



EY Italian  
Macroeconomic  
Bulletin

**N°8 | Settembre 2024**



# Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati	9
03. Il quadro europeo	14
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	14
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	17
04. L'economia italiana	25
04.1 L'andamento dell'economia reale in Italia	25
04.2 L'andamento dei prezzi in Italia	27
04.3 Approfondimento: l'andamento economico delle macroregioni in Italia	30
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	35
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	39
07. Appendice Tecnica	41

# Executive summary

- ▶ Tra il 2024 ed il 2025 la crescita mondiale è attesa stabilizzarsi su valori di poco superiori al 3% (3,2% nel 2024 e 3,3% nel 2025), mentre il tasso di inflazione continua il suo processo di normalizzazione (passando così dal 6,8% del 2023 al 5,9% nel 2024 ed al 4,5% nel 2025).
- ▶ Lo scenario internazionale rimane tuttavia caratterizzato da una sostanziale incertezza: dai prezzi dell'energia e delle materie prime influenzati dalle tensioni geopolitiche (che rappresentano in primo luogo una tragedia umanitaria), ad una crescita non omogenea tra le principali economie mondiali, ad un andamento dei tassi di interesse di riferimento di politica monetaria difficilmente prevedibile, ad un mercato del lavoro robusto ma in rallentamento negli Stati Uniti ed Eurozona che potrebbe generare ulteriori pressioni inflattive, gli elementi di incertezza che permangono nel panorama economico globale sono numerosi.
- ▶ L'Eurozona continua a mostrare un andamento economico sottotono (crescita nel secondo trimestre del 2024 allo 0,2% rispetto al trimestre precedente), principalmente a causa di un comparto industriale in difficoltà (specialmente in Italia ed in Germania dove le prospettive rimangono negative) e di un contesto caratterizzato da prezzi dell'energia e tassi di interesse ancora elevati, ancorché in calo. L'inflazione appare più contenuta rispetto all'anno precedente, ma rimane ancora sopra il livello del 2%. In questo contesto, la Banca Centrale Europea, nel meeting del 18 settembre, ha ridotto i tassi di interesse di riferimento di politica monetaria, portandoli in un range ricompreso tra il 3,90% ed il 3,50%.
- ▶ Oltre alle problematiche di natura congiunturale, l'Eurozona si trova ad affrontare ulteriori sfide (quali la sostenibilità del debito pubblico nel lungo periodo) che affondano le loro radici in fattori di carattere strutturale: si pensi a questo proposito alle dinamiche demografiche (invecchiamento della popolazione), ed ai maggiori investimenti necessari relativi alle tematiche di digitalizzazione e sostenibilità.
- ▶ In Italia l'inflazione sembra essersi stabilizzata intorno a valori vicini o poco superiori all'1%, grazie ad un contributo al ribasso della componente energetica e nonostante la componente di fondo (inflazione core) sia più persistente (circa 2% ad agosto 2024).
- ▶ In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,7% nel 2024 e dell'1,2% nel 2025, mentre il tasso di inflazione passerà dal 5,6% nel 2023 all'1,3% nel 2024 e 1,9% nel 2025. Le previsioni sono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando i segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili, nonché gli ultimi eventi geopolitici.
- ▶ Due simulazioni effettuate con il modello econometrico di EY su possibili scenari di un impiego parziale dei fondi del PNRR ne sottolineano l'importanza per la crescita. Nello specifico, un utilizzo del 70% e 90% delle risorse previste rispettivamente nel 2024 e 2025 comporterebbe una riduzione cumulata della crescita al 2025 di circa 0,7 punti percentuali rispetto al completo utilizzo di queste risorse; un utilizzo del 50% e 70% delle risorse nei due anni di analisi si tradurrebbe in una riduzione cumulata ancora più accentuata (1,8 punti percentuali).

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

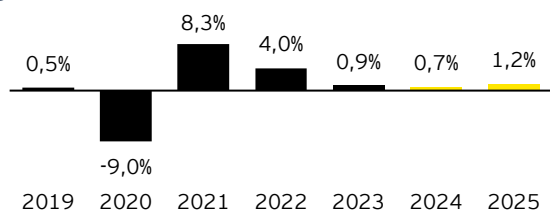
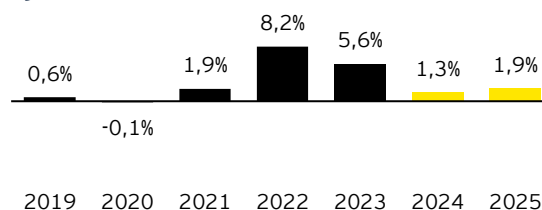


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Fonte: ISTAT e previsioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM" (per dettagli si rimanda all'Appendice Tecnica). Le barre gialle rappresentano l'orizzonte di previsione.

# Lo scenario globale

## L'economia mondiale

Nel suo ultimo World Economic Outlook, il Fondo Monetario Internazionale conferma una crescita globale al 3,2% nel 2024, valore sostanzialmente in linea con quanto sperimentato nel 2023 (3,3%) e con quanto atteso per il 2025 (3,3%). La previsione per il 2025 è stata rivista al rialzo, ancorché solo moderatamente (di circa 0,1 punti percentuali).<sup>1</sup> Le previsioni del Fondo Monetario Internazionale appaiono inoltre coerenti con quanto delineato dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), che nel suo Economic Outlook di maggio si attende una crescita globale del 3,1% per il 2024 (in linea con i valori sperimentati nel 2023), a cui si attende farà seguito una crescita dal 3,2% nel 2025.<sup>2</sup>

Le previsioni per l'economia mondiale sottintendono una certa eterogeneità all'interno delle principali economie. Soffermandoci sulla crescita registrata ed attesa negli Stati Uniti e nell'Eurozona, ad esempio, è possibile osservare delle dinamiche economiche sostanzialmente differenti.

Nello specifico, gli Stati Uniti hanno mostrato una crescita robusta nel 2023 (2,5%) a cui è attesa seguire una crescita altrettanto dinamica nel 2024 (2,6%), ma in leggero rallentamento nel 2025 (1,9%). Lo stato di salute dell'economia americana è ancor più apprezzato se si considerano le attese di crescita precedenti, soprattutto in riferimento al 2024: nel World Economic Outlook di gennaio 2024, infatti, il Fondo Monetario Internazionale prevedeva una crescita nel 2024 di circa il 2,1% (ed una crescita nel 2025 dell'1,7%),<sup>3</sup> circa 0,5 punti percentuali in meno rispetto alle ultime proiezioni.

Appare diverso, invece, il quadro complessivo per l'Eurozona: dopo la bassa crescita registrata nel 2023 (0,5%), si prevede un'accelerazione nel 2024 e nel 2025 (con un tasso di crescita

rispettivamente allo 0,9% e 1,5%). Anche per l'Eurozona si registra un cauto ottimismo nelle previsioni per il 2024, riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto alle previsioni del Fondo Monetario Internazionale di aprile 2024.

Figura 3: PIL reale - var. %

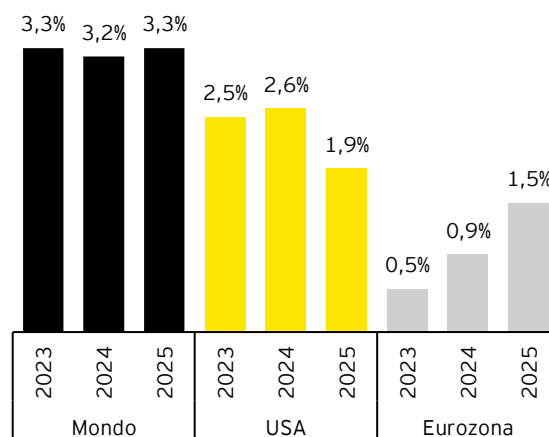
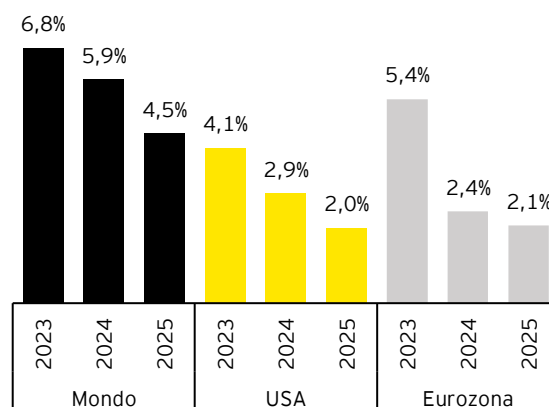


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni IMF World Economic Outlook, luglio 2024. Per i prezzi al consumo si fa riferimento alle previsioni da IMF World Economic Outlook, aprile 2024.

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook, July 2024.

<sup>2</sup> OECD Economic Outlook, May 2024.

<sup>3</sup> IMF World Economic Outlook, January 2024.

Nell'analizzare l'andamento della crescita negli Stati Uniti e nell'Eurozona è importante sottolineare la presenza di differenze sostanziali che hanno caratterizzato le due economie negli ultimi anni.

Nello specifico, il divario è attribuibile, in primo luogo, all'indebolimento dei consumi privati nell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti, dove le politiche di sostegno ai consumatori ed un utilizzo relativamente maggiore del risparmio in eccesso hanno fornito un impulso particolarmente forte all'economia statunitense.

In riferimento a quest'ultimo aspetto, è importante sottolineare come la composizione delle attività che costituivano l'eccesso di risparmio abbia giocato un ruolo fondamentale nel sostenere i consumi, considerato che, a differenza dei consumatori statunitensi, le famiglie dell'Eurozona hanno accumulato una quantità relativamente ridotta di attività liquide, comportando un più lento utilizzo delle attività per i consumi.<sup>4</sup>

L'area dell'euro ha inoltre subito uno shock delle ragioni di scambio, ovvero del rapporto tra i prezzi dei beni esportati e di quelli importati,<sup>5</sup> dopo l'invasione dell'Ucraina, la conseguente crisi energetica e successivo aumento dei prezzi. Il tutto tende a minare la competitività europea.<sup>6</sup>

Un ulteriore elemento da considerare nel cercare di delineare le principali differenze alla base della performance statunitense e dell'Eurozona riguarda l'andamento della produttività del lavoro, che negli Stati Uniti ha registrato una crescita nettamente superior. Si consideri, ad esempio, che tra il quarto trimestre del 2019 ed il quarto trimestre del 2023 la produttività del lavoro per ora lavorata è aumentata solo dello 0,6% nell'Eurozona, contro 6,0% degli Stati Uniti. Questo percorso divergente nella crescita della produttività è iniziato nel secondo trimestre del 2020, quando l'input di lavoro totale ha subito un aggiustamento più significativo negli Stati Uniti che nell'Eurozona,

fenomeno in parte dovuto all'attuazione di programmi di mantenimento del livello di occupazione nell'Eurozona, in contrapposizione all'aumento della disoccupazione negli Stati Uniti.<sup>7</sup>

In riferimento all'andamento del tasso di inflazione a livello globale, in generale ci si attende un'ulteriore riduzione, nonostante i valori continueranno a rimanere maggiori della media registrata nel ventennio precedente (3,9% nel periodo 2000-2019). Nel complesso, si prevede una riduzione del tasso di inflazione dal 7,0% nel 2023 al 5,9% nel 2024, e una riduzione ulteriore al 4,5% nel 2025.

Per gli Stati Uniti le attese sono di una inflazione annuale al 2,9% nel 2024 e del 2,0% nel 2025, valore in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi individuato dalla Federal Reserve. Una traiettoria attesa di "normalizzazione" è attesa anche per l'Eurozona, con una stima del 2,4% nel 2024 e 2,1% nel 2025.

