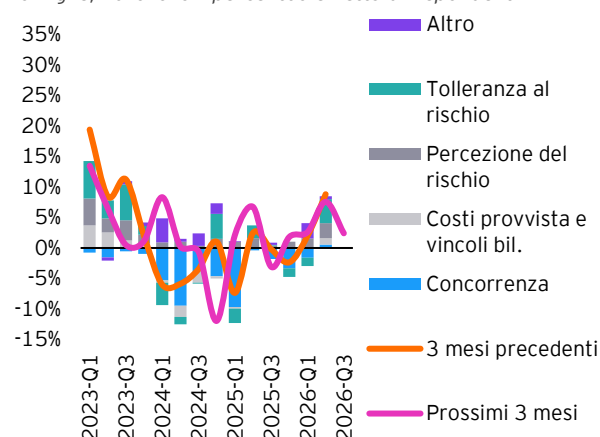


Figura 48: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



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 moderato inasprimento netto dei criteri di offerta alle imprese nel secondo trimestre del 2026 (percentuale netta pari al 7%). Questo risultato è stato inferiore rispetto al primo trimestre (10%) e nettamente più contenuto rispetto alle attese espresse dalle banche in aprile (19%), attestandosi leggermente al di sotto della media storica dal 2003 (8%), pur rimanendo ben al

⁷² Haroutunian, S., Nerlich, C., Rodríguez-Vives, M. e Schauhoff, C. (2026). *Boosting efficiency in public investment in times of fiscal constraint*. Economic Bulletin, Issue 2/2026. European Central Bank.

⁷³ 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.

⁷⁴ The euro area bank lending survey - Second quarter of 2026.

di sopra della media dal 2014 (3%). Tra le principali quattro economie dell'Eurozona, le banche in Germania, Spagna e Francia hanno riportato criteri più rigidi, mentre in Italia si è registrato un allentamento.

Per dimensione d'impresa, l'inasprimento è risultato sostanzialmente simile tra PMI e grandi imprese (percentuali nette 5% e 6%, rispettivamente); per scadenza, le banche hanno indicato un inasprimento più marcato per i prestiti a lungo termine rispetto a quelli a breve termine (7% e 2%, rispettivamente), entrambi più contenuti rispetto al trimestre precedente. 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 la situazione settoriale/specifica d'impresa (12%) e il quadro macroeconomico generale (11%). Nel secondo 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 particolare nel settore automobilistico. In riferimento ai Paesi, in Germania, Spagna e Francia la stretta è stata trainata principalmente da maggiori rischi percepiti; in Germania e Francia ha inciso anche la minore propensione al rischio, mentre in Italia non emerge un fattore di irrigidimento specifico, coerentemente con l'allentamento osservato. Le banche dell'Eurozona si attendono un ulteriore inasprimento dei criteri per i prestiti alle imprese, seppur a un ritmo più moderato (percentuale netta 5%), nel terzo trimestre del 2026. L'inasprimento atteso sarebbe di entità pari per le grandi imprese e per le piccole e medie imprese (5% in entrambi i casi), così come per le scadenze a breve e a lungo termine (5% in entrambi i casi). Tra i quattro principali Paesi dell'area, le banche in Germania e Francia prevedono un ulteriore inasprimento dei criteri, mentre in Spagna e Italia si attendono condizioni sostanzialmente invariate.

In riferimento al credito alle famiglie, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un inasprimento netto dei criteri di offerta per i mutui per l'acquisto di abitazioni nel secondo trimestre del 2026 (percentuale netta 9%), sostanzialmente in linea con le attese formulate nel trimestre precedente (8%). Tra i quattro principali Paesi dell'Eurozona, si è registrato un inasprimento delle condizioni in Spagna, Germania e Francia, mentre i criteri sono rimasti invariati in Italia. In riferimento ai principali fattori che hanno determinato questo andamento, la maggiore percezione del rischio e una minore tolleranza al rischio da parte delle banche hanno esercitato un effetto di irrigidimento dei criteri di erogazione del credito, mentre la concorrenza ha avuto un impatto sostanzialmente neutro nel trimestre. Le banche dell'Eurozona si attendono un ulteriore, seppur lieve, inasprimento dei criteri sui mutui residenziali (percentuale netta 2%) per il terzo trimestre del 2026. Tra i principali Paesi, ci si attende un inasprimento in Spagna e Italia, mentre in Germania e in Francia è previsto un allentamento 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. Questo ha portato ad un andamento debole o in contrazione delle esportazioni di beni dell'Eurozona, nonostante il contributo positivo registrato dalla domanda di beni da altre geografie, come i restanti paesi dell'Europa o l'Asia. Gli ultimi dati ci mostrano, inoltre, una crescita significativa delle esportazioni nel mese di giugno, supportata da tutte le geografie in analisi. In riferimento ai principali prodotti esportati che hanno comportato questa crescita significativa (~14%) rispetto al valore registrato nello stesso mese dell'anno precedente, un contributo significativo viene dalle esportazioni di altri mezzi di trasporto (come navi, imbarcazioni, aeromobili, ecc.), dalle esportazioni di computer ed elettronica e, in misura minore, dall'esportazione di prodotti chimici, farmaceutici, e di macchinari.

Figura 49: Esportazioni di beni per destinazione, Eurozona - var. % YoY e punti percentuali

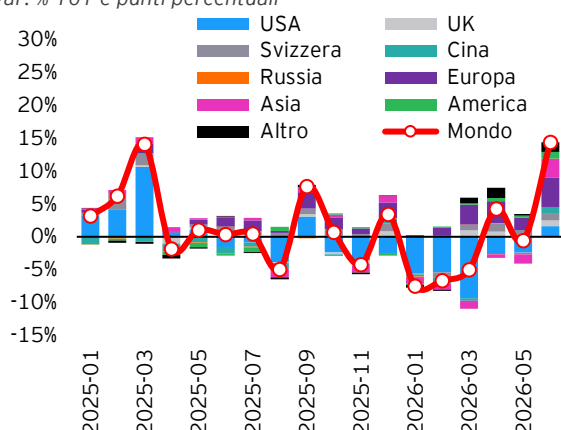
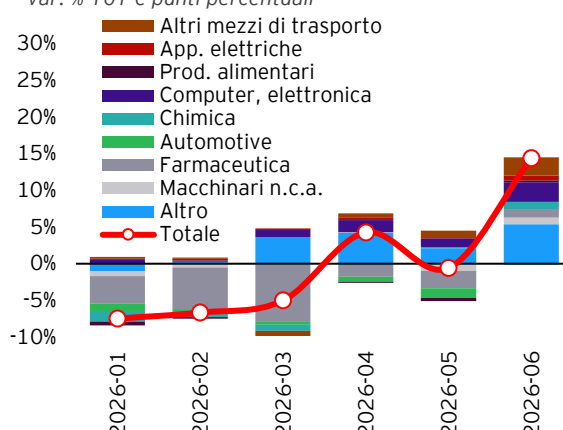


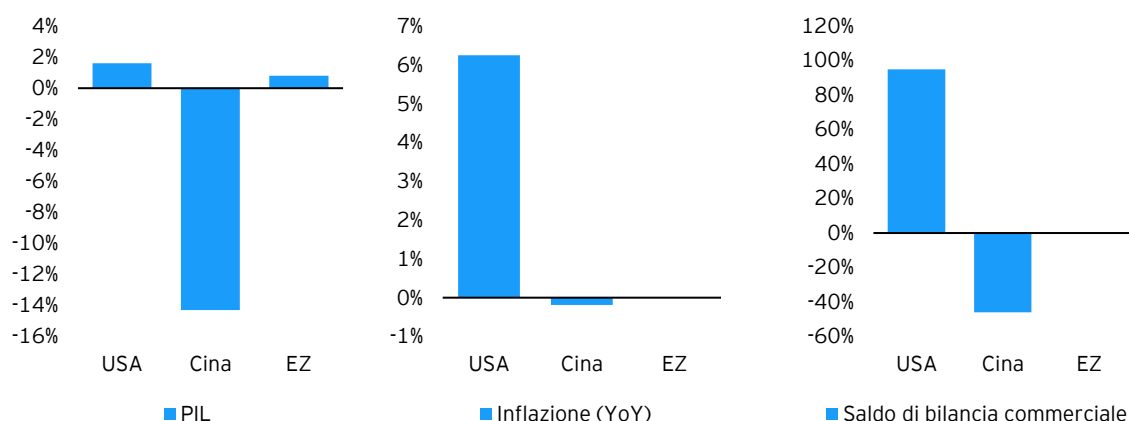
Figura 50: Esportazioni di beni per tipologia di beni, Eurozona - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Eurostat Comext.

Nel valutare gli effetti complessivi delle scelte di politica commerciale degli ultimi mesi e anni è possibile fare riferimento ad uno studio recente della BCE,⁷⁵ il quale analizza gli effetti macroeconomici di una guerra commerciale USA-Cina, calibrata su un aumento simmetrico dei dazi di 10 punti percentuali. Per l'Eurozona, non direttamente coinvolta nello scontro tariffario, il modello stima una risposta aggregata del PIL sostanzialmente nulla lungo l'orizzonte di dodici trimestri considerato – un dato che, tuttavia, non va letto come segno di “immunità” dagli effetti di queste politiche commerciali, quanto piuttosto come il risultato complessivo di forze di segno opposto di dimensione tutt'altro che trascurabile. Sul fronte degli scambi con gli Stati Uniti, la deviazione commerciale a favore dei produttori europei risulta positiva in tutti i settori manifatturieri esaminati, con i contributi più consistenti concentrati nella produzione di altra manifattura, prodotti di elettronica, tessile, farmaceutica, apparecchiature elettriche e chimica. Questo guadagno lordo verso gli Stati Uniti viene però eroso da un margine negativo simmetrico verso la Cina, la cui domanda si contrae in seguito allo shock, oltre che da aggiustamenti più contenuti ma non trascurabili verso il resto del mondo.

Figura 51: Trasmissione degli shock tariffari USA-Cina



Fonte: Banca Centrale Europea. Il grafico confronta gli effetti medi su tre anni di un aumento di 10 p.p. dei dazi USA sulle importazioni cinesi. Le barre mostrano la risposta macroeconomica nel modello benchmark. Le variazioni del PIL sono espresse come deviazioni percentuali rispetto allo scenario di riferimento; l'inflazione è misurata in punti percentuali e il saldo commerciale in punti percentuali di PIL.