Nonostante la crescita economica mondiale sia relativamente stabile sopra il 3% anche nel periodo di previsione, questo dato rimane inferiore rispetto a quanto sperimentato nel ventennio precedente la pandemia (2000-2019, in cui il tasso di crescita mondiale si è attestato intorno al 3,7% annuo): è proprio la minore domanda economica mondiale uno dei fattori alla base di un rallentamento del commercio mondiale, che mostra uno scostamento al ribasso importante rispetto al trend tra il 2000 ed il 2019.<sup>8</sup>

Un ulteriore fattore alla base dell'andamento del commercio internazionale è legato ai nuovi o riaccessi rischi geopolitici degli ultimi anni,<sup>9</sup> nonché di specifiche situazioni ambientali. I recenti attacchi alle navi commerciali nel Mar Rosso, insieme alle interruzioni del trasporto marittimo legate a fattori climatici nel Canale di Panama, hanno infatti avuto un effetto negativo sul transito marittimo e sulle tariffe di trasporto lungo queste rotte di cruciale importanza.<sup>10</sup>

<sup>4</sup> Battistini, N., Di Nino, V., & Gareis, J. (2023). The consumption impulse from pandemic savings—does the composition matter?. *Economic Bulletin Boxes*, 4.

<sup>5</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.istat.it/storage/IstatData/Coeweb/Glossario.pdf>.

<sup>6</sup> de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G., and Moore, D., "Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17 May 2024.

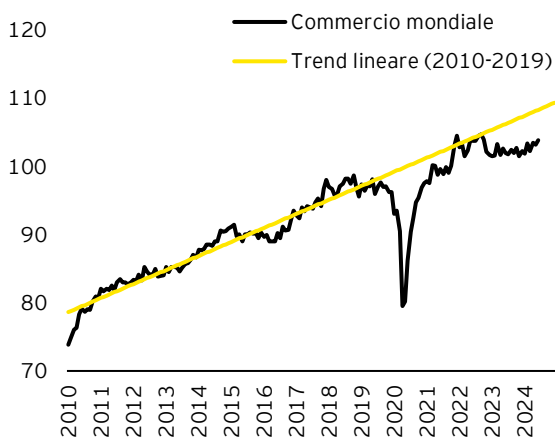
<sup>7</sup> Andersson, M., Checherita-Westphal, C., Da Silva, A. D., & Soudan, M. (2024). The post-pandemic recovery—why is the euro area growing more slowly than the United States?. *Economic Bulletin Boxes*, 4.

<sup>8</sup> Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., Hespert, L., Linzenich, J., Meunier, B. (2024). Global trade in the post-pandemic environment. *ECB Issue 1*, 2024. Box 1.

<sup>9</sup> Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.

<sup>10</sup> Bogetic, Z., L. Zhao, H. Krambeck, E. A. Chamorro, S. Sarva, J. Matossian, and Y. Zhao. 2024. "Dire Strait: The Far-Reaching Impact of the Red Sea Shipping Crisis." *MENA FCV Economic Series Brief*, World Bank.

Figura 5: Commercio in volume, mondo - indice, 2010=100

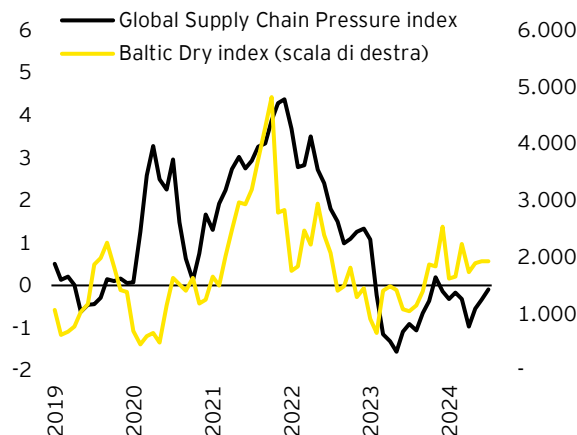


Fonte: Elaborazioni EY su dati CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. Si fa riferimento al commercio di beni. Ultimo dato disponibile: giugno 2024.

Questi eventi, tuttavia, non si sono al momento tradotti in un aumento significativo delle pressioni sulla catena di approvvigionamento globale, come dimostrato dall'analisi di due dei possibili indicatori rappresentativi di questi fenomeni, ovvero il *Global Supply Chain Pressure Index* ed il *Baltic Dry Index* (figura 6).

A queste difficoltà di natura geopolitica ed ambientale, si aggiungono delle ulteriori complicazioni legate all'incertezza relativa agli aspetti politici ed alla presenza di un numero di restrizioni al commercio significativo rispetto a quanto registrato negli anni precedenti.

Figura 6: Global Supply Chain Pressure index e Baltic Dry Index

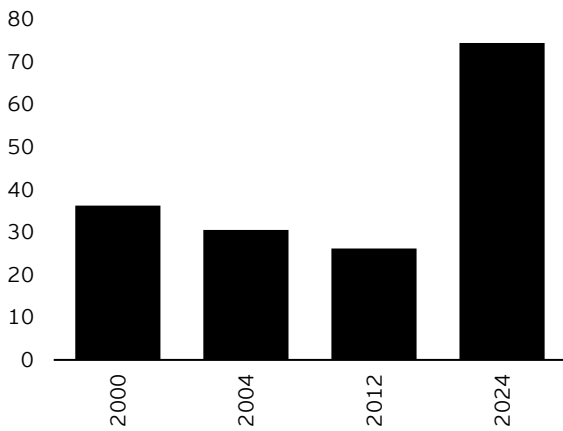


Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York e Baltic Dry index. Il *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) - ovvero l'indice creato dalla NY FED per monitorare le pressioni lungo le catene di fornitura - integra una serie di metriche comunemente utilizzate con l'obiettivo di 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 dato disponibile: luglio 2024.

In riferimento al primo punto, analizzando il livello di incertezza commerciale sperimentato in passato in concomitanza delle elezioni di alcuni dei principali paesi del mondo, si nota come al momento si registrino dei livelli di incertezza significativamente maggiori rispetto ad altri anni di riferimento (quali il 2004 ed il 2012, anni di importanti tornate elettorali):<sup>11</sup> questi livelli sono dovuti anche e principalmente alle elezioni negli Stati Uniti che si terranno a novembre 2024, a cui potrebbero seguire dei cambiamenti nella gestione di alcune delle principali questioni geopolitiche.

<sup>11</sup> Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., & Raffo, A. (2020). The economic effects of trade policy uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, 109, 38-59.

Figura 7: Trade policy uncertainty in concomitanza di elezioni politiche nei principali paesi del mondo



Fonte: World Bank. La figura mostra l'indice medio rappresentativo della *trade policy uncertainty* nei primi cinque mesi di ogni anno in cui si sono tenute le elezioni in paesi che rappresentano cumulativamente più del 30% del PIL globale.

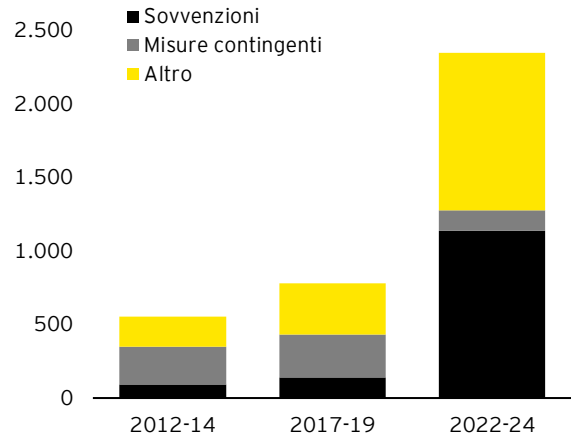
In riferimento alle restrizioni al commercio e, più in generale, a misure potenzialmente distorsive del commercio internazionale, si sottolinea come negli anni compresi tra il 2022 ed il 2024 siano state registrate un numero di misure tre volte superiore a quanto registrato nel periodo, ad esempio, intercorrente tra il 2017 ed il 2019. Queste misure fanno riferimento a specifiche sovvenzioni (ad esempio garanzie sui prestiti), misure contingenti (ad esempio misure anti-dumping), ed altre misure.

Eventuali maggiori tensioni geopolitiche ed incertezza generale non hanno solo un effetto negativo sull'andamento del commercio, ma anche sull'andamento degli investimenti diretti esteri (IDE). A seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, ad esempio, i flussi commerciali e di investimenti diretti esteri tra paesi appartenenti a blocchi "geopoliticamente distanti" sono diminuiti notevolmente rispetto ai flussi tra paesi "allineati" e "geopoliticamente affini".<sup>12, 13</sup>

Inoltre, le politiche distorsive del commercio volte a ridurre la dipendenza da specifici fornitori non portano necessariamente ad una effettiva diversificazione, in quanto queste politiche

potrebbero portare a legami indiretti più forti, considerato che le relazioni commerciali possono essere "deviate" verso paesi terzi, con il risultato di catene di approvvigionamento più complesse e meno efficienti.<sup>14</sup>

Figura 8: Numero di misure distorsive del commercio che incidono sugli scambi di beni



Fonte: World Bank. I sussidi comprendono i prestiti statali, le sovvenzioni finanziarie, le garanzie sui prestiti, i sussidi alla produzione e altre forme di sostegno statale, esclusi i sussidi all'esportazione. Le misure contingenti comprendono strumenti come le indagini di salvaguardia e le misure antielusione, antidumping e compensative. Ultimo aggiornamento: 30 maggio 2024.

È da considerare che la riconfigurazione delle catene di approvvigionamento risulta spesso onerosa e può comportare perdite economiche per le imprese di specifici paesi, in quanto dedicano una parte di risorse nella ricerca di fornitori alternativi.<sup>15</sup>

Infine, l'aumento dell'incertezza della politica commerciale e l'ulteriore indebolimento del sistema commerciale multilaterale, entrambi conseguenza dell'inasprimento delle restrizioni commerciali, potrebbero avere effetti negativi sulla crescita economica globale. Nel breve termine, l'aumento dell'incertezza delle politiche commerciali potrebbe infatti rallentare gli investimenti delle imprese sia nelle economie avanzate che nei paesi emergenti ed in via di

<sup>12</sup> Blanga-Gubbay, M., and S. Rubínová. 2023. "Is the Global Economy Fragmenting?" WTO Staff Working Paper ERSD-2023-10, Economic Research and Statistics Division, World Trade Organization, Geneva.

<sup>13</sup> Gopinath, G., P. Gourinchas, F. A. Presbitero, and P. Topalova. 2024. "Changing Global Linkages: A New Cold War?" IMF Working Paper 24/76, International Monetary Fund, Washington, DC.

<sup>14</sup> Freund, C., A. Mattoo, A. Mulabdic, and M. Ruta. 2023. "Is US Trade Policy Reshaping Global Supply Chains?" Policy Research Working Paper 10593, World Bank, Washington, DC.

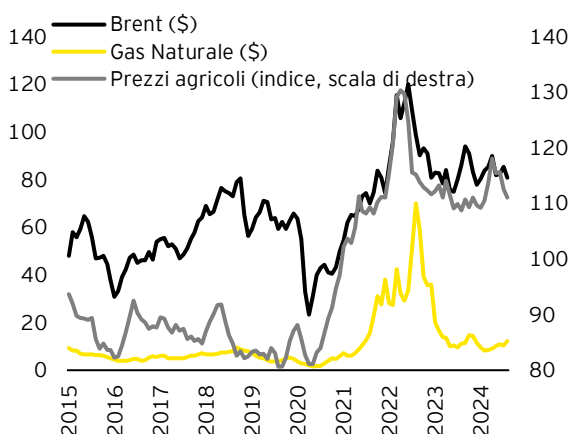
<sup>15</sup> Grossman, G. M., E. Helpman, and S. J. Redding. 2024. "When Tariffs Disrupt Global Supply Chains." *American Economic Review* 114 (4): 988-1029.



sviluppo.<sup>16,17</sup> Nel lungo termine, catene di approvvigionamento meno efficienti potrebbero comportare, invece, una riduzione dei rendimenti del capitale, con possibili ostacoli alla crescita della produttività. Imprese di respiro internazionale potrebbero infatti implementare politiche di *nearshoring*, riportando alcuni processi produttivi in paesi vicini a causa delle basse aspettative di risoluzione delle tensioni commerciali, anche se questo dovesse tradursi in una minore efficienza del processo produttivo.<sup>18</sup>

In riferimento all'andamento dei prezzi delle materie prime, anche questi sono influenzati dalle recenti dinamiche geopolitiche, che rappresentano quindi un potenziale fattore di incertezza.

Figura 9: Prezzi delle materie energetiche (\$) e indice dei prezzi agricoli (2010=100)



Fonte: Elaborazioni EY su dati World Bank. I prezzi del Brent e del gas naturale sono espressi rispettivamente in \$/bbl e \$/mmbtu. Il prezzo del gas naturale fa riferimento al gas naturale quotato nel Title Transfer Facility (TTF). L'indice dei prezzi agricoli considera il prezzo di diversi beni e derivati legati all'agricoltura a livello globale (ad esempio, il prezzo del grano). Ultimo dato disponibile: agosto 2024.

In riferimento al prezzo del petrolio, e nello specifico del Brent, ad agosto 2024 si è registrato un prezzo pari a 80,9 \$/bbl,<sup>19</sup> in calo rispetto a quanto registrato a giugno e luglio 2024 (rispettivamente 82,6 e 85,3 \$/bbl).

Nel parlare dell'andamento del prezzo del petrolio è importante sottolineare la presenza di molteplici fattori che ne influenzano la dinamica.

Da un lato, infatti, a fare pressione sull'aumento del prezzo del petrolio ci sono i prolungati e confermati tagli all'offerta da parte dell'OPEC+,<sup>20,21</sup> in parte bilanciati dall'aumento dell'offerta da parte dei paesi non-OPEC+, soprattutto da parte degli Stati Uniti.<sup>22</sup>

Dall'altro lato, l'allargamento del conflitto in Medio Oriente rischia di porre nuove complicazioni. Si consideri, ad esempio, che per lo stretto di Hormuz (situato tra il Golfo Persico ed il Golfo dell'Oman) passa circa il 30% del commercio di petrolio mondiale, e il 20% di quello di gas naturale. Nonostante al momento l'ipotesi di complicazioni nello stretto sia remota, anche eventi avversi di breve durata potrebbero avere un effetto sull'andamento dei prezzi dell'energia molto importante e, di conseguenza, sulla crescita mondiale. L'OCSE ad esempio stima che, in caso di uno shock che comporti un incremento del prezzo del petrolio del 25% il primo anno, seguito da un aumento del 10% nell'anno successivo, la crescita mondiale si ridurrebbe di 0,4 punti percentuali nel primo anno, con effetti maggiori nelle economie avanzate. A questo poi si unirebbe un aumento dell'inflazione a livello globale di un punto percentuale ed un conseguente aumento dei tassi di interesse di politica monetaria di 50 punti base in diverse economie.<sup>23</sup>

Un'analisi simile sull'andamento del prezzo del petrolio in diversi scenari di peggioramento del conflitto in Medio Oriente è fornita dalla Banca

<sup>16</sup> Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, and A. Raffo. 2019. "Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?" FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

<sup>17</sup> Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, and A. Raffo. 2020. "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty." *Journal of Monetary Economics* 109 (January): 38-59.

<sup>18</sup> Alessandria, A. G., Y. S. Khan, A. Khederlarian, J. K. Ruhl, and B. J. Steinberg. 2024. "Trade War and Peace: U.S.-China Trade and Tariff Risk from 2015-2050." NBER Working Paper 32150, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

<sup>19</sup> Dollari per barile di petrolio. Un barile equivale a circa 159 litri.

<sup>20</sup> 55th JMMC Meeting Highlights Commitment to Production Conformity and Continued Oil Market Assessment. Per maggiori informazioni, [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/7359.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7359.htm).

<sup>21</sup> Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC). È l'insieme dei paesi esportatori di petrolio, il cui obiettivo è quello di coordinare e unificare le politiche petrolifere tra i Paesi membri, al fine di garantire prezzi equi e stabili per i produttori di petrolio, una fornitura efficiente, economica e regolare di petrolio ai Paesi consumatori e un'equa remunerazione del capitale per coloro che investono nel settore. I paesi attualmente membri dell'OPEC sono Algeria, Angola, Congo, Guinea Equatoriale, Gabon, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Venezuela. Per maggiori informazioni, [https://www.opec.org/opec\\_web/en/about\\_us/24.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/24.htm). L'OPEC+ è il gruppo formato dai paesi OPEC e altri paesi esportatori di petrolio, di cui la Russia rappresenta uno dei principali esponenti.

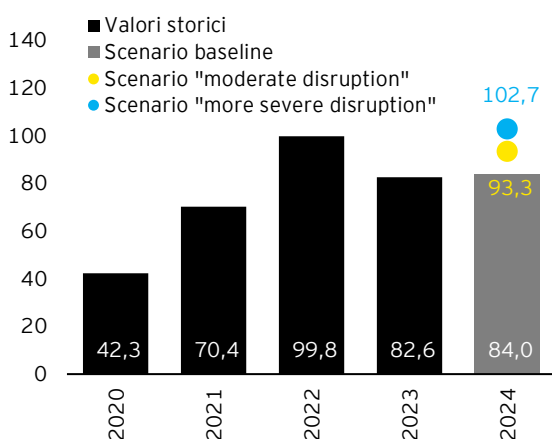
<sup>22</sup> U.S. Energy Information Administration, short-term energy outlook, September 2024. Per maggiori informazioni, [https://www.eia.gov/outlooks/steo/pdf/steo\\_full.pdf](https://www.eia.gov/outlooks/steo/pdf/steo_full.pdf).

<sup>23</sup> OECD Economic Outlook, May 2024.



Mondiale. Nello specifico, l'istituzione individua due scenari: un primo scenario in cui l'offerta di petrolio viene moderatamente influenzata dall'andamento del conflitto che comporterebbe un aumento del prezzo del petrolio fino al superamento dei 90 \$/bbl (circa 10% in più rispetto allo scenario baseline); un secondo scenario in cui si ipotizza un impatto sull'offerta di petrolio più significativa, con un aumento delle quotazioni del Brent oltre i 100 \$/bbl (circa il 20% in più rispetto allo scenario baseline).

Figura 10: Prezzo del Brent in diversi scenari di riduzione dell'offerta - \$/bbl



Fonte: Banca Mondiale.

In riferimento al prezzo del gas quotato sul mercato europeo, ad agosto si è registrato un prezzo pari a 12,4 \$/mmbtu<sup>24</sup>, in aumento rispetto al valore registrato a luglio (10,3 \$/mmbtu) ma maggiore rispetto ai primi mesi del 2024 (media di 8,8 \$/mmbtu nei primi tre mesi dell'anno).

In riferimento al gas quotato sul mercato statunitense, si è registrata negli ultimi mesi una dinamica diversa rispetto a quella registrata nel mercato europeo, con un calo delle quotazioni ad agosto rispetto a luglio (1,99 \$/mmbtu ad agosto contro 2,08 \$/mmbtu a luglio e 2,51 \$/mmbtu a giugno), più in linea con i livelli dei primi mesi del 2024 (con l'eccezione di gennaio, dove il prezzo medio nel mese aveva raggiunto i 3,2 \$/mmbtu).

Nel complesso le quotazioni dei beni energetici rimangono sostanzialmente più alte rispetto a quanto registrato nel periodo precedente la

pandemia, nonostante un rientro parziale dei prezzi: sembrerebbe quindi possibile parlare di un potenziale nuovo scenario di normalità rispetto agli anni precedenti il 2020. Gli elementi fondamentali dietro questa tendenza sono quattro: un'offerta di petrolio ridotta, una domanda elevata di materie prime (ad esempio da parte della Cina) nonostante una crescita economica debole, un incremento della domanda di materie prime legate alla transizione energetica e digitale e maggiori tensioni geopolitiche.<sup>25</sup>

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

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

### Stati Uniti

Gli Stati Uniti hanno registrato nel secondo trimestre del 2024 una crescita dello 0,7% rispetto al trimestre precedente, dopo una crescita nel precedente trimestre dello 0,4%. Nello specifico, il secondo trimestre è stato caratterizzato da una crescita sostenuta dei consumi privati (che passano da una crescita congiunturale dello 0,4% nel primo trimestre 2024 ad una crescita dello 0,7% nel secondo), che riflettono una crescita di simile entità del consumo di beni e servizi (0,7% in entrambi i casi).

In riferimento al consumo di beni, si registra una crescita del consumo di beni non durevoli dello 0,5% ed una crescita più consistente del consumo di beni durevoli (1,2%). Una crescita significativa si registra per gli investimenti privati (1,8%), dopo un trimestre di crescita più contenuta ma comunque importante (1,1%). In riferimento al commercio internazionale, le esportazioni hanno registrato una crescita congiunturale dello 0,4% a cui si associa una crescita molto più pronunciata delle importazioni (1,7%).<sup>26</sup>

In riferimento all'andamento del livello dei prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti continua lungo il suo percorso discendente, anche se a velocità ridotta rispetto al calo registrato nei mesi successivi al picco registrato a metà 2022. A

<sup>24</sup> Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

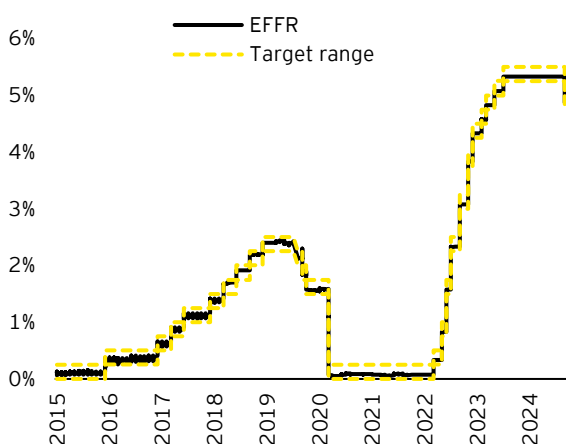
<sup>25</sup> Arteta, C., Kenworthy, P., Kose, M. A. (2024). Why global growth is tepid, but commodity prices remain high, World Bank Blogs, July 01, 2024.

<sup>26</sup> Gross Domestic Product (Second Estimate), Corporate Profits (Preliminary Estimate), Second Quarter 2024, <https://www.bea.gov/news/2024/gross-domestic-product-second-estimate-corporate-profits-preliminary-estimate-second>.

luglio 2024, l'inflazione relativa all'indice dei prezzi al consumo si è attestata al 2,9% (2,5% in base al Personal Consumer Expenditure Index).

La riduzione del tasso di inflazione, ancorché meno rapida negli ultimi mesi, si è tradotta nella scelta della banca centrale americana (Federal Reserve) di ridurre per la prima volta da marzo 2022 i tassi di interesse di riferimento della politica monetaria. Il valore superiore e inferiore del corridoio dei tassi della Federal Reserve è stato portato, nel meeting di settembre, dal 5,50%-5,25% al 5,00%-4,75%.<sup>27</sup>

Figura 11: Tassi di riferimento di politica monetaria della Federal Reserve, Stati Uniti



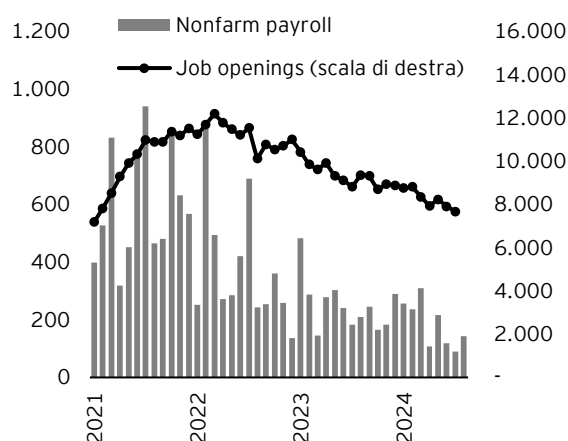
Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank di New York. EFFR: Effective Federal Fund Rate; l'EFFR) è calcolato come mediana ponderata per il volume delle transazioni overnight riportate. Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/effr>.