⁷⁵ Aguilar, P., Darracq Pariès, M., Dieppe, A., Domínguez-Díaz, R., Eugenio, A., Gallegos, J.-E. e Quintana, J. (2026) - Tariffs, Production Networks, and Spillovers: The Case of a US-China Trade War, ECB Working Paper 3254.



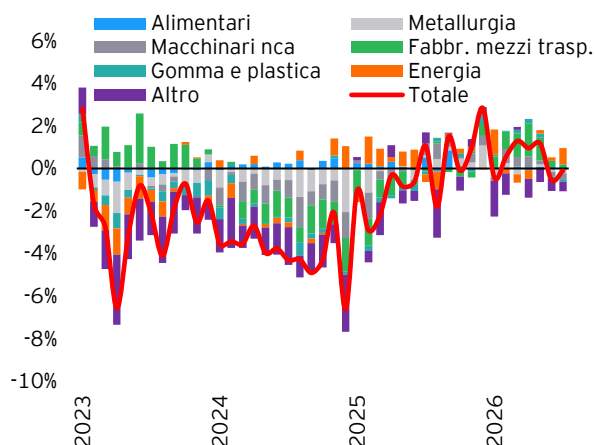
Nel complesso il quadro dell'Eurozona nel secondo semestre del 2026 si presenta fragile e soggetto a rischi prevalentemente al ribasso. La crescita economica rimane debole e disomogenea tra i paesi membri, con il settore industriale ancora in difficoltà e i consumi privati che offrono solo un parziale 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 di politica economica a un contesto che combina pressioni inflazionistiche esogene con una domanda interna ancora stentata.

L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale

Nel mese di luglio, l'indice di produzione industriale in Italia ha registrato una contrazione tendenziale dello 0,1%, dopo la contrazione più marcata del mese precedente (0,5%). I mesi di marzo, aprile e maggio erano invece stati caratterizzati da una crescita sostenuta (1,1% in media tra marzo e maggio). La contrazione dell'ultimo mese è dovuta principalmente ad una contrazione nel comparto della metallurgia e della produzione di macchinari, oltre che in altri comparti minori. L'indice di produzione industriale continua quindi ad attestarsi a circa 6 punti percentuali in meno rispetto al valore medio registrato nel 2021, a dimostrazione di un settore caratterizzato da sfide di carattere strutturale, e non solo congiunturale.

Figura 52: Indice di produzione industriale e componenti - var. % YoY e punti percentuali, Italia



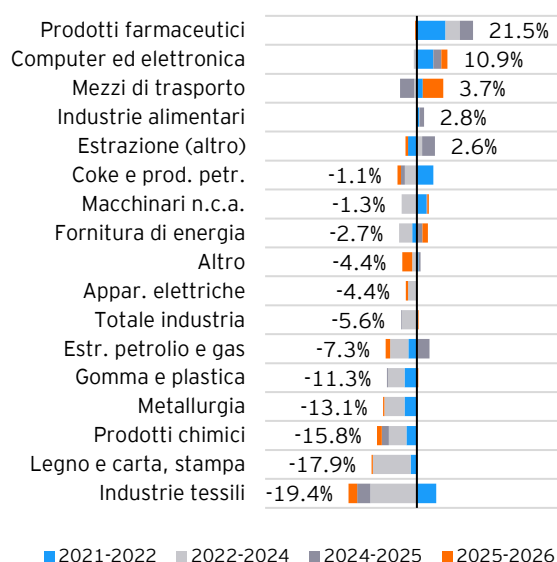
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: luglio 2026.

Entrando nello specifico dei comparti industriali, è interessante notare quali abbiano registrato una crescita più dinamica e quali invece siano ancora a livelli inferiori rispetto all'anno successivo alla crisi pandemica.

Nello specifico, tra il 2021 e l'ultimo dato del 2026 (luglio), i comparti che hanno registrato una crescita dell'indice della produzione industriale più sostenuta sono stati quello farmaceutico (21,5%), la produzione di computer e prodotti di elettronica (10,9%), il comparto della produzione di mezzi di trasporto e degli alimentari (rispettivamente 3,7% e 2,8%).

Al contrario, i comparti industriali più in difficoltà sono quello delle industrie tessili (-19,4%), seguito da quello del legno, della carta e della stampa (-17,9%) e dalla fabbricazione di prodotti chimici (-15,8%). 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.

Figura 53: Indice della produzione industriale per comparti industriali, Italia - var % rispetto al 2021 e contributi per anni analizzati



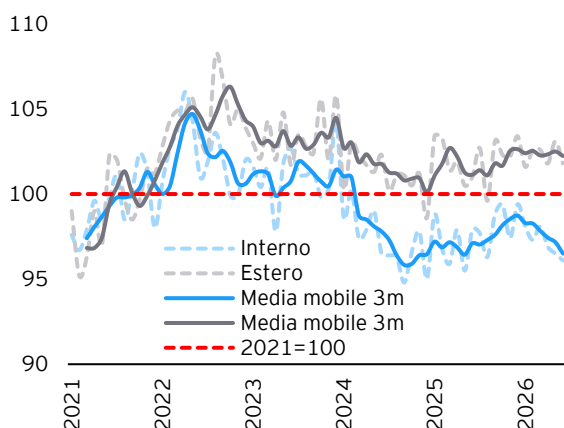
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Macchinari n.c.a.: Fabbricazione di macchinari ed apparecchiature non classificate altrove.

Sebbene le dinamiche settoriali siano altamente diversificate, è importante sottolineare il ruolo delle interconnessioni tra i diversi settori e paesi. La crisi di un singolo settore, infatti, può

causare per effetto indiretto il rallentamento di altri settori, tramite una riduzione dell'attività delle catene di fornitura. A supporto di ciò, per esempio, un recente studio della Banca d'Italia ha individuato che il calo della vendita di automobili a livello europeo ha un effetto di 1,5 volte più grande sulla filiera rispetto ai produttori finali.⁷⁶ Un ulteriore indicatore rappresentativo dell'andamento del comparto industriale in Italia è rappresentato dal volume del fatturato, quest'ultimo diviso nelle sue componenti di fatturato generato nel mercato interno e nel mercato estero. Le due componenti sono caratterizzate da due andamenti divergenti negli ultimi anni, diversamente da quanto osservato nel periodo 2021-2022 e, parzialmente, nel 2023.

Se da un lato, infatti, l'indice del volume del fatturato dell'industria generato nel mercato estero registra un andamento crescente, anche se non particolarmente dinamico, dall'altro l'indice del fatturato interno sta segnando un andamento discendente, rimanendo sotto i livelli medi registrati nel 2021. La lettura di questi dati mostra quindi un comparto industriale nel complesso in difficoltà, sostenuto in parte solo dalla domanda estera e non dalla domanda interna.

Figura 54: Volume del fatturato dell'industria (escl. Costruzioni), Italia - indice, 2021=100

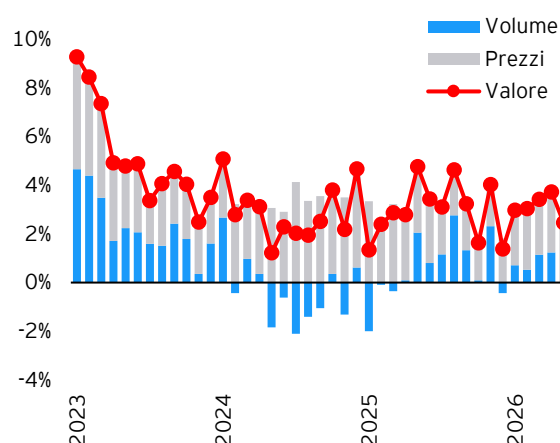


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: giugno 2026.

Cambiando prospettiva e focalizzandosi sull'andamento del settore dei servizi, anche in questo caso i dati sul fatturato offrono degli spunti di analisi interessanti. Nello specifico,

scomponendo la crescita del valore del fatturato nella sua componente di volume e di prezzo, si nota come a giugno 2026, e nei due mesi precedenti, la componente di prezzo abbia rappresentato il fattore più cospicuo di crescita, mentre la componente di volume ha avuto un ruolo più marginale.

Figura 55: 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: giugno 2026.

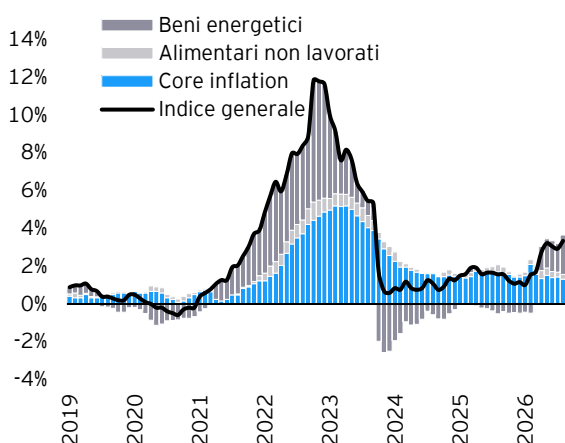
L'andamento dei prezzi ed il mercato del lavoro in Italia

Ad agosto il tasso di inflazione è stato pari al 3,3%, in aumento rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti (2,9% a luglio, 3,0% a giugno).

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 ma in calo.

⁷⁶ Brugnara L., Cariola G., Recchia P. e Zuccolà S. (2026) - Mapping supply chains with micro data: the case of the Italian automotive industry, Bdl Occasional papers N. 1041.

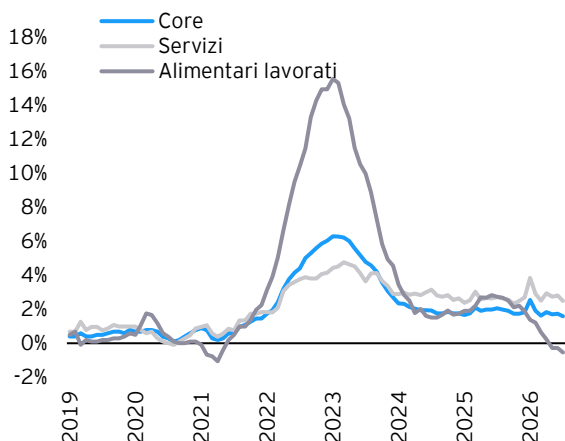
Figura 56: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



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

Nello specifico, ad agosto 2026 l'indice dei prezzi dei beni energetici ha registrato una crescita del 19,7% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, dopo una crescita del 14,1% nel mese precedente. Questo aumento, dovuto alle pressioni sui prezzi legate al conflitto in Medio Oriente, si aggiunge ad un indice dei prezzi dei servizi in leggero calo (2,5% ad agosto, 2,8% a luglio, 2,7% a giugno), mantenendo in ogni caso elevato il contributo positivo dell'inflazione core all'inflazione complessiva.