In riferimento ai dettagli dell'andamento dell'economia negli ultimi mesi, i dati più recenti mostrano come a luglio 2024 la spesa per consumi abbia segnato una crescita rispetto al mese precedente (0,4% contro lo 0,3% a giugno e 0,5% a maggio).<sup>28</sup> Questa crescita è dovuta principalmente ad un andamento positivo della spesa per beni (0,7% a luglio, dopo uno 0,3% e 1,1% nei due mesi precedenti) mentre appare più contenuto l'incremento della spesa per servizi (0,2% a luglio, dopo una crescita stabile dello 0,3% nei due mesi precedenti). In riferimento ai beni, è però importante sottolineare come si mostri una certa eterogeneità tra il consumo di beni durevoli e non durevoli, con i primi che segnano una

crescita mensile significativa (1,7%) ed i secondi che mostrano una crescita più contenuta (0,2%).

Questi dati si accompagnano ad un mercato del lavoro ancora in salute, il cui dinamismo appare però più contenuto: ad agosto, infatti, la crescita del numero di occupati negli Stati Uniti è stata di 142.000 unità rispetto al mese precedente, a cui si affianca un tasso di disoccupazione stabile intorno al 4,2%. Questi valori mostrano, come già accennato, un parziale rallentamento della dinamica del mercato del lavoro: si pensi a questo proposito che a luglio la crescita degli occupati era stata di 89.000 unità rispetto al mese precedente (a giugno 118.000).<sup>29</sup> Allo stesso tempo, i nuovi posti di lavoro (*job openings*) mostrano una tendenza discendente dopo il picco raggiunto nel 2022.

Figura 12: Variazione nel numero di non-farm payroll e apertura di nuovi posti di lavoro - USA



Fonte: Elaborazioni EY su dati Bureau of Labor Statistics (BLS). Con *non-farm 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>.

L'attività del comparto industriale e manifatturiero è in contrazione: il primo registra, a luglio 2024, una riduzione dello 0,6% rispetto al mese precedente (dopo una crescita dello 0,8% e 0,3% rispettivamente a maggio e giugno), mentre il manifatturiero registra una riduzione dello

<sup>27</sup> Federal Reserve issues FOMC statement, 18 September 2024, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20240918a.htm>.

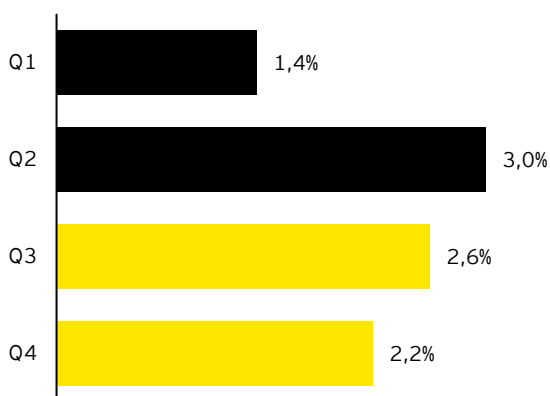
<sup>28</sup> Personal Income and Outlays, July 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2024/personal-income-and-outlays-july-2024>.

<sup>29</sup> U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation Summary. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/bls/news-release/empsit.htm#2024>.

0,3% (dopo una crescita dello 0,8% a maggio ed una stasi a giugno). In termini tendenziali la produzione industriale e manifatturiera mostra un andamento non incoraggiante, con una riduzione dello 0,2% per l'industria ed una modesta crescita dello 0,1% per la manifattura a luglio 2024.<sup>30</sup>

Tuttavia, in riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di settembre 2024 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa in un range tra il +1,73% ed il +3,09%, con una mediana dell'1,55%,<sup>31</sup> a dimostrazione di un'economia dinamica. In particolare, le previsioni a breve termine della Federal Reserve Bank di New York sull'andamento dell'economia statunitense indicano, per il terzo trimestre del 2024, un tasso di crescita annualizzato<sup>32</sup> dell'2,6%, e del 2,2% per il quarto trimestre.<sup>33</sup>

Figura 13: PIL 2024 - USA, var. % QoQ annualizzata



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Le barre in giallo rappresentano le previsioni disponibili per i prossimi trimestri (New York Fed Staff Nowcast). I tassi di variazione sono annualizzati. Ultimo aggiornamento: 6 settembre 2024.

## Regno Unito

In riferimento alle altre principali economie globali, si registra una crescita dello 0,6% nel secondo trimestre del 2024 per il Regno Unito, successiva ad una crescita dello 0,7% nel primo trimestre e ad una contrazione dello 0,3% nel quarto trimestre del 2023. La performance del primo trimestre è dovuta ad una crescita dei consumi privati (0,2%), dei consumi pubblici (1,4%), e degli investimenti (0,4%).<sup>34</sup>

I dati congiunturali mostrano un debole segnale di miglioramento: a luglio il settore dei servizi ha registrato una crescita su base mensile dello 0,1%, dopo la leggera contrazione del mese precedente (-0,1%).<sup>35</sup>

Una contrazione viene invece registrata nel settore delle costruzioni (0,4% a luglio, crescita che fa seguito ad una crescita dello 0,5% del mese precedente), a cui si aggiunge una contrazione del comparto industriale dello 0,8% rispetto al mese precedente (contrazione che fa seguito ad una crescita dello 0,8% a giugno 2024).<sup>36, 37</sup>

Il tasso di inflazione è prossimo al target di inflazione del 2%, ma negli ultimi mesi è rimasto sostanzialmente stabile o in aumento: ad agosto si è registrato un tasso complessivo (*headline*) del 2,2%, in linea con quanto registrato a luglio e in aumento rispetto al dato di maggio e giugno (2,0%). In aumento, invece, l'inflazione di fondo (*core*), che passa dal 3,3% a luglio al 3,6% ad agosto.<sup>38</sup>

<sup>30</sup> Industrial Production and Capacity Utilization, luglio 2024. Per maggiori informazioni,

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

<sup>31</sup> Federal Reserve Bank of New York, Outlook-at-Risk: Real GDP Growth, Unemployment, and Inflation,

<https://www.newyorkfed.org/research/policy/outlook-at-risk#root:growth-at-risk>.

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

<sup>33</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

<sup>34</sup> GDP first quarterly estimate, UK: April to June 2024,

<https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirquarterlyestimateuk/apriltojune2024>.

<sup>35</sup> Office for National Statistics, Index of Services, UK: July 2024,

<https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/july2024>.

<sup>36</sup> Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: July 2024,

<https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/july2024>.

<sup>37</sup> Office for National Statistics, Index of Production, UK: July 2024,

<https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/july2024>.

<sup>38</sup> Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: August 2024,

<https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/august2024>.



## Cina

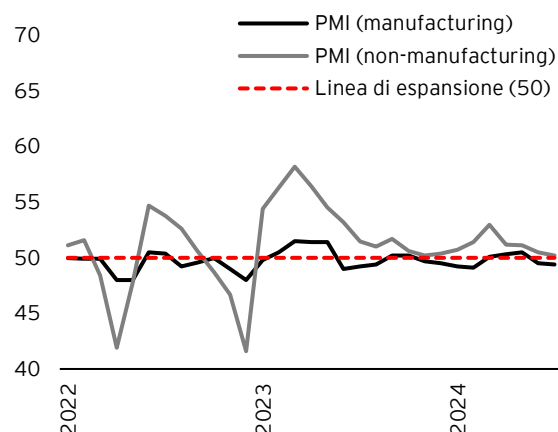
Spostandosi sul fronte asiatico, l'economia cinese mostra una crescita nel secondo trimestre del 2024 del 4,7% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, a cui corrisponde una crescita congiunturale (trimestre su trimestre) dello 0,7%.<sup>39</sup>

In riferimento al comparto industriale, nel mese di luglio il valore aggiunto è cresciuto del 5,1%, dopo aver registrato nel mese di giugno una crescita del 5,3%, segnando una crescita in rallentamento dopo rispetto ai mesi precedenti. Questa performance è in parte dovuta alla crescita del valore aggiunto del comparto elettronico (es. produzione di computer e altre apparecchiature, 14,3%), della manifattura di altri mezzi di trasporto (12,7%) e della manifattura di prodotti in metallo (9,3%).<sup>40</sup>

Sempre in relazione all'industria, le attese degli operatori sono di un andamento eterogeneo. Nel complesso l'indice PMI (Purchasing Manager Index) diffuso dal National Bureau of Statistics of China per le attività manifatturiere e non manifatturiere<sup>41</sup> mostra, per le prime, dei valori leggermente al di sotto della soglia di espansione (50) rispetto all'attività del mese precedente, mentre le seconde (attività non manifatturiere) mostrano delle aspettative sostanzialmente neutre (valore vicino al valore di riferimento).

Il settore immobiliare continua a mostrarsi in crisi, con una contrazione da gennaio a luglio 2024 del 10,2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questa tendenza al ribasso è confermata anche dai dati nei mesi precedenti, a dimostrazione di un settore fortemente in difficoltà.<sup>42</sup> Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita nei primi sette mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente si attesta al 3,6%, con una crescita importante nell'industria degli altri mezzi di trasporto (30,1%), dell'industria della produzione energetica (23,8%) e nell'industria alimentare (26,8%).<sup>43</sup>

Figura 14: Purchasing Managers Index (PMI), attività manifatturiere e non manifatturiere - Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati National Bureau of Statistics of China. Ultimo dato disponibile: luglio 2024.

In riferimento alle vendite al dettaglio, dalla fine del 2023 il tasso di crescita annuale è andato riducendosi progressivamente, con alcune poche eccezioni, fino al 2,7% registrato a luglio. Questo dato segue una crescita del 3,7% e 2,0% rispettivamente nei mesi di maggio e giugno, valori inferiori rispetto a quanto registrato nella prima metà dell'anno.<sup>44</sup>

Un contributo positivo alla crescita viene fornito dalle esportazioni nette. Le esportazioni hanno registrato, a luglio 2024, una crescita tendenziale del 6,5% a fronte di una crescita delle importazioni del 6,6%.<sup>45</sup> Il contributo positivo delle esportazioni alla crescita si conferma anche analizzando l'andamento dei primi sette mesi del 2024, grazie ad una crescita delle esportazioni maggiore rispetto a quella delle importazioni (rispettivamente 6,7% e 5,4%).

Allargando lo spettro dell'analisi, e spostando l'attenzione su elementi strutturali piuttosto che congiunturali, è possibile identificare alcuni elementi importanti per comprendere l'andamento dell'economia cinese.

<sup>39</sup> Preliminary Accounting Results of GDP for the Second Quarter and First Half of 2024, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202407/t20240730\\_1955894.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202407/t20240730_1955894.html).

<sup>40</sup> Industrial Production Operation in July 2024, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822\\_1956037.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822_1956037.html).

<sup>41</sup> Per maggiori informazioni, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240806\\_1955936.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240806_1955936.html).

<sup>42</sup> Investment in Real Estate Development for Jan-Jul 2024, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822\\_1956035.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822_1956035.html).

<sup>43</sup> Investment in Fixed Assets from January to July 2024. Per maggiori informazioni, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822\\_1956036.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822_1956036.html).

<sup>44</sup> Total Retail Sales of Consumer Goods in July 2024. Per maggiori informazioni, [https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822\\_1956034.html](https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202408/t20240822_1956034.html).

<sup>45</sup> Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La crescita annuale delle esportazioni si attesta al 7,0% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta al 7,2%.

La crescita economica della Cina è infatti fortemente legata al suo modello di crescita guidato dagli investimenti, investimenti che sono stati in parte finanziati da elevati livelli di risparmio interno, a loro volta supportati da una serie di politiche economiche *ad hoc*. Questo modello di crescita guidato dagli investimenti sta però subendo crescenti pressioni. In primo luogo, la diminuzione dei tassi di rendimento implica che sarà sempre più difficile generare crescita dai maggiori investimenti; inoltre, la grave flessione del settore immobiliare cinese, che prima della crisi immobiliare del 2021 rappresentava circa il 30% del PIL, potrebbe ridurre in modo strutturale l'importanza di questo pilastro all'interno dell'economia cinese.

Un ulteriore problema è rappresentato dal rallentamento della domanda esterna, dovuto principalmente alle tensioni commerciali (ad esempio, un numero crescente di partner commerciali è sempre meno disposto ad accettare ulteriori deficit commerciali con la Cina). A questo si aggiungono inoltre altre sfide strutturali, tra cui l'invecchiamento della popolazione e la bassa crescita della produttività, che si aggiungono alle difficoltà sopra riportate che l'economia cinese deve affrontare.<sup>46</sup>

Nel complesso quindi si delinea uno scenario internazionale in ripresa ma con elementi di incertezza ancora importanti, che caratterizzeranno il panorama economico mondiale nel breve-medio periodo.

---

<sup>46</sup> ECB Economic Bulletin Issue 5, July 2024.

# Il quadro europeo

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

Nel secondo trimestre del 2024 l'Eurozona ha registrato una crescita congiunturale (rispetto quindi al trimestre precedente) dello 0,3%, dopo un trimestre di crescita simile (0,3% la crescita nel primo trimestre) e uno di sostanziale stagnazione (0,0% nel quarto trimestre del 2023). L'accelerazione del secondo trimestre del 2024 è principalmente dovuta ad una performance positiva della Spagna, che continua a segnare una crescita congiunturale sostenuta (0,8% nel primo e secondo trimestre del 2024), e ad una più modesta crescita per la Francia (0,2%) e per l'Italia (0,2%). Diverso appare invece il quadro per la Germania, che nel secondo trimestre del 2024 mostra una contrazione dello 0,1%.

Passando dall'analisi congiunturale ad un'analisi tendenziale (ovvero rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), la Spagna e la Francia si mostrano come i due paesi più dinamici (con una crescita rispettivamente del 2,9% e 1,0%), seguita dall'Italia (0,9%). Stabile invece l'attività economica tedesca che dopo tre trimestri di contrazione (-0,1% nel secondo trimestre del 2024, dopo una crescita tendenziale negativa dello 0,3% e 0,2% rispettivamente nel primo trimestre del 2024 e nel quarto trimestre del 2023). Nel complesso, l'Eurozona segna quindi una crescita tendenziale nel secondo trimestre del 2024 dello 0,2%.

Figura 15: PIL e contributi per paese, Eurozona - var. % YoY

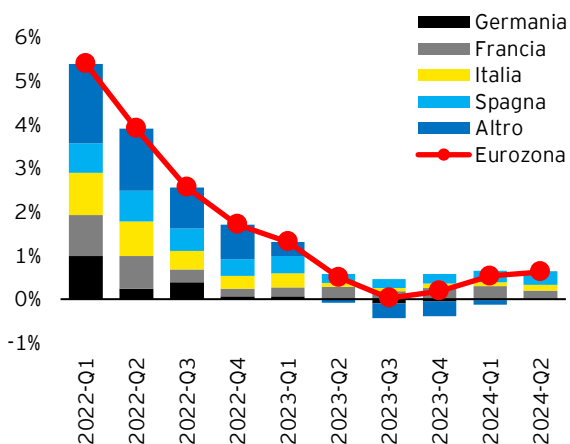
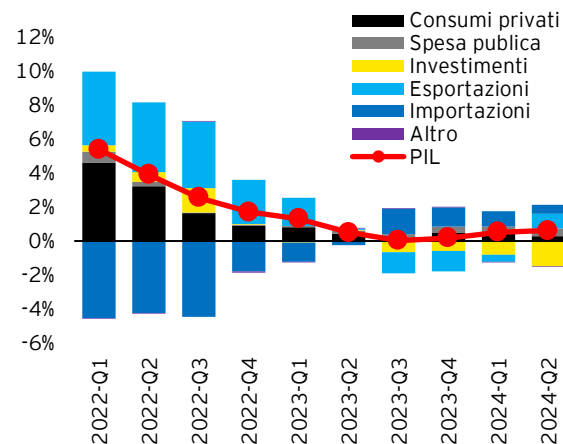


Figura 16: PIL e contributi per componente, Eurozona - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Il comparto industriale dell'Eurozona continua a mostrare segnali di debolezza. Nel mese di giugno la crescita dell'indice della produzione industriale rispetto al mese precedente è stata leggermente negativa (-0,1%), dopo una contrazione dello 0,9% a maggio e -0,1% ad aprile. In riferimento alle principali economie, si nota come la Germania abbia registrato un rimbalzo della crescita con un +1,6%, dopo una contrazione del 3,1%; più modesti i tassi di crescita delle altre economie dell'Eurozona, con Francia, Italia e Spagna che hanno registrato, a giugno 2024, rispettivamente una crescita dello 0,7%, 0,5% e 0,4%. Il dato complessivamente negativo dell'Eurozona è coerente con i valori positivi appena descritti se si considera la performance di alcuni altri paesi membri. Nello specifico, l'Irlanda ha segnato una contrazione congiunturale (rispetto quindi al mese precedente) del 7,8%. Questo forte calo e, in generale, la volatilità dell'indicatore di produzione industriale irlandese, è sostanzialmente spiegata dal ruolo centrale che gioca l'Irlanda per numerose multinazionali.



Questo però si traduce in una forte volatilità dei numeri di produzione industriale, in quanto le fluttuazioni dell'attività internazionale si traducono in forti oscillazioni della produzione industriale irlandese.

Figura 17: Produzione industriale per principali paesi, Eurozona - indice, 2021=100

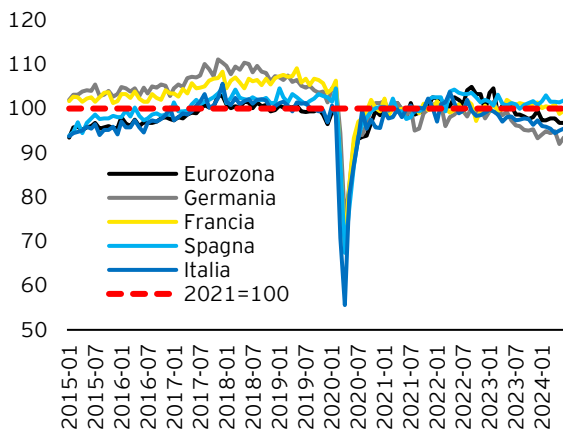
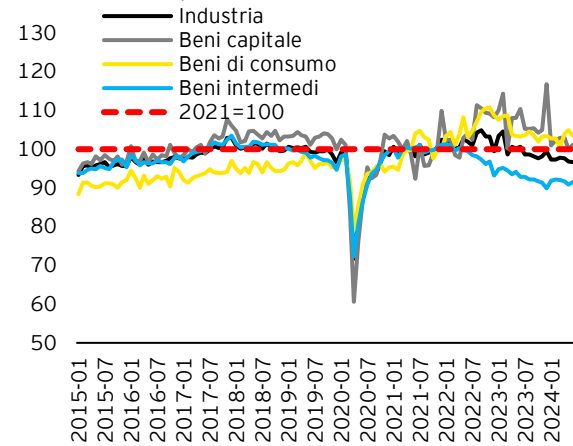


Figura 18: Produzione industriale per tipologia di bene, Eurozona - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Per la produzione industriale si fa riferimento ai codici NACE Rev. 2 B-D (*Mining and quarrying; manufacturing; electricity, gas, steam and air conditioning supply*). Ultimo dato disponibile: giugno 2024.

Analizzando le principali macrocategorie dei beni industriali, la produzione dei beni intermedi rappresenta la categoria più critica, confermando in questi mesi l'andamento negativo in campo dal 2022. Giugno 2024 rappresenta, infatti, il ventottesimo mese consecutivo di contrazione tendenziale (ovvero della variazione rispetto allo stesso mese dell'anno precedente). Da un punto di vista congiunturale (mese su mese), invece, a giugno si registra una crescita dello 0,7%, dopo tre mesi di contrazione (-0,2%, -0,3% e -0,9% rispettivamente a marzo, aprile e maggio).

La debolezza dell'economia dell'Eurozona si riflette anche nell'andamento del fatturato del commercio al dettaglio. Se da un lato l'andamento dell'indice del fatturato in termini nominali mostra un andamento positivo, anche se in decelerazione negli ultimi mesi, a questa misura è importante affiancare lo stesso indice deflazionato, ovvero corretto per l'aumento dei prezzi, espressione quindi dell'andamento del fatturato in termini reali. In questo caso è possibile notare come il fatturato complessivo stia seguendo una traiettoria al ribasso, a dimostrazione di un'economia in rallentamento. La performance complessiva dell'Eurozona è dettata dall'andamento non positivo di due delle maggiori economie dell'Unione Monetaria, ovvero Germania ed Italia. In direzione opposta invece la Spagna, che mostra un incremento dell'indice, e la Francia, dove nonostante la performance sostanzialmente stabile degli ultimi anni, l'indice rimane sopra il livello registrato nel periodo pre-pandemia (2019).

Figura 19: Fatturato del commercio al dettaglio, Eurozona - indice, 2019=100

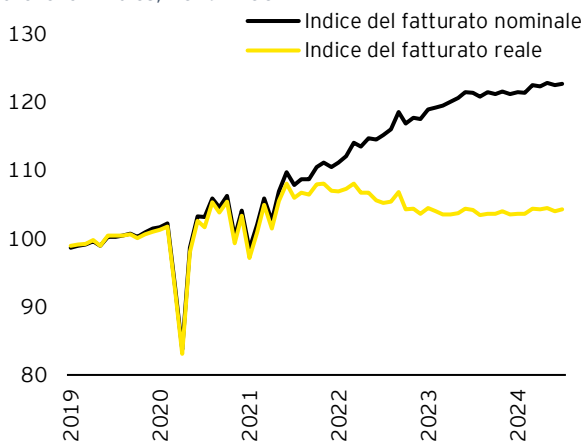
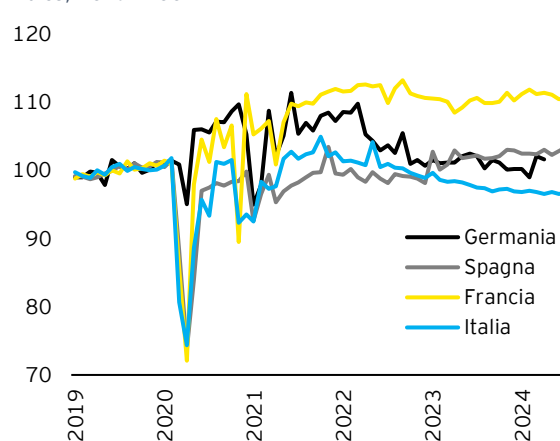


Figura 20: Fatturato reale del commercio al dettaglio - indice, 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Il grafico fa riferimento al commercio al dettaglio ad esclusione del commercio di veicoli e carburanti (codice: G47\_X\_G473). Ultimo dato disponibile: luglio 2024.

L'analisi dell'indicatore PMI<sup>47</sup> per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e tempestivi dell'andamento dei principali settori dell'economia. Le ultime rilevazioni del PMI manifatturiero mostrano un clima complessivamente poco ottimista, ma con segnali misti da parte delle principali economie. La Spagna rappresenta l'unico dei quattro maggiori paesi dell'Eurozona in cui l'indice PMI manifatturiero ha registrato valori superiori al livello di espansione (definito da un valore di 50), ma in calo e negli ultimi mesi. L'Italia mostra invece dei valori sotto la linea di espansione, ma in miglioramento rispetto alle rilevazioni precedenti. Appare invece più complessa la situazione francese e tedesca, dove la percezione complessiva è negativa e in calo.

Migliore invece la percezione dell'andamento dell'attività nel settore dei servizi, dove i quattro principali paesi dell'Eurozona si collocano sopra la linea di espansione.