Figura 57: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY e punti percentuali



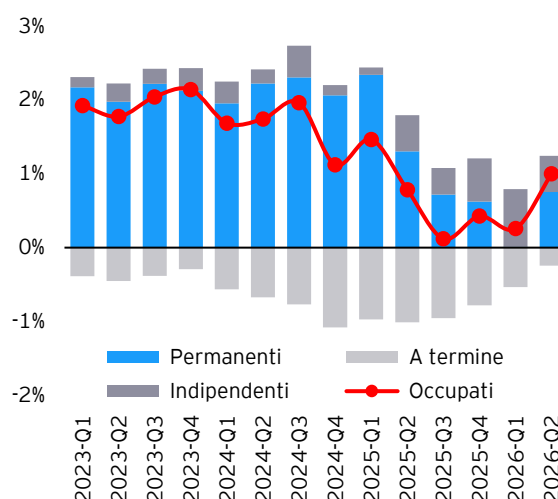
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: agosto 2026.

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 (intorno ai 24,3 milioni di persone), a cui si associa un tasso di disoccupazione intorno al 5,8%.

La crescita del numero di occupati negli ultimi trimestri è stata supportata principalmente dall'entrata nel mondo del lavoro di occupati inquadrati con un contratto permanente, con la sola eccezione del primo trimestre del 2026. Questo elemento rappresenta un fattore positivo a supporto dell'andamento dei consumi in Italia, favoriti dalla natura contrattuale più stabile rispetto ad un contratto a termine.

Figura 58: Crescita del numero di occupati per tipologia contrattuale, Italia - var. % YoY e punti percentuali



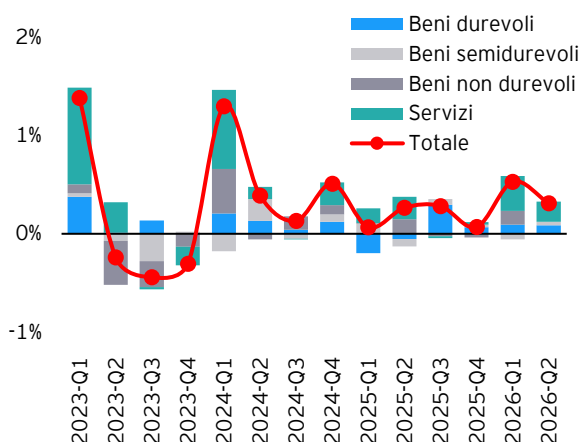
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

L'andamento complessivamente positivo dell'occupazione si riflette sulla crescita del monte salari (crescita reale dell'1,7% nel primo trimestre del 2026 rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, a cui fa seguito una crescita più modesta dello 0,2%), nonostante i salari reali per ora lavorata continuino a rimanere al di sotto del livello registrato nel 2021.

La crescita positiva del monte salari si è tradotta, negli ultimi trimestri, in un sostegno ai consumi delle famiglie. Fatta eccezione per l'ultimo trimestre del 2025, dove la crescita è stata sostanzialmente nulla, nel primo e secondo trimestre di questo anno si è registrata una crescita congiunturale rispettivamente dello 0,5%

e 0,3%, supportata in buona parte dai consumi di servizi.

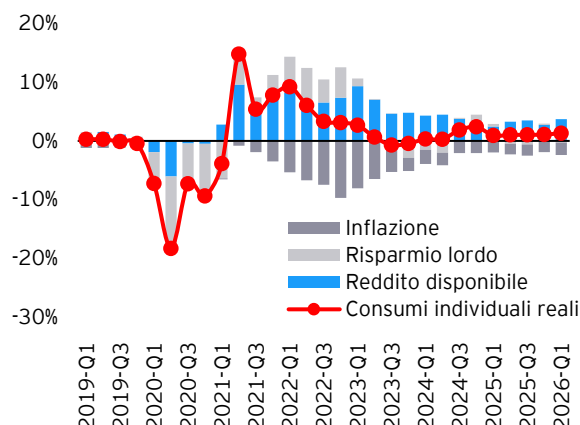
Figura 59: Spesa per consumi finali delle famiglie per voce di spesa, Italia - var. % QoQ e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Il ruolo dell'andamento dei redditi delle famiglie nella dinamica dei consumi appare chiaro anche nella scomposizione dell'andamento di questi ultimi considerando la crescita del livello dei prezzi, del risparmio lordo e del reddito disponibile. Nello specifico, negli ultimi trimestri l'inflazione ha continuato a rappresentare un freno significativo alla crescita dei consumi reali, crescita sostenuta quasi unicamente dal reddito disponibile delle famiglie, senza quindi ridurre il loro tasso di risparmio (il rapporto tra quanto viene risparmiato e il totale del reddito disponibile).

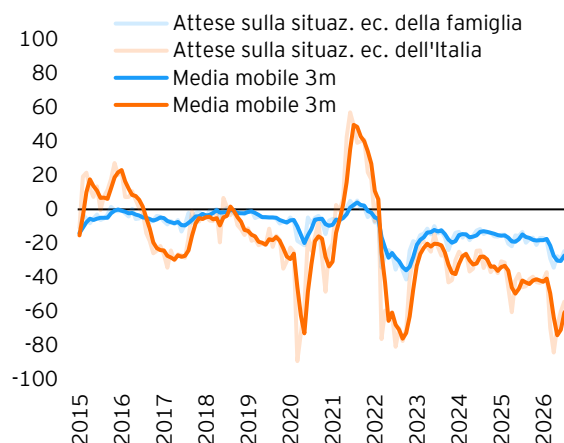
Figura 60: Crescita dei consumi individuali reali, Italia - var. % YoY e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

In riferimento ai consumi privati è quindi possibile affermare che la loro dinamica positiva sia sostenuta principalmente da un andamento positivo del mercato del lavoro, che sta portando ad un aumento del monte salari, nonostante il salario reale per ora lavorata sia ancora al di sotto dei livelli medi del 2021. Quest'ultimo elemento si traduce in una fiducia complessiva delle famiglie italiane in peggioramento.

Figura 61: Attese delle famiglie consumatrici sull'andamento economico della famiglia e del paese, Italia - saldi



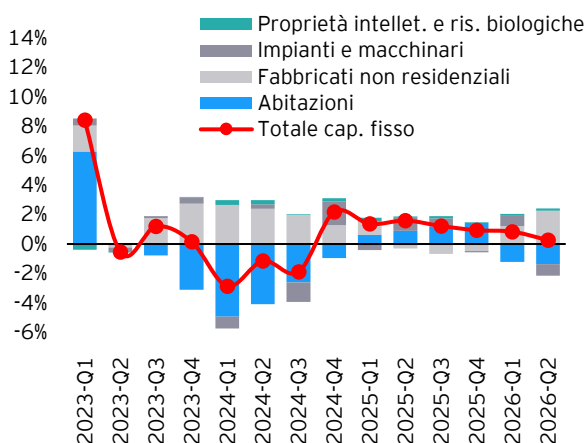
Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT. Il saldo è calcolato come differenza tra la quota di risposte che indicano un miglioramento e la quota di risposte che indicano un peggioramento; valori negativi segnalano una prevalenza di giudizi di peggioramento.

In riferimento alle altre componenti del PIL, gli investimenti continuano a mostrare un andamento positivo, anche se in rallentamento, con una crescita rispetto al trimestre precedente

dello 0,3%, dopo una crescita dello 0,8% e 0,9% rispettivamente nel primo trimestre dell'anno e ultimo trimestre del 2025.

La crescita del secondo trimestre del 2026 è stata sostenuta principalmente da un incremento degli investimenti in fabbricati non residenziali (contributo positivo pari a 2,3 punti percentuali), probabilmente da attribuire agli investimenti residui legati al PNRR, mentre si è invece registrata una contrazione degli investimenti in abitazioni (contributo negativo pari a -1,4 punti percentuali) e in impianti e macchinari (-0,8 punti percentuali).

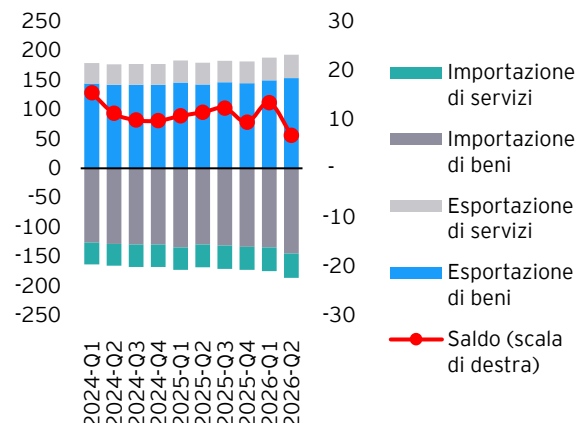
Figura 62: Investimenti e componenti, Italia - var. % QoQ e punti percentuali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Infine, in riferimento alla componente di commercio estero, nel secondo trimestre del 2026 l'Italia continua a segnare un surplus commerciale (€7 miliardi in termini nominali), ma in riduzione rispetto al dato del trimestre precedente (€13 miliardi).

Figura 63: Esportazioni e importazioni, Italia - miliardi, €, valori nominali



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati ISTAT.