Figura 21: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

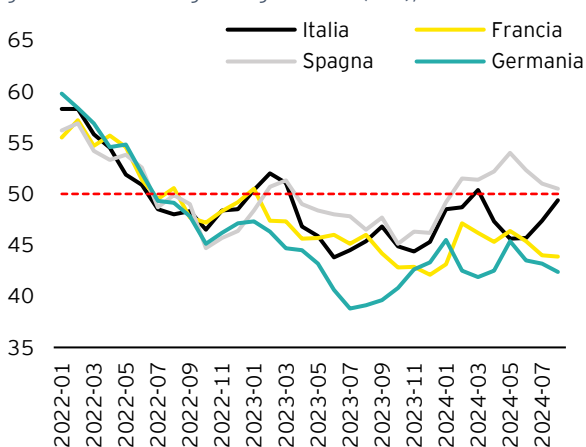
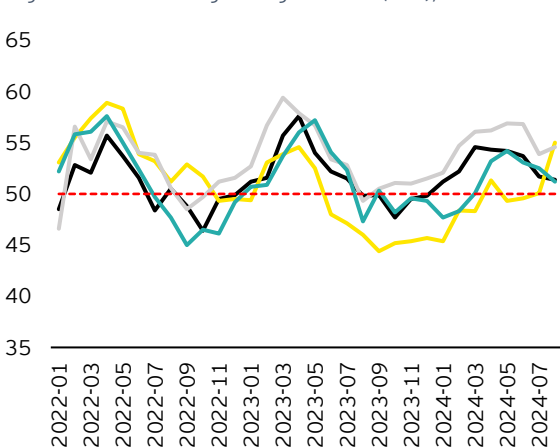


Figura 22: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Global. Ultimo dato disponibile: agosto 2024.

<sup>47</sup> L'indice PMI (Purchasing Managers' Index) è uno degli indici congiunturali più popolari, ovvero un indice della direzione prevalente delle tendenze economiche nei settori manifatturiero, delle costruzioni e dei servizi, ottenuto grazie ad indagini tempestive condotte sulle aziende più rappresentative dei settori di riferimento. Valori superiori a 50 indicano una tendenza di crescita dell'attività economica, valori inferiori a 50 una sua diminuzione.

## Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Con l'incontro del 12 settembre 2024, la Banca Centrale Europea segna il secondo taglio dei tassi di interesse di riferimento della politica monetaria,<sup>48</sup> dopo quello di giugno 2024.<sup>49</sup> Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale<sup>50</sup> si attestano quindi rispettivamente al 3,65%, al 3,90% e al 3,50%. Lo spread tra il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale rimane quindi di 25 punti base, mentre lo spread tra il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali ed il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale si riduce da 25 a 15 punti base.

Figura 23: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

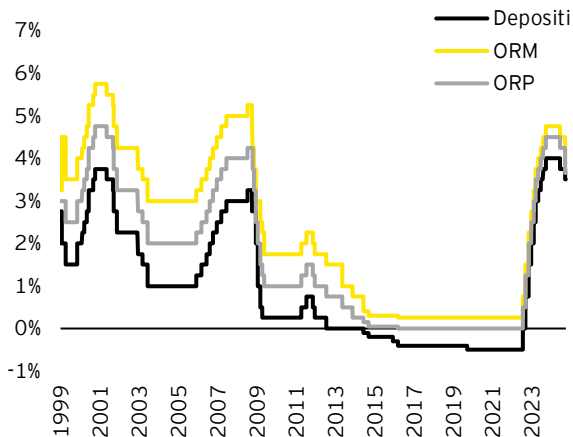
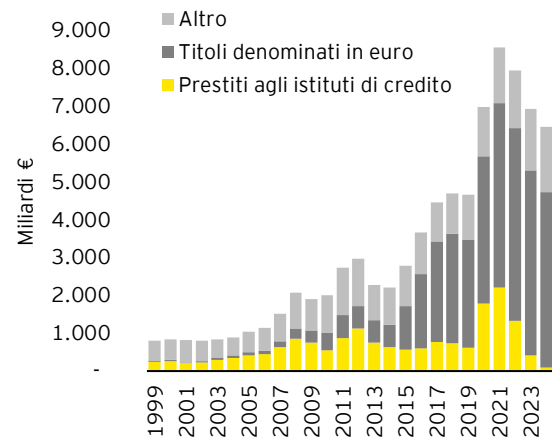


Figura 24: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (BCE). ORM = operazioni di rifinanziamento marginale; ORP = operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso sui depositi fa riferimento ai depositi presso la banca centrale. Voci di bilancio - prestiti agli istituti di credito: si considerano i prestiti agli istituti di credito dell'area dell'euro connessi a operazioni di politica monetaria denominati in euro (tra le diverse voci rientrano le operazioni di rifinanziamento principali e LTRO); titoli denominati in euro: si considerano i titoli denominati in euro di residenti nell'area dell'euro (tra le diverse voci rientrano le attività acquisite per finalità di politica monetaria); altro: tra le diverse voci rientrano l'oro e i crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro. L'ultimo dato disponibile per il 2024 fa riferimento al *weekly financial statement* del 6 settembre 2024.

Come già annunciato nei meeting precedenti, la BCE affianca ad un aumento dei tassi di interesse di riferimento anche una riduzione degli asset in bilancio. In riferimento all'APP,<sup>51</sup> la consistenza del portafoglio sta diminuendo ad un ritmo misurato e prevedibile, con l'Eurosistema che non reinveste più i pagamenti principali dei titoli in scadenza. In riferimento al PEPP,<sup>52</sup> il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire i pagamenti di capitale dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PEPP nella prima metà del 2024. Nella seconda metà dell'anno, intende ridurre il portafoglio PEPP di 7,5 miliardi di euro in media al mese (attualmente il valore cumulato degli acquisti sotto il programma PEPP ammonta a circa 1.700

<sup>48</sup> ECB, Monetary policy decisions, 12 September 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240912~67cb23badb.en.html>.

<sup>49</sup> ECB, Monetary policy decisions, 6 June 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240606~2148ecdb3c.en.html>.

<sup>50</sup> Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che la BCE fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Questo tasso definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale. Gli altri due tassi di riferimento sono il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM). Il tasso sulle ORP definisce il costo al quale le banche possono ottenere credito dalla banca centrale con scadenza a una settimana. Se le banche necessitano di liquidità overnight, possono ricorrere alle operazioni di rifinanziamento marginale corrispondendo un tasso più elevato. Per maggiori informazioni, si rimanda a [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.it.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html).

<sup>51</sup> L'Asset Purchase Programme (APP) della BCE fa parte di un pacchetto di misure non convenzionali di politica monetaria che comprende anche operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e che è stato avviato a metà 2014 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'ammontare di accomodamento necessario a garantire la stabilità dei prezzi. Il programma è composto da: Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), Public Sector Purchase Programme (PSPP), Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3). Per maggiori informazioni, si rimanda a <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.it.html>.

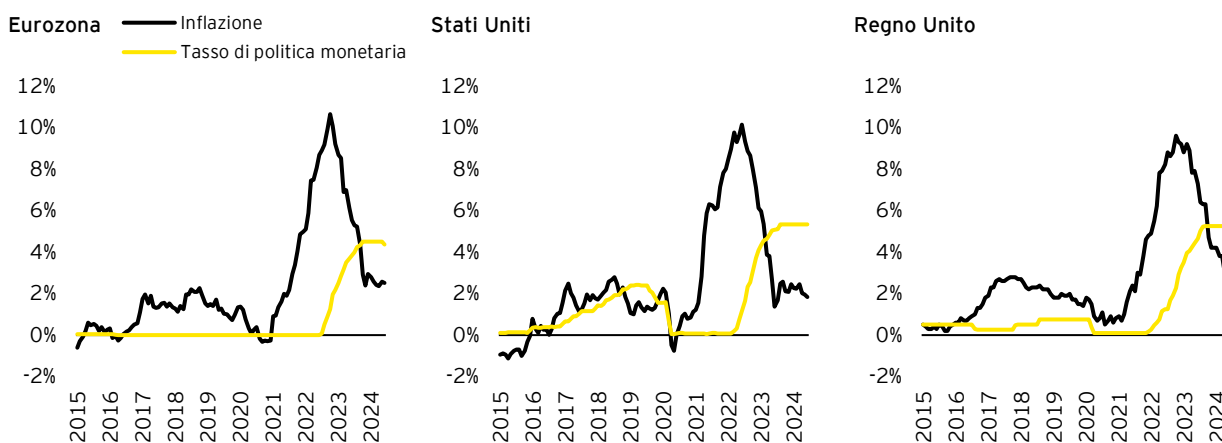
<sup>52</sup> Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) della BCE è una misura non standard di politica monetaria avviata nel marzo 2020 per contrastare i rischi potenziali al corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria a seguito dello scoppio della pandemia. Il PEPP è un programma temporaneo di acquisto di attività del settore privato e pubblico. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.



miliardi di euro), interrompendo i reinvestimenti alla fine del 2024. Una riduzione di questa entità e ritmo si traduce in una riduzione dei reinvestimenti di circa 45 miliardi di euro nella seconda metà dell'anno: questa scelta, però, non sembra aver avuto ripercussioni significative sull'andamento dei tassi di interesse dei paesi membri dell'unione monetaria.

L'andamento della politica monetaria nell'Eurozona presenta delle similitudini e differenze rispetto a quelle delle altre principali banche centrali (quali la Federal Reserve e la Bank of England), dovute principalmente ai fattori sottostanti le dinamiche inflattive ed al processo di rientro dell'inflazione sperimentato negli ultimi mesi e trimestri.<sup>53</sup>

Figura 25: Inflazione e tassi di politica monetaria - Eurozona, Stati Uniti e Regno Unito



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Office of National Statistics, Federal Reserve Bank of New York, Banca Centrale Europea, Bank of England. L'inflazione è calcolata sui tassi di interesse armonizzati. I tassi di politica monetaria sono mostrati come medie mensili. Per l'Eurozona si fa riferimento al tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale della Banca Centrale Europea; per gli Stati Uniti si fa riferimento all'Effective Federal Fund Rate della Federal Reserve; per il Regno Unito si fa riferimento all' Official Bank Rate della Bank of England. Ultima osservazione: giugno 2024.

A questo proposito si noti come ad esempio la Banca Centrale Europea ha cominciato il suo percorso di allentamento monetario alcuni mesi prima della banca centrale americana e della BoE, il che è dovuto sia ad un andamento differente dei tassi di inflazione (più elevata nel Regno Unito ad esempio rispetto all'Eurozona, e con un profilo di riduzione differente), che ad un andamento diverso delle economie stesse. In riferimento a quest'ultimo aspetto, è infatti da considerare che gli Stati Uniti hanno continuato a registrare tassi di crescita del Prodotto Interno Lordo importanti (2,5% nel 2023) nonostante i tassi di interesse elevati, dinamica opposta rispetto a quanto avvenuto nell'Eurozona (0,5% nel 2023) e nel Regno Unito (0,1% nel 2023).

Nonostante le ultime scelte della Banca Centrale Europea, i tassi di interesse rimangono elevati. Tra i diversi canali attraverso i quali la politica monetaria si riverbera nell'economia reale, è interessante porre l'attenzione sul canale del credito bancario. A questo proposito, le informazioni fornite dall'ultima edizione della Bank Lending Survey<sup>54</sup> dell'Eurozona offrono degli spunti importanti.<sup>55</sup>

<sup>53</sup> de Soyres, F., Lofstrom, G., Lott, M., Machol, C., & Saijid, Z. (2024). Disinflation Progress: A Comparison of Advanced Economies. FEDs Notes, August 02, 2024.

<sup>54</sup> La Bank Lending Survey (BLS) è condotta dal gennaio del 2003 dalle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato la moneta unica in collaborazione con la Banca Centrale Europea. Si rivolge ai responsabili delle politiche del credito delle principali banche dell'area (circa 150). L'indagine consente di evidenziare in maniera distinta, da un lato, i fattori che influenzano l'offerta di credito nonché i termini e le condizioni praticate alla clientela e, dall'altro, l'andamento della domanda di credito con le relative determinanti.

<sup>55</sup> The euro area bank lending survey - Second quarter of 2024.

Figura 26: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le imprese, Eurozona - percentuale netta di rispondenti

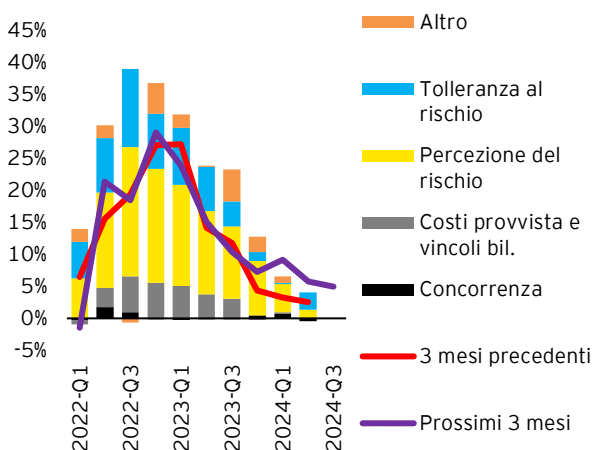
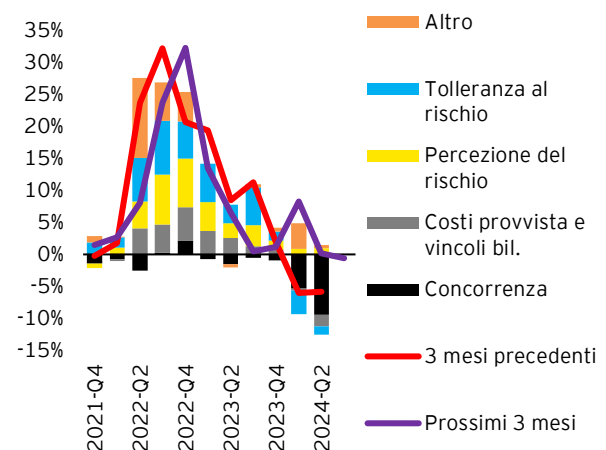


Figura 27: Condizioni di offerta di prestiti bancari per le famiglie, Eurozona - percentuale netta di rispondenti



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

In riferimento all'offerta di credito bancario alle imprese, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un ulteriore, inasprimento delle condizioni nel secondo trimestre del 2024 (percentuale netta di banche pari a circa il 3%), ancorché non particolarmente pronunciato. Questo fenomeno è stato segnalato principalmente in Francia e in Germania, mentre le banche italiane sono state caratterizzate da un allentamento delle condizioni stesse. Il dato in aggregato è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente, ma inferiore rispetto a quanto registrato nei due anni passati.

La tolleranza al rischio delle banche è stata il principale fattore alla base dell'inasprimento, mentre si mostra meno marcato il fattore relativo alla percezione del rischio, soprattutto se confrontato con quanto accaduto nei trimestri precedenti. Il costo di provvista dei fondi e i vincoli di bilancio delle banche, così come la concorrenza, hanno avuto un impatto sostanzialmente nullo, simile a quello dei trimestri precedenti.

In relazione ai prestiti alle famiglie e, nello specifico, a quelli per l'acquisto di una abitazione, le banche dell'Eurozona hanno segnalato un ulteriore moderato allentamento delle condizioni di offerta (percentuale netta di banche che segnalano inasprimento pari a circa il -6%). Questo

trimestre si configura come il secondo trimestre di moderato allentamento netto dopo numerosi trimestri di inasprimento avutisi in concomitanza con il ciclo di inasprimento della politica monetaria. È da segnalare, inoltre, che questo allentamento netto non era stato previsto nel trimestre precedente, durante il quale le banche avevano previsto degli standard di credito sostanzialmente invariati. Il fenomeno è stato in gran parte determinato dagli sviluppi in Francia (percentuale netta del -33%), a cui hanno contribuito, seppur in maniera minore, anche le dinamiche registrate in Italia (-9%). All'opposto, le banche tedesche e spagnole hanno registrato un moderato inasprimento delle condizioni dei prestiti.

La concorrenza è stata il fattore principale che ha determinato l'allentamento degli standard di credito per i prestiti finalizzati all'acquisto di una abitazione nell'Eurozona. Anche in questo caso sono state principalmente le banche francesi e, in misura minore, quelle italiane, ad indicare la concorrenza come fattore chiave, in particolare quella delle altre banche (piuttosto che quella dei soggetti non bancari). La percezione del rischio ha avuto un lieve impatto di inasprimento delle condizioni di offerta, mentre l'impatto del costo dei fondi, dei vincoli di bilancio e della tolleranza al rischio delle banche hanno avuto degli effetti sostanzialmente nulli.

Per il terzo trimestre del 2024 le banche dell'Eurozona prevedono che le condizioni dei prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni rimarranno sostanzialmente invariati. È da notare, però, che tra le quattro maggiori economie le aspettative per il prossimo trimestre rimangono eterogenee, con le banche spagnole e italiane che prevedono un allentamento delle condizioni di offerta, le banche tedesche che prevedono un irrigidimento e le banche francesi che mostrano delle aspettative in linea con quanto registrato in questo trimestre.

Sempre in riferimento ai prestiti, è inoltre da sottolineare come il rischio di credito sia aumentato gradualmente negli ultimi trimestri, nonostante non abbia raggiunto i livelli di deterioramento suggeriti dalle misure principali del rischio di credito bancario basate sulle regolarità storiche a fronte di prospettive economiche deboli per l'Eurozona, tassi di interesse più elevati e un numero crescente di fallimenti. Parte di questo contenimento del rischio di credito nei bilanci bancari può essere attribuita al fatto che, dall'inizio del ciclo di restrizione monetaria, le banche hanno attivamente riallocato i loro portafogli verso attività più sicure, riducendo così i potenziali rischi per i bilanci.<sup>56</sup>

Gli elevati tassi di interesse pongono delle sfide importanti anche in termini di sostenibilità del debito pubblico che, nonostante in rapporto al PIL sia in riduzione, rimane ancora sopra i livelli sperimentati prima della pandemia.

Figura 28: Debito pubblico 2024-Q1 - % PIL

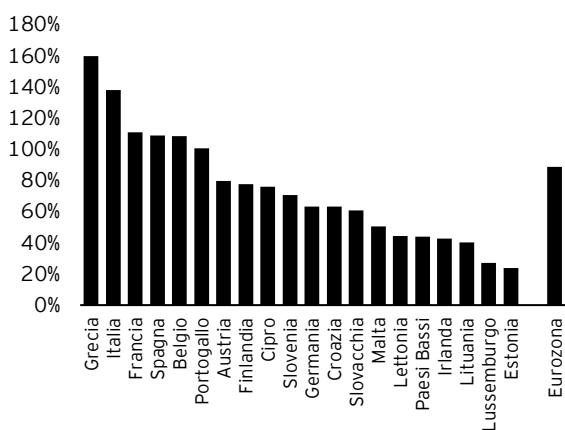
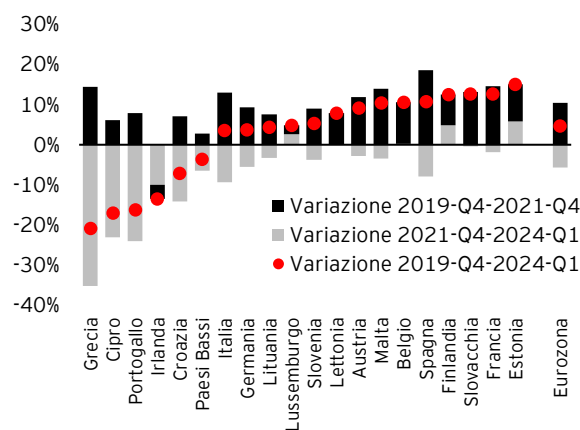


Figura 29: Variazioni del rapporto debito pubblico su PIL, 2019-Q4-2024-Q1



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea.

Gli elevati tassi di interesse non rappresentano però l'unica complessità per la sostenibilità del debito pubblico: sono infatti da considerare ulteriori sfide legate alla crescita economica, di carattere più strutturale e di lungo periodo, che sono attese avere delle implicazioni significative sull'andamento del debito pubblico sul PIL. Nello specifico, le principali sfide sono rappresentate dall'andamento della demografia, dal cosiddetto "dividendo della pace", dalla digitalizzazione e dal cambiamento climatico.<sup>57</sup>

In riferimento all'andamento della demografia, ad esempio, l'aumento del numero di cittadini anziani rispetto alla popolazione in età lavorativa comporta che i sistemi pensionistici a ripartizione dovranno affrontare crescenti pressioni finanziarie. Inoltre, l'invecchiamento della popolazione richiede in genere servizi sanitari più estesi e assistenza a lungo termine. Gli sviluppi della spesa pubblica legata all'invecchiamento sono attesi variare tra i paesi dell'Eurozona.<sup>58</sup>

<sup>56</sup> Barbiero, F., & Dimou, M. (2024). Credit risk and bank lending conditions. Economic Bulletin Boxes, 4.

<sup>57</sup> Moshammer, E. (2024). Longer-term challenges for fiscal policy in the euro area. Economic Bulletin Articles, 4.

<sup>58</sup> European Commission, "2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)", European Economy - Institutional Papers, No 279, April 2024.



Figura 30: Spesa relativa all'invecchiamento demografico e proiezioni, Eurozona - % PIL

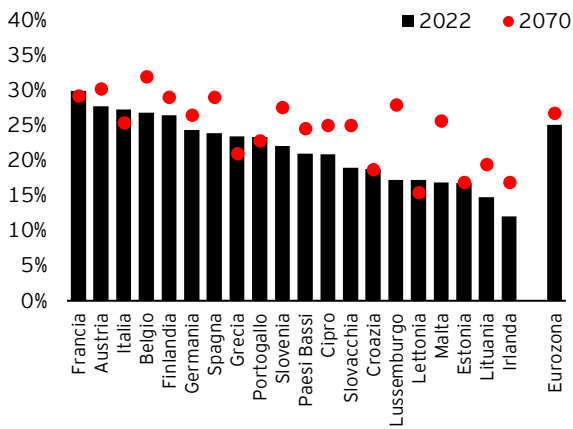
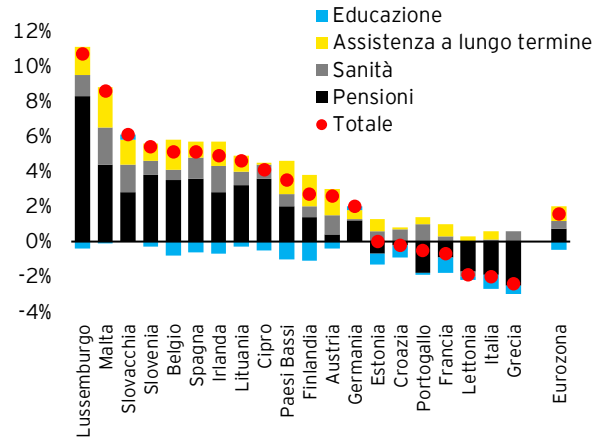


Figura 31: Variazione della spesa pubblica relativa all'invecchiamento demografico (2022-2070), Eurozona - % PIL



Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)).

In aggregato, al 2070 si prevede un aumento della spesa pubblica legato all'andamento demografico in aumento di circa 1,6 punti percentuali in percentuale del PIL, trainata principalmente da un aumento della spesa per pensioni (0,7 punti percentuali), sanità (0,5 punti percentuali) e assistenza a lungo termine (0,8 punti percentuali), mentre la spesa relativa alla formazione è attesa contribuire negativamente (-0,5 punti percentuali). Lussemburgo, Malta, Slovacchia e Slovenia rappresentano i paesi in cui la spesa relativa all'andamento demografico è attesa crescere maggiormente in rapporto al prodotto interno lordo, anche se è importante sottolineare come questi paesi siano caratterizzati da una spesa in linea o inferiore alla media dell'Eurozona.