Nel complesso l'economia italiana ha mostrato, nell'ultimo periodo, un dinamismo inatteso dai più, anche grazie ad un mercato del lavoro a sostegno dei consumi. Gli investimenti continuano a crescere, anche se in decelerazione, ed il commercio estero continua a segnare un saldo positivo. Il complesso quadro geopolitico, che si mostra nella crescita dell'indice dei prezzi al consumo, rischia di compromettere il fragile equilibrio della crescita del paese.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Nel secondo trimestre del 2026 il PIL italiano è aumentato dello 0,2% rispetto al trimestre precedente, un ritmo sostanzialmente in linea con quanto già osservato nel primo trimestre del 2026. La dinamica è stata sostenuta principalmente dalla domanda interna, grazie all'aumento dei consumi delle famiglie (+0,4%, pari a 0,2 punti percentuali di contributo alla crescita) e degli investimenti (crescita pari allo 0,3%). La domanda estera ha invece fornito un contributo negativo (pari a -0,2 punti percentuali di contributo alla crescita), a seguito di una crescita delle esportazioni (+0,8%) minore rispetto a quella registrata per le importazioni (+1,7%). Su base tendenziale, analizzando quindi l'andamento rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, il mercato estero ha rappresentato la componente più dinamica del PIL, con un incremento del 5,3% delle importazioni e del 4,4% delle esportazioni, con un contributo leggermente negativo sulla crescita (-0,1 punti percentuali). Gli investimenti sono cresciuti del 3,3%, in rallentamento rispetto al trimestre precedente (+4,7%), mentre i consumi privati sono cresciuti dell'1,3%, in linea con quanto registrato nel trimestre precedente.

Figura 64: Componenti del PIL, Italia - var. % QoQ e contributi alla crescita

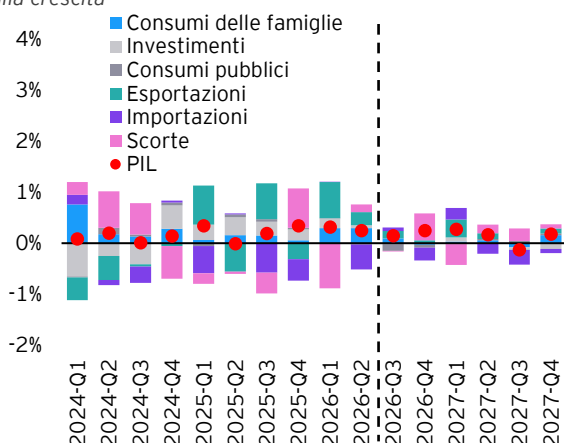
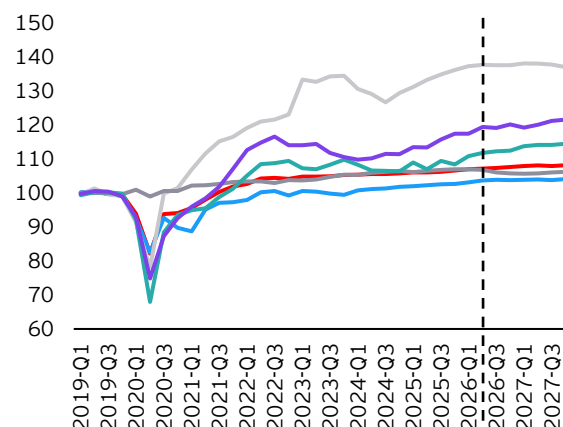


Figura 65: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



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

Nel commentare i dati dell'economia italiana nel secondo trimestre dell'anno, è importante sottolineare come tutte le componenti del PIL abbiano mostrato un andamento più dinamico rispetto alle attese. Si pensi ad esempio ai consumi privati, che hanno mostrato un andamento particolarmente positivo, probabilmente sia per effetto di un mercato del lavoro che continua a mostrarsi solido, sia per una maggiore propensione al consumo delle famiglie (ovvero, le famiglie continuano a dedicare una parte maggiore del proprio reddito disponibile ai consumi rispetto al passato). Sul fronte degli investimenti, questi continuano su di un percorso di crescita legato alla realizzazione degli ultimi interventi del PNRR, il cui termine di ammissibilità delle spese è stato fissato per il 31 agosto. Infine, le esportazioni italiane hanno continuato a crescere, pur con un rallentamento, nonostante il perdurare delle tensioni internazionali, a dimostrazione di un tessuto economico resiliente in grado di gestire situazioni di elevata incertezza in modo più positivo di quanto atteso.

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 terzo trimestre del 2026 ci si attende una modesta espansione del PIL rispetto al trimestre precedente (+0,1%) dopo un andamento più positivo dei primi due trimestri (rispettivamente, 0,3% nel primo trimestre e 0,2% nel secondo trimestre). L'andamento stagnante del PIL è atteso essere la risultante di un andamento moderato delle componenti di domanda interna (crescita dello 0,2% per i consumi e contrazione dello 0,1% degli investimenti), accompagnato da una riduzione dei consumi pubblici (-0,7%); torna invece positivo il contributo della domanda estera, grazie ad una crescita delle esportazioni (+0,5%) e ad una contestuale contrazione delle importazioni (-0,2%). L'ultimo trimestre dell'anno sarà invece caratterizzato da una leggera crescita dei consumi privati e da una stagnazione dal lato degli investimenti, con un ulteriore contributo negativo della componente di domanda estera. Il 2026 è quindi atteso chiudere con una crescita dell'1,0%, una crescita più dinamica di quanto sperimentato l'anno precedente (0,5%) nonostante l'incertezza geopolitica e le tensioni internazionali che stanno tuttora caratterizzando l'economia internazionale. Gli investimenti sono attesi crescere complessivamente di circa il 2,7%, grazie agli ultimi effetti positivi degli incentivi fiscali posti in essere negli anni precedenti e delle "code" del PNRR; il contributo della domanda estera sarà invece sostanzialmente nullo.

Appare invece diverso il quadro per il 2027, che sarà caratterizzato da un rallentamento dei consumi delle famiglie, dopo l'andamento positivo degli ultimi anni. Questo sarà principalmente riconducibile al potere d'acquisto sotto pressione a causa degli sviluppi recenti sul lato dell'inflazione, e comporterà una riduzione della propensione al consumo, che si riavvicinerà verso valori più in linea a quelli storicamente sperimentati. Una crescita debole è invece attesa per la componente di investimenti (0,1%) principalmente a causa dell'aumento dei tassi di interesse (e, quindi, del costo del debito) e del clima di incertezza che continua a caratterizzare il contesto internazionale. Positivo sarà invece il contributo della domanda estera, principalmente grazie ad un rallentamento delle importazioni (1,2%) a fronte di una dinamica positiva delle esportazioni (2,0%).

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

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

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 comprende gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

Scendendo nel dettaglio degli investimenti, la crescita attesa per il 2026 sarà supportata principalmente dalla crescita dei fabbricati non residenziali (6,4%), ma anche le componenti di investimenti in macchinari e in intangibili continueranno a registrare un andamento positivo (rispettivamente, 2,3% e 2,9%). In contrazione invece gli investimenti in abitazioni, i quali nel totale dell'anno sono attesi registrare un calo di circa il 2,6% (per un contributo negativo alla crescita degli investimenti per 0,5 punti percentuali). Per il 2027, invece, ci si attende una ripresa degli investimenti in abitazioni (4,2%) ed una contrazione degli investimenti in fabbricati non residenziali, mentre le altre componenti sono previste continuare a sperimentare una crescita, ancorché meno dinamica di quanto sperimentato nel 2026.

L'inflazione è attesa al 3,0% nel 2026, sostenuta principalmente dai maggiori prezzi dei beni energetici, e in rallentamento nel 2027 (al 2,4%). Il deficit pubblico si prospetta al 3,1% del PIL nel 2026 ed al 2,8% nel

2027, mentre il rapporto debito pubblico/PIL riprenderà una traiettoria in riduzione nel 2027 (passando dal 138,6% nel 2026 al 137,4% nel 2027) anche grazie all'effetto 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.

Se da un lato le stime sulla crescita riportate fanno riferimento al paese nel suo complesso, dall'altro è interessante scendere nel dettaglio dell'andamento dei diversi settori dell'economia italiana per coglierne le diverse dinamiche. A fronte di una crescita complessiva del volume della produzione tra il 2025 ed il 2027 (+1,8%), le stime effettuate tramite il modello proprietario EY MAIOR⁷⁷ indicano una performance positiva per i settori di alloggio e ristorazione (+4,2%), produzione di computer, elettronica e ottica (+4,2%) e produzione di macchinari e apparecchi n.c.a. (+3,7%). All'opposto, risultano negativi o stabili gli andamenti della produzione del settore dell'amministrazione pubblica (-0,2%), della produzione di altri mezzi di trasporto (-0,2%) e della fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio (+0,0%). Risulta invece in moderata espansione il settore delle costruzioni (+0,8%), grazie ad una dinamica positiva nel 2026 legata agli ultimi effetti degli incentivi fiscali posti in essere negli anni precedenti, a cui farà seguito, nel 2027, un rientro verso valori più in linea con l'andamento storico del settore.

Figura 66: Var. % del volume della produzione 2025-27 per settore, Italia (1/2) - contributi per anno

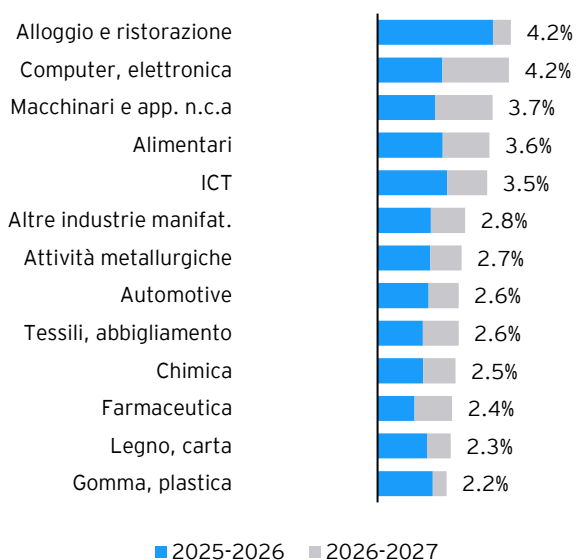
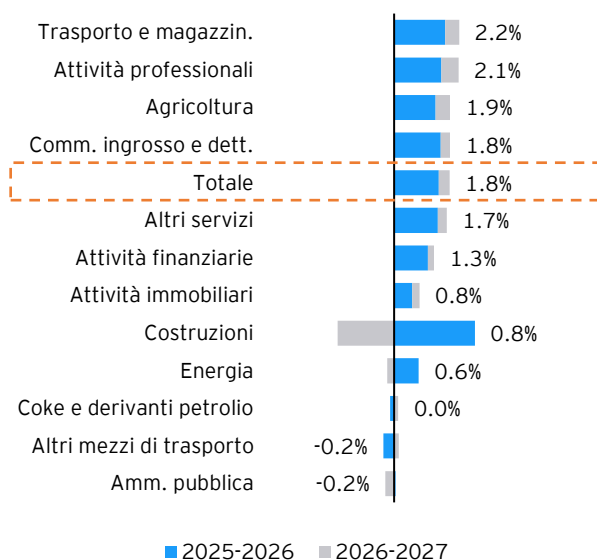


Figura 67: Var. % del volume della produzione 2025-27 per settore, Italia (2/2) - contributi per anno



Fonte: Previsioni dal Modello per l'analisi settoriale di EY Italia, "EY MAIOR".

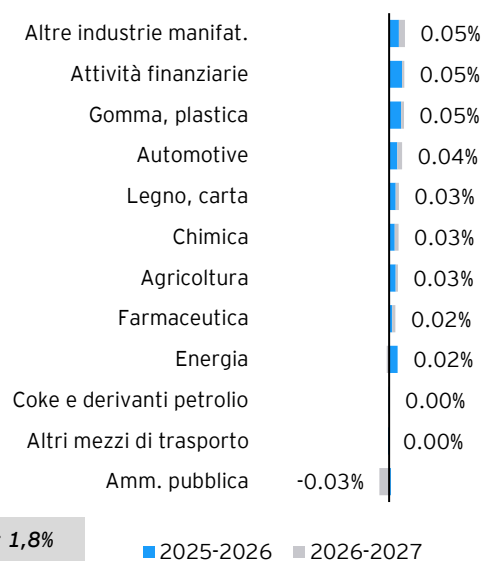
I tassi di variazione così commentati non permettono però di cogliere le informazioni relative alla dimensione dei settori in analisi, elemento invece reso chiaro dall'analisi dei contributi alla crescita per settore. Da questo punto di vista, il commercio all'ingrosso e al dettaglio (contributo di +0,2 p.p.) e le attività professionali (+0,2 p.p.) rappresentano i primi due settori per contributo positivo alla crescita del valore della produzione in Italia nei prossimi anni. I settori caratterizzati da una dinamica più debole, come quelli dell'amministrazione pubblica e altri mezzi di trasporto, forniscono un apporto nullo o negativo.

⁷⁷ 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.

Figura 68: Contributi settoriali alla crescita della produzione aggregata 2025-27 per settore, Italia (1/2) - contributi per anno



Figura 69: Contributi settoriali alla crescita della produzione aggregata 2025-27 per settore, Italia (2/2) - contributi per anno



Fonte: Previsioni dal Modello per l'analisi settoriale di EY Italia, "EY MAIOR".

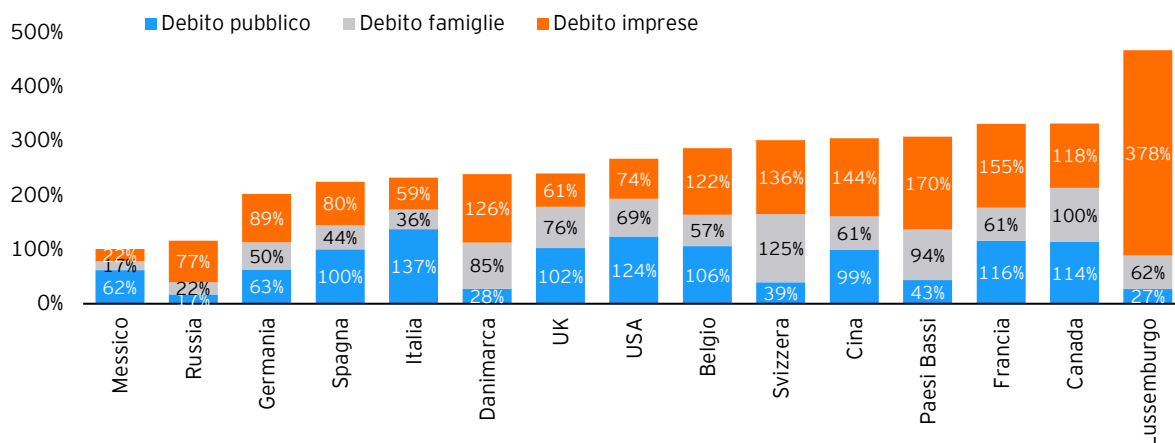
Stabilità finanziaria in un contesto di elevato debito

Messaggi principali:

1. *Nel 2026 il ricorso ai mercati obbligazionari da parte del settore pubblico e privato è atteso raggiungere circa 29 mila miliardi di dollari a livello globale, pari a circa il 23% del PIL mondiale, un livello superato solo negli anni della crisi pandemica. L'elemento di novità rispetto ai cicli passati non risiede nei volumi, quanto nel fatto che vengono collocati in un contesto di rendimenti elevati, una combinazione senza precedenti dal 2007.*
2. *Il debito obbligazionario dei governi centrali dei paesi OCSE ha raggiunto nel 2025 il massimo storico di 61 mila miliardi di dollari, dai 55 del 2024. La spesa netta per interessi si è attestata al 2,3% del PIL dell'area dei paesi OCSE nel 2025, e nel 2026 il contributo dei maggiori interessi al rapporto debito/PIL è atteso prevalere per la prima volta sulla spinta al ribasso dell'inflazione.*
3. *La riduzione dei bilanci delle banche centrali lascia al mercato una quota crescente di titoli da assorbire, mentre la domanda di titoli a lunga scadenza resta concentrata presso un numero ristretto di intermediari non bancari (e.g., fondi pensione). In questo contesto, le scadenze delle nuove emissioni sono sempre più a breve termine: la strategia contiene la spesa corrente ma accorcia la vita media del debito, con circa un terzo del debito a tasso fisso in scadenza tra il 2026 e il 2028 a fronte di rendimenti di mercato superiori di circa due punti percentuali a quelli dei titoli in scadenza.*
4. *Sul piano della stabilità finanziaria, la sostituzione delle riserve di banca centrale con titoli di Stato nei bilanci bancari rafforza il legame tra "rischio sovrano" e rischio bancario, mentre la riduzione del differenziale dei rendimenti nel settore corporate tra attività più rischiose e meno rischiose, e l'elevata esposizione dei portafogli europei ad attività statunitensi legate all'intelligenza artificiale espongono al rischio di un aggiustamento simultaneo delle valutazioni. Tali vulnerabilità non si sono tuttavia finora tradotte in tensioni effettive: gli indicatori sintetici di stress, negli Stati Uniti e in Italia, restano su livelli contenuti e il funzionamento dei mercati è rimasto regolare.*

Il contesto di tassi di interesse elevati e di incertezza geopolitica descritto nelle pagine precedenti si inserisce in una tendenza di più lungo periodo, che riguarda la crescita dello stock di debito, pubblico e privato, e la tenuta dei mercati che lo finanziano. Un primo inquadramento richiede di considerare congiuntamente le due componenti, poiché è il livello complessivo di indebitamento di un'economia, e non la sola quota riferibile al settore pubblico, a determinare i possibili effetti sull'economia di una variazione dei tassi di interesse e delle condizioni di finanziamento. Il confronto internazionale restituisce livelli aggregati elevati, ma composizioni marcatamente differenti. In Italia il debito pubblico si attesta al 137% del PIL nel 2025, a fronte di un indebitamento delle famiglie (36%) e delle imprese (59%) tra i più contenuti: l'aggregato complessivo, pari a circa il 230% del PIL, risulta inferiore a quello della maggior parte dei paesi considerati, tra cui Francia, Canada, Paesi Bassi, Svizzera e Cina, dove la componente privata è largamente prevalente. Il caso opposto è rappresentato da Danimarca e Paesi Bassi, con rapporti debito pubblico/PIL inferiori al 45% ma un indebitamento di famiglie e imprese superiore, rispettivamente, al 210% e al 260% del PIL.

Figura 70: Debito pubblico e privato dei principali paesi - % del PIL



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Fondo Monetario Internazionale. Il dato sul debito pubblico fa riferimento al 2025; il dato per il debito delle famiglie e delle imprese fa riferimento al 2024.

A questi livelli di stock corrisponde un flusso annuo di emissioni altrettanto elevato. Il ricorso ai mercati obbligazionari da parte del settore pubblico e privato è atteso raggiungere, nel 2026, circa 29 mila miliardi di dollari a livello globale, un valore record rispetto a quanto registrato nell'ultimo ventennio. Il contributo principale proviene dalle emissioni di debito pubblico dei paesi OCSE e dei paesi in via di sviluppo, in crescita anche per far fronte alle numerose sfide di medio-lungo termine (sostenibilità, difesa, rivoluzione tecnologica, demografia), mentre la restante parte è attribuibile al settore *corporate*. Nel complesso, le nuove emissioni sono attese raggiungere, nel 2026, un valore pari a circa il 23% del PIL globale, un livello che, nell'arco temporale considerato (dal 2007), è stato superato unicamente nei due anni di crisi pandemica.⁷⁸

Figura 71: Emissione di nuovo debito - trilioni di dollari e % su PIL

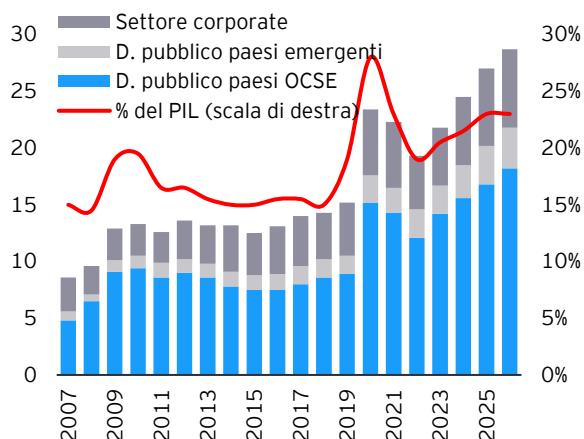
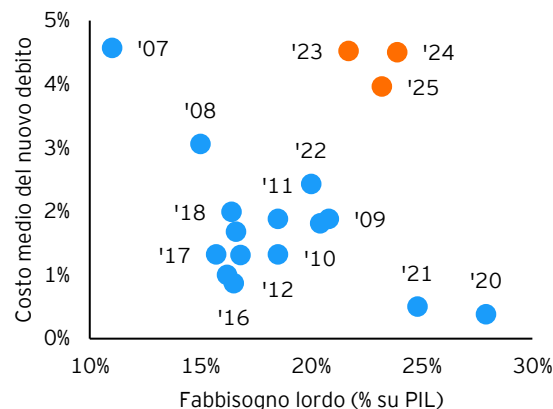


Figura 72: Fabbisogno lordo e costo del debito nei paesi OCSE



Fonte: OCSE. "Debito paesi emergenti" fa riferimento ai paesi classificati come economie emergenti e in via di sviluppo dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale.