Passando al secondo elemento da considerare in merito alla sostenibilità del debito pubblico, il "dividendo della pace", con questo termine si fa riferimento alle nuove spese militari sostenute e che saranno sostenute dai paesi NATO dell'Eurozona per far fronte alle recenti dinamiche geopolitiche e ad i potenziali futuri rischi. Questo fenomeno rappresenta una significativa inversione di tendenza rispetto al passato: con l'assopirsi della Guerra Fredda, tutte le principali economie hanno ridotto la spesa per la difesa (ad esempio, gli Stati Uniti e il Regno Unito hanno più

che dimezzato la spesa, riducendola da oltre il 10% del PIL negli anni Cinquanta a meno del 5% negli anni Novanta; Germania e Francia, a loro volta, hanno ridotto la spesa da oltre il 4% del PIL a meno del 2% attuale). Il "dividendo della pace" ha permesso quindi ai governi di riorientare le risorse a disposizione, puntando ad altre priorità quali l'aumento della spesa sociale.<sup>59</sup>

Dopo l'annessione della Crimea da parte della Russia nel 2014, tutti i membri della NATO hanno concordato di spendere almeno il 2% del PIL per la difesa. Da allora - e soprattutto dopo l'invasione su larga scala dell'Ucraina da parte della Russia - la maggior parte dei paesi dell'Eurozona ha aumentato ulteriormente la spesa per la difesa. Se tutti i Paesi dell'Eurozona (compresi quelli che non sono membri della NATO) aumentassero la loro spesa per la difesa al 2% del PIL, ciò comporterebbe una spesa aggiuntiva stimata in 71 miliardi di euro all'anno, pari allo 0,5% del PIL dell'Eurozona.<sup>60</sup> È da sottolineare, infine, che la spesa aggiuntiva per la difesa potrebbe potenzialmente aumentare la crescita del PIL, con implicazioni positive per la sostenibilità del debito pubblico a lungo termine, se (i) si concentrasse in investimenti ad alta intensità di R&S e (ii) non si sottraessero risorse ad altri investimenti produttivi.

<sup>59</sup> Rodríguez-Vives, M., & Kezber, L. (2019). Social spending, a euro area cross-country comparison. Economic Bulletin Articles, 5.

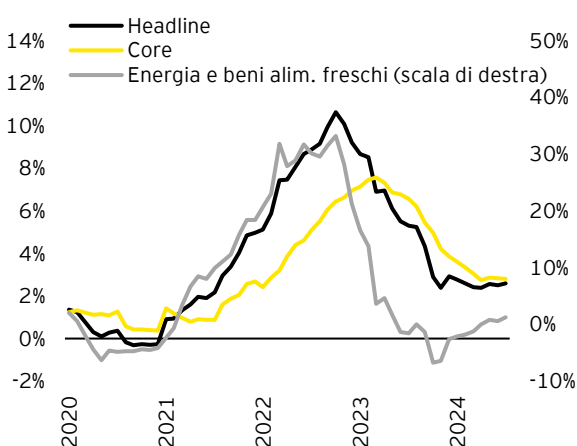
<sup>60</sup> Freier, M., Ioannou, D. and Vergara Caffarelli, F., "The EU's Open Strategic Autonomy from a Central Banking Perspective. Challenges to the Monetary Policy Landscape from a Changing Geopolitical Environment", Box 16, Occasional Paper Series, No 311, ECB, March 2023.

Il terzo fattore che rappresenta una potenziale sfida per le finanze pubbliche nel lungo termine è dato dai crescenti investimenti in digitalizzazione. Questi investimenti si configurano, infatti, come investimenti strategici al fine di mantenere la competitività nel medio-lungo periodo.

Prima del Recovery and Resilience Facility (RRF) nel 2021, la Commissione europea ha stimato il divario di investimenti digitali dell'Unione Europea rispetto agli Stati Uniti e alla Cina in circa 125 miliardi di euro all'anno (pari a circa lo 0,9% del PIL dell'Unione Europea).<sup>61</sup> Anche in questo caso, in modo simile a quanto descritto precedentemente, una corretta allocazione delle risorse potrebbe tradursi in una maggiore crescita economica, con conseguente incremento delle entrate fiscali.

Ai fattori appena elencati si aggiunge inoltre un quarto fattore, ovvero il cambiamento climatico. Gli eventi meteorologici estremi, che possono diventare sempre più frequenti a causa dei cambiamenti climatici, pongono rischi immediati e tangibili in termini umani ed economici: questi ultimi, nello specifico, sono aumentati drasticamente negli ultimi decenni, comportando un notevole onere finanziario per le diverse economie interessate.<sup>62</sup> Oltre ai danni economici direttamente inferti dagli eventi meteorologici estremi, va inoltre tenuto in considerazione il costo della transizione verso un modello di sviluppo a più basse emissioni di gas serra.

Figura 32: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % YoY



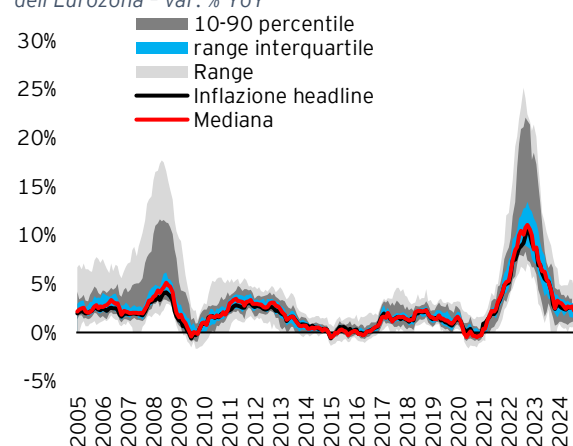
Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. La misura *headline* considera tutti i beni nel paniere di calcolo della variazione dei prezzi; la misura *core* considera i beni del paniere *headline* al netto di energia e beni alimentari freschi. I tassi fanno riferimento ai tassi armonizzati. Ultimo dato disponibile: luglio 2024.

Le misure adottate e da adottare (come gli investimenti in infrastrutture per le energie rinnovabili, i miglioramenti dell'efficienza energetica e altre strategie di riduzione delle emissioni) richiedono infatti ingenti risorse, nonché una pianificazione a lungo termine.

A questo proposito è interessante notare come, nel Fiscal Monitor di ottobre 2023, il Fondo Monetario Internazionale ha stimato un incremento del debito pubblico nelle economie avanzate, entro il 2050, in un range compreso tra il 10 ed il 15% del PIL (equivalente a un aumento dei disavanzi primari di 0,4 punti percentuali del PIL all'anno, in media, fino al 2050) per via dell'implementazione di politiche volte a promuovere l'innovazione e la diffusione di tecnologie a basse emissioni di gas serra, nonché per effettuare eventuali trasferimenti fiscali alle famiglie e alle comunità più vulnerabili per ridurre i possibili effetti legati all'aumento dei prezzi dell'energia.<sup>63</sup>

Se da un lato la politica monetaria restrittiva degli ultimi anni aggiunge quindi una maggiore complessità alla sostenibilità delle finanze pubbliche degli stati dell'Eurozona, a cui si aggiungono delle sfide di carattere più strutturale, allo stesso tempo un impegno tempestivo e deciso finalizzato alla riduzione dell'inflazione è stato un elemento importante per assicurare un suo rientro relativamente veloce.<sup>64</sup>

Figura 33: Tassi di inflazione nei diversi paesi dell'Eurozona - var. % YoY



<sup>61</sup> European Commission, "Identifying Europe's recovery needs" (SWD/2020/98 final), 27 May 2020.

<sup>62</sup> World Meteorological Organization, "Atlas of Mortality and Economic Losses from Weather, Climate and Water-related Hazards (1970-2021)", 22 May 2023

<sup>63</sup> IMF Fiscal Monitor, "Climate Crossroads: Fiscal Policies in a Warming World", October 2023.

<sup>64</sup> Romer, C. D., & Romer, D. H. (2024). Lessons from history for successful disinflation (No. w32666). National Bureau of Economic Research.

A luglio 2024 l'inflazione headline (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi), si è attestata nell'Area al 2,6%, sostanzialmente in linea con quanto sperimentato nella prima parte dell'anno (media tra gennaio e giugno 2024 pari al 2,5%), mentre l'inflazione core (ovvero la componente di fondo)<sup>65</sup> continua a mostrare valori leggermente (2,8% a luglio, con una media gennaio-giugno del 3,1%). Un fenomeno simile si è avuto anche durante la crisi pandemica, quando il prezzo dell'energia si è ridotto significativamente a causa del rallentamento dell'attività economica mondiale: un tasso di inflazione core maggiore del tasso di inflazione headline sta ad indicare, infatti, un tasso di variazione della componente di fondo superiore a quella dell'energia e dei beni alimentari freschi.

Se i dati appena descritti fanno riferimento all'Eurozona nel complesso, è da considerare che i singoli paesi membri dell'Unione Monetaria hanno sperimentato una certa eterogeneità delle dinamiche inflattive. I prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari hanno svolto un ruolo importante nella dispersione dei tassi d'inflazione: sebbene gli shock sperimentati nei paesi dell'Eurozona fossero comuni (la pandemia e la

guerra in Ucraina), la diversa esposizione a questi shock ha avuto degli effetti diversi sull'andamento dell'indice dei prezzi al consumo. Un maggiore peso della componente energetica ed alimentare all'interno del paniere dell'indice ha comportato, ad esempio, delle ripercussioni maggiori di questi shock sul livello dei prezzi. I dati più recenti mostrano però che l'eterogeneità sperimentata precedentemente la pandemia sta ora tornando verso livelli più in linea con i valori storici.<sup>66</sup>

Nel parlare dell'inflazione è interessante notare come il suo processo di riduzione negli ultimi mesi è andato riducendosi di intensità (nel caso dell'inflazione headline) o ha mostrato un'inversione di tendenza (nel caso dell'inflazione core) nell'Eurozona. Questo è quanto traspare dall'analisi dei tassi di inflazione a sei mesi annualizzati, ed è un fenomeno che non riguarda esclusivamente l'Eurozona, ma anche altre importanti economie avanzate quali gli Stati Uniti ed il Regno Unito. Un'analisi più approfondita mostra come una delle cause principali di questo fenomeno sia da rinvenire nell'andamento dei prezzi dei servizi e nella dinamica salariale, nonostante persistano delle differenze tra le diverse economie avanzate.<sup>67</sup>

Figura 34: Inflazione headline - tasso di inflazione a 6 mesi annualizzato

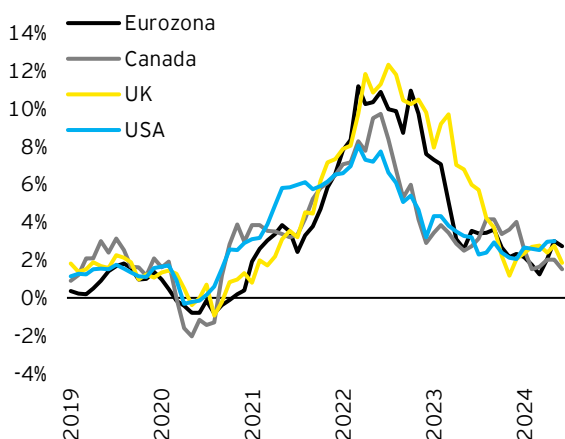
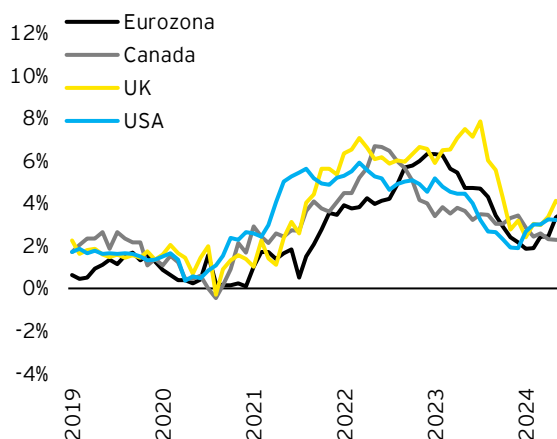


Figura 35: Inflazione core - tasso di inflazione a 6 mesi annualizzato



Fonte: Federal Reserve Bank of New York. I tassi di inflazione sono stati calcolati sull'indice dei