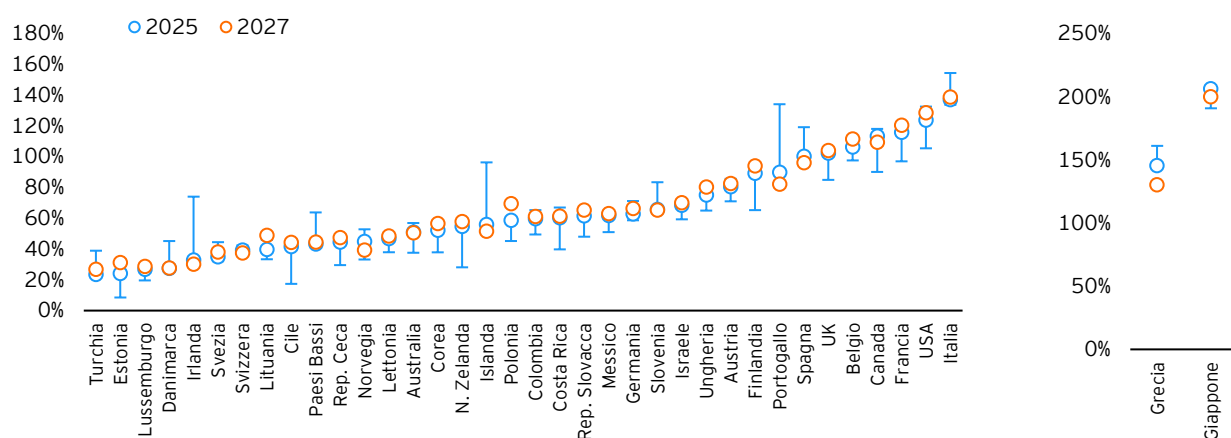
L'elemento di novità rispetto ai cicli passati non risiede tuttavia nei volumi in sé, quanto nelle condizioni alle quali vengono collocati. Storicamente, le fasi caratterizzate da fabbisogni di finanziamento elevati hanno coinciso con condizioni monetarie accomodanti e rendimenti contenuti; dal 2023, al contrario, volumi e rendimenti di emissione si collocano simultaneamente su livelli elevati, una combinazione che non trova precedenti nel periodo osservato.

⁷⁸ OECD Global Debt Report 2026.

Lo stock di debito riflette progressivamente questa dinamica di maggiore indebitamento in atto da anni. Il debito obbligazionario dei governi centrali dei paesi OCSE ha raggiunto nel 2025 il massimo storico di 61 mila miliardi di dollari, in aumento dai 55 mila miliardi del 2024, con il maggiore incremento annuo dal periodo pandemico (circa un terzo di tale aumento è attribuibile al deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro e della sterlina, per cui a parità di valore nominale del debito espresso in una valuta - e.g., euro o sterlina - questo avrà un valore nominale in dollari in rialzo). In rapporto al PIL, l'aggregato è rimasto stabile intorno all'83% tra il 2024 e il 2025, ma è atteso salire all'85% nel 2026, il livello più elevato dal 2021 e superiore di 39 punti percentuali rispetto al 2007. Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, il rapporto debito/PIL globale è atteso raggiungere valori prossimi al 100% nel 2029.⁷⁹

Il quadro aggregato nasconde, come di consueto, un'elevata eterogeneità tra paesi. Nel 2025 il rapporto debito/PIL è aumentato in diversi paesi OCSE, avvicinandosi o superando in alcuni casi i livelli raggiunti durante la pandemia. L'Italia presenta il terzo rapporto più elevato dell'area (dopo Giappone e Grecia), con un valore atteso in ulteriore lieve crescita al 2027; dinamiche analoghe si osservano per Francia e Stati Uniti, mentre paesi come la Grecia, il Portogallo e l'Irlanda proseguono lungo un percorso di riduzione.

Figura 73: Andamento del debito pubblico nei principali paesi OCSE - % su PIL

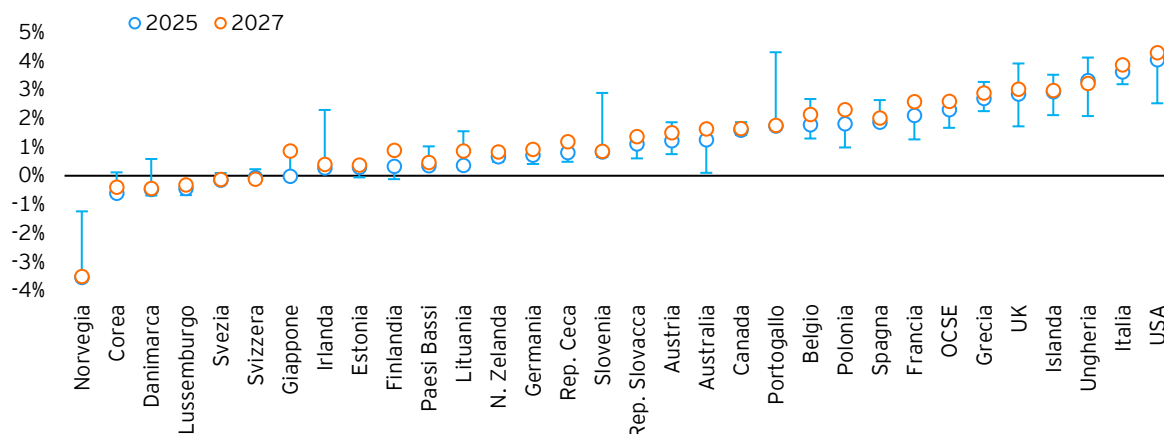


Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati Fondo Monetario Internazionale. Le barre di errore rappresentano il valore massimo e minimo nel periodo compreso tra il 2015 ed il 2025.

Il combinato di debito elevato e di maggiori tassi di interesse si traduce, in primo luogo, in una maggiore spesa netta per interessi. Nei paesi OCSE questa si è attestata al 2,3% del PIL nel 2025, attesa crescere al 2,6% al 2027; l'Italia figura tra i paesi con l'incidenza più elevata, con una spesa netta per interessi pari a circa il 3,6% del PIL nel 2025 (~80 miliardi di euro) e stimata in ulteriore aumento verso il 3,9% nel 2027 (~90 miliardi di euro), seconda solo agli Stati Uniti tra i grandi paesi avanzati e ben al di sopra della media dell'area OCSE.

⁷⁹ IMF Fiscal Monitor, April 2026.

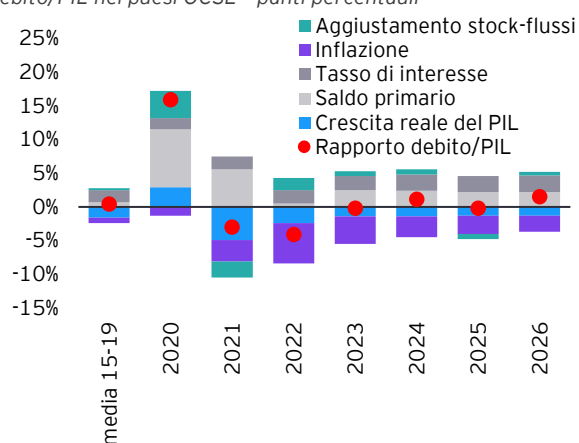
Figura 74: Spesa netta per interessi sul debito pubblico, principali paesi OCSE - % su PIL



Fonte: Elaborazioni EY-Parthenon su dati OCSE. Le barre di errore rappresentano il valore massimo e minimo nel periodo compreso tra il 2015 ed il 2025.

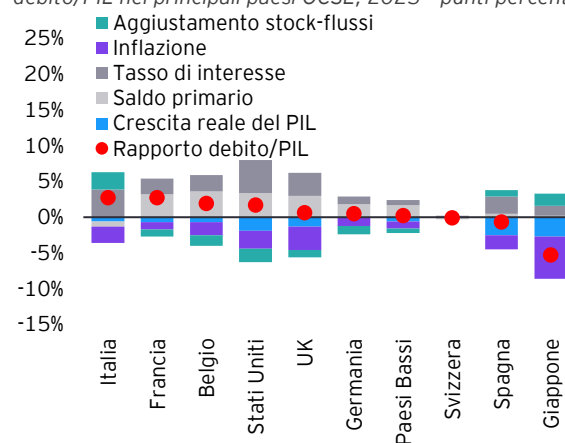
Particolarmente significativa è, in secondo luogo, la dinamica sottostante al rapporto debito/PIL. Se negli anni recenti l'inflazione ne aveva favorito la riduzione, comprimendo il valore reale del debito, secondo l'OCSE nel 2026 l'effetto dei maggiori interessi (stimato in +2,5 punti percentuali sul rapporto aggregato) è destinato a prevalere sulla spinta al ribasso dell'inflazione (-2,4 punti), invertendo il segno del contributo.⁸⁰ Il progressivo rientro dell'inflazione, pur auspicabile sul fronte dei prezzi, riduce quindi uno dei fattori di contenimento del "peso" reale del debito, mentre la crescita reale continua a fornire un contributo modesto. In questo contesto è importante sottolineare come il ruolo della crescita sia duplice: in primo luogo essa agisce sul saldo di bilancio, sostenendo le entrate e contenendo la spesa a carattere ciclico (e.g., sussidi di disoccupazione), e quindi sul fabbisogno che alimenta l'accumulazione di nuovo debito; in secondo luogo essa entra direttamente nella dinamica del rapporto debito/PIL attraverso il differenziale tra costo medio del debito e tasso di crescita nominale dell'economia - quando il costo del debito eccede la crescita, il rapporto tende ad aumentare anche in caso di saldo primario (prima del pagamento degli interessi) in pareggio, e solo un avanzo primario sufficientemente ampio può compensarne l'effetto.

Figura 75: Scomposizione della variazione del rapporto debito/PIL nei paesi OCSE - punti percentuali



Fonte: OCSE.

Figura 76: Scomposizione della variazione del rapporto debito/PIL nei principali paesi OCSE, 2025 - punti percentuali

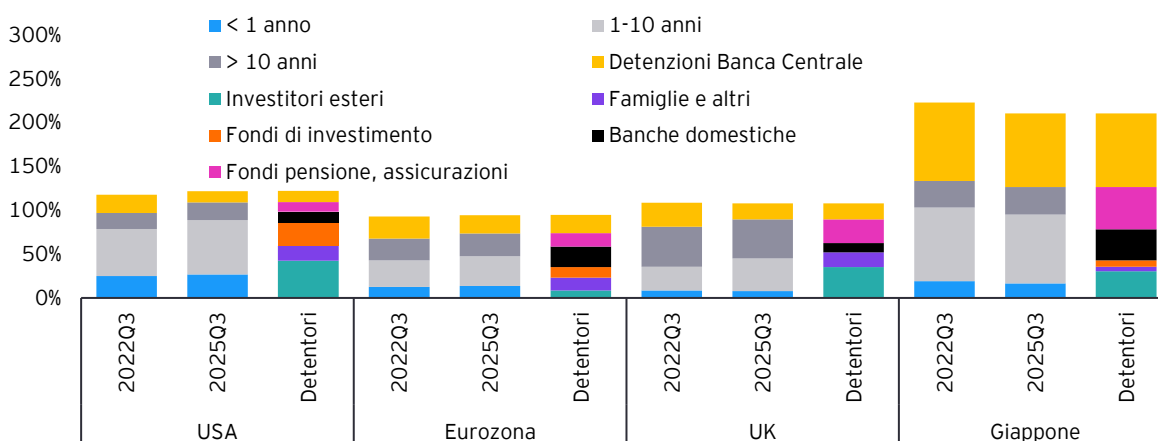


Al livello e alla dinamica del debito si affianca la sua struttura, che ne determina l'esposizione effettiva alle condizioni di mercato. Due dimensioni risultano in questo senso rilevanti: la distribuzione per scadenza

⁸⁰ OECD Global Debt Report 2026.

dei titoli in essere e la composizione dei detentori. Il confronto tra il terzo trimestre del 2022 e il terzo trimestre del 2025 evidenzia due tendenze comuni alle principali aree. La prima è la concentrazione della crescita del debito nel segmento intermedio, con scadenza compresa tra uno e dieci anni, aumentato di circa 8 punti di PIL negli Stati Uniti, 10 nel Regno Unito e 4 nell'Eurozona, a fronte di variazioni contenute sulle scadenze superiori ai dieci anni; fa eccezione il Giappone, dove la stessa componente si è ridotta. La seconda è il calo delle detenzioni delle banche centrali, scese di circa 8 punti di PIL negli Stati Uniti, 9 nel Regno Unito, 4 nell'Eurozona e 5 in Giappone per effetto della normalizzazione dei bilanci, con una quota crescente di titoli che deve quindi essere assorbita dal mercato. La composizione della base di investitori resta tuttavia eterogenea: negli Stati Uniti e nel Regno Unito prevalgono gli investitori esteri, affiancati nel secondo caso da un peso rilevante di fondi pensione e imprese di assicurazione; nell'Eurozona la quota maggiore è detenuta dalle banche domestiche, mentre in Giappone la banca centrale continua a detenere un ammontare superiore a quello di ogni altra categoria.

Figura 77: Profilo del debito sovrano, struttura di maturità e base di investitori - % del PIL



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. Il dato sui detentori fa riferimento al terzo trimestre 2025.

La composizione della domanda assume una rilevanza specifica per l'Eurozona, dove la struttura per scadenze presenta caratteristiche peculiari. Gli intermediari finanziari non bancari detengono circa il 40% dei titoli di Stato dell'area con vita residua compresa tra dieci e trent'anni e il 60% di quelli con scadenza superiore ai trent'anni, una concentrazione che rende la curva dei tassi a lungo termine dipendente da un numero ristretto di categorie di investitori, principalmente imprese di assicurazione e fondi pensione. Inoltre, l'evidenza empirica indica che gli investitori dell'Eurozona reagiscono più intensamente alle variazioni dei rendimenti sulle scadenze diverse da quelle in cui sono già esposti che non a quelle del proprio segmento, favorendo una riallocazione lungo la curva piuttosto che un aumento proporzionale delle disponibilità complessive. Questi elementi contribuiscono a spiegare l'irrigidimento osservato nel 2025 e rendono più oneroso il ricorso alle scadenze lunghe.⁸¹

È in risposta a questo maggiore costo delle scadenze lunghe che si spiega la gestione recente del rifinanziamento, la cui dimensione è nel frattempo cresciuta in misura rilevante. Nell'area OCSE il debito in scadenza da rifinanziare è più che triplicato, passando da circa 4,4 mila miliardi di dollari nel 2007 a 13,5 mila miliardi nel 2025, con una proiezione di ulteriore crescita verso i 14 mila miliardi nel 2026, pari a circa il 19% del PIL dei paesi OCSE, un livello prossimo ai massimi post-pandemici; il rifinanziamento assorbe ormai quasi l'80% del fabbisogno lordo. Per contenerne il costo, gli emittenti hanno progressivamente spostato le emissioni verso il segmento a breve: il rapporto tra i collocamenti con scadenza pari o superiore a trent'anni e quelli a uno-cinque anni è sceso al 6% nel 2025, il livello più basso almeno dal 2008, mentre i titoli di Stato a breve termine (con scadenza entro l'anno) hanno rappresentato circa il 48% del finanziamento lordo e il 15% dello stock. A questo si aggiungono deficit di bilancio ancora ampi:

⁸¹ ECB Financial Stability Review, novembre 2025, maggio 2026.

l'indebitamento netto dell'area OCSE si mantiene intorno al 5% del PIL, circa 2 punti sopra la media pre-pandemica.

Figura 78: Debito pubblico in scadenza da rifinanziare, paesi OCSE - trilioni di dollari e % su PIL

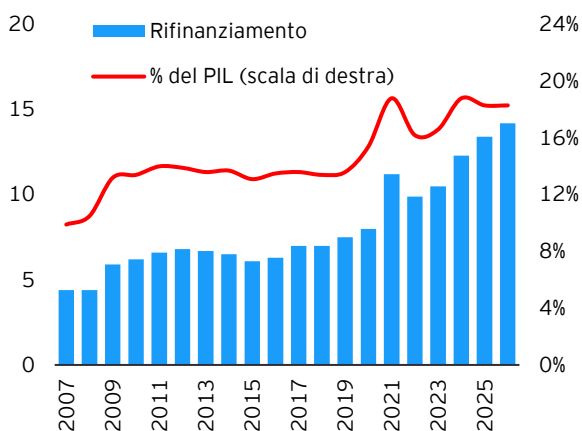
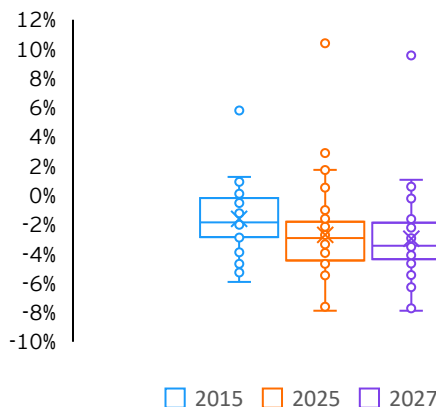


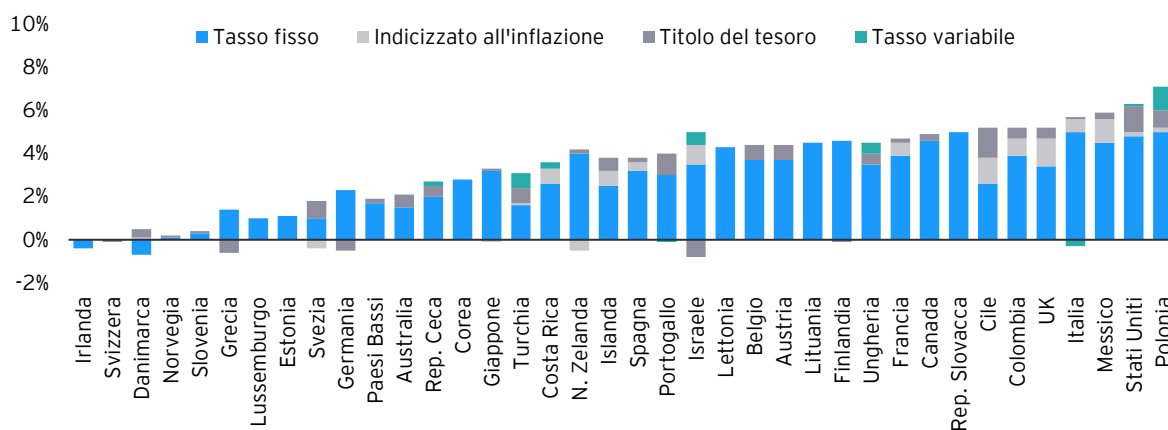
Figura 79: Accreditamento (+) / indebitamento (-) netto nei principali paesi OCSE - % su PIL



Fonte: OCSE, elaborazioni EY-Parthenon su dati Fondo Monetario Internazionale.

La natura di questo riposizionamento è leggibile nella composizione delle emissioni nette. Il debito a tasso fisso rappresenta la quota prevalente dell'indebitamento netto dei paesi OCSE, pari in media al 3% del PIL, mentre le emissioni nette a tasso variabile e indicizzate all'inflazione restano marginali nella quasi totalità dei paesi. I titoli a breve termine, pur rappresentando circa la metà dei collocamenti lordi, registrano un'emissione netta trascurabile – non superiore all'1% del PIL in 36 paesi su 38, con le sole eccezioni di Cile e Stati Uniti – poiché agli elevati volumi di collocamento corrisponde un volume analogo di rimborsi. Lo spostamento verso il breve si traduce quindi in una rotazione più rapida del debito in essere piuttosto che in una sua ricomposizione strutturale, coerentemente con una quota dei titoli a breve stabile intorno al 15% dello stock.

Figura 80: Accreditamento (+) / indebitamento (-) netto pubblico per strumento nei principali paesi OCSE - % su PIL, 2025



Fonte: OCSE. Tasso fisso: il titolo stacca cedole determinate al momento dell'emissione. Indicizzato all'inflazione: il titolo fornisce un rendimento indicizzato al tasso di inflazione. Titolo del tesoro: non stacca cedole, il pagamento avviene a scadenza. Tasso variabile: il titolo fornisce un rendimento indicizzato ad un parametro di riferimento (e.g. tasso di interesse Euribor).

Questa strategia riduce la spesa per interessi corrente, ma espone maggiormente i conti pubblici alle condizioni di mercato future, poiché il debito deve essere rinnovato più frequentemente e a tassi non noti al momento dell'emissione. Con circa un terzo del debito a tasso fisso dei paesi OCSE in scadenza tra il 2026 e il 2028 e rendimenti di mercato stabilmente superiori di circa due punti percentuali a quelli dei titoli in scadenza, l'onere per interessi è destinato a crescere anche in assenza di ulteriori tensioni, e un eventuale rialzo dei rendimenti si tradurrebbe in un aumento rapido della spesa anziché diluirsi lungo un orizzonte pluriennale. L'esposizione è tuttavia asimmetrica: i paesi con rapporti debito/PIL più elevati e vita media del debito in riduzione risultano più vulnerabili a uno scenario di tassi nuovamente in rialzo. Il contesto attuale rende tale scenario meno remoto, poiché i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona sono aumentati lungo l'intera curva per effetto di premi a termine più elevati e di rinnovati timori inflazionistici, mentre i fabbisogni strutturali – spesa per la difesa, transizione verde e digitale, invecchiamento demografico – restano difficilmente comprimibili e si sommano alla possibilità di misure di sostegno a famiglie e imprese a fronte del rincaro dell'energia, in un contesto in cui lo spazio fiscale disponibile in diversi paesi è limitato.⁸²

Un secondo canale di trasmissione passa per il settore bancario. La riduzione dei bilanci dell'Eurosistema ha comportato un calo delle riserve detenute dalle banche dell'Eurozona presso la banca centrale pari a oltre 2.000 miliardi di euro rispetto al picco del 2022. Poiché tali riserve costituiscono la componente più liquida delle attività detenute a fini prudenziali, le banche le hanno progressivamente sostituite con titoli di Stato: una ricomposizione che, a parità di requisiti di liquidità, contribuisce ad assorbire l'offerta aggiuntiva di titoli, ma accresce al tempo stesso la quota di attivo esposta al rischio di rivalutazione e rafforza il legame tra rischio sovrano e rischio bancario. Il meccanismo richiama quello che la letteratura sulla crisi del debito sovrano dei primi anni '10 ha definito *diabolic loop*: il deterioramento del merito di credito sovrano riduce il valore dei titoli in bilancio delle banche, ne indebolisce la solvibilità e, attraverso le attese di intervento pubblico, retroagisce sul rischio sovrano. È importante però circoscrivere l'analogia: all'epoca il circuito era innescato dai salvataggi bancari e alimentato dalla forte concentrazione dei portafogli sui titoli del proprio paese; oggi la ricomposizione è indotta dalla normalizzazione dei bilanci dell'Eurosistema e si accompagna, nella maggior parte dei paesi, a una progressiva riduzione proprio della componente domestica, ossia dell'elemento che rendeva il circuito più intenso. A ciò si aggiungono il quadro prudenziale rafforzato e i meccanismi dell'unione bancaria, in parte nati come risposta a quell'esperienza.⁸³

Le condizioni prevalenti sul mercato del debito societario non riflettono, infine, pienamente il quadro di rischio descritto. Gli spread creditizi corporate permangono su livelli storicamente compressi, ma le analisi disponibili indicano che tale compressione non è riconducibile in misura prevalente a un miglioramento della qualità creditizia, bensì alla riduzione dei premi di liquidità e a una maggiore propensione al rischio degli investitori. Al tempo stesso, il fabbisogno di capitale connesso all'espansione dell'intelligenza artificiale – stimato in circa 4.100 miliardi di dollari di investimenti per i nove principali operatori tra il 2026 e il 2030 – è destinato a essere finanziato in misura crescente sui mercati del debito, in concorrenza con l'offerta di debito pubblico. Per l'Eurozona il rischio principale non risiede nell'entità delle esposizioni dirette, quanto nella possibilità di un aggiustamento simultaneo e correlato delle valutazioni: i portafogli degli intermediari non bancari dell'area presentano un'esposizione elevata e una marcata concentrazione su attività statunitensi, in particolare su società legate all'intelligenza artificiale, e potrebbero amplificare un'eventuale correzione attraverso vendite procicliche, in un contesto di riserve di liquidità in calo. Queste considerazioni vanno inserite in uno scenario di crescente coinvolgimento delle istituzioni finanziarie non bancarie nel mercato del debito sovrano: l'emergere di un nuovo nesso "fiscale-finanziario", dovuto alla presenza degli stessi operatori sia sui mercati sovrani sia su quelli dei titoli privati, aumenta il rischio di propagazione degli shock tra i due mercati.⁸⁴

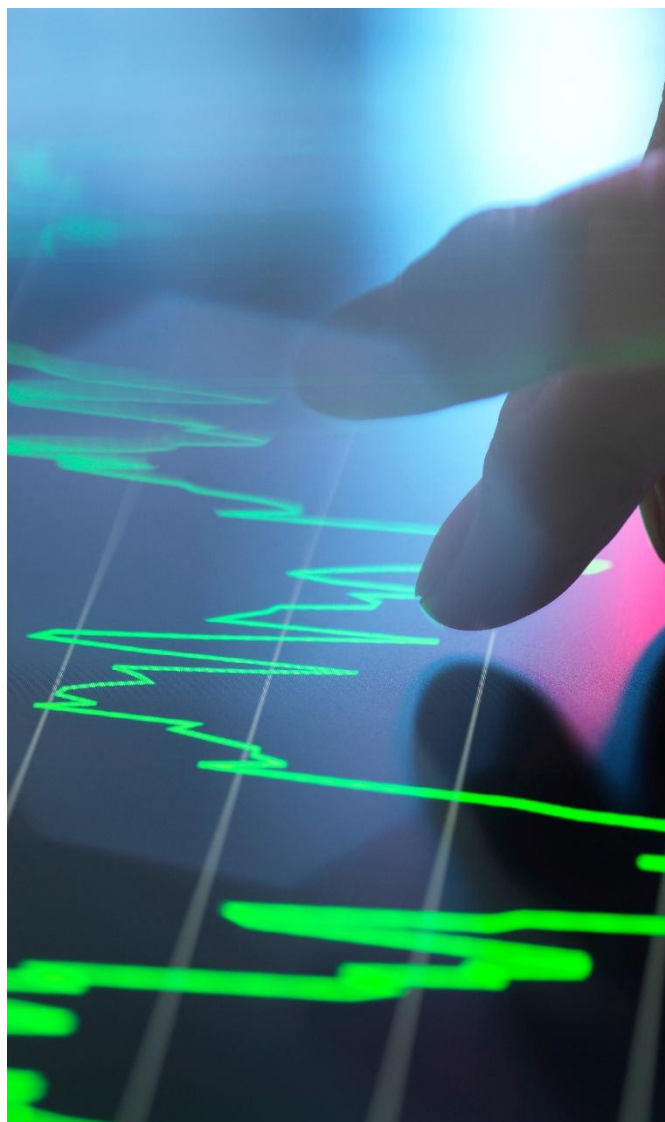
⁸² OECD Global Debt Report 2026.

⁸³ Brunnermeier M. K., Garicano L., Lane P. R., Pagano M., Reis R., Santos T., Thesmar D., Van Nieuwerburgh S., Vayanos D. (2016), "The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), pp. 508-512. Si vedano inoltre Acharya V., Drechsler I., Schnabl P. (2014), "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk", *Journal of Finance*, 69(6); e Farhi E., Tirole J. (2018), "Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops", *Review of Economic Studies*, 85(3), pp. 1781-1823.

⁸⁴ BIS Annual Economic Report 2026.

Va infine osservato che le vulnerabilità descritte non si sono finora tradotte in tensioni effettive, e gli indicatori sintetici disponibili convergono nel segnalare condizioni di stress complessivamente contenute. L'indice di stress finanziario elaborato dall'Office of Financial Research statunitense, costruito su trentatré variabili di mercato relative a credito, valutazioni azionarie, provvista, attività sicure e volatilità, si colloca a inizio settembre 2026 su valori ampiamente negativi (intorno a -2,4), coerenti con un livello di stress significativamente inferiore alla media storica.⁸⁵ Analoghe indicazioni provengono dagli indicatori italiani: pur essendo aumentato in modo marcato dopo lo scoppio del conflitto in Medio Oriente e pur avendo superato i livelli di un anno prima, l'indicatore di stress finanziario per l'Italia resta al di sotto del proprio valore mediano degli ultimi due decenni, mentre l'indicatore composito del rischio sistemico relativo al ciclo finanziario domestico segnala un profilo coerente con una fase di contenuta accumulazione di vulnerabilità.

Nella stessa direzione depone il funzionamento dei mercati: il differenziale tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi, dopo un picco di circa cento punti base, si è riportato su valori storicamente contenuti, il collocamento sul mercato primario è proseguito in modo regolare e la capacità del mercato secondario di assorbire ordini di ammontare elevato senza impatti significativi sui prezzi è rimasta solida.⁸⁶



⁸⁵ Per maggiori informazioni, <https://www.financialresearch.gov/financial-stress-index/>.

⁸⁶ Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, aprile 2026.



Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni e le analisi sono formulate con i dati disponibili all'11 settembre 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 18 \$/mmbtu nel 2026; per il 2027 si ipotizza una quotazione media di 17 \$/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 1,15;
- **Spesa pubblica:** sono state considerate le informazioni contenute nel Documento di Finanza Pubblica di aprile 2026,⁸⁷ e gli ultimi dati sul settore pubblico da contabilità nazionale ISTAT;
- **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza un mantenimento dei tassi di interesse di riferimento di politica monetaria al livello attuale fino alla fine del 2027.

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;

⁸⁷ 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 MOdel for the Macroeconomy⁸⁸

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).⁸⁹ 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.

⁸⁸ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

⁸⁹ "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*, 2nd 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. 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

© 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

Contatti



Mario Rocco

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

mario.rocco@parthenon.ey.com



Alberto Caruso

Director, Valuation, Modelling and Economics

alberto.caruso@parthenon.ey.com



Luca Butiniello

Manager, Valuation, Modelling and Economics

luca.butiniello@parthenon.ey.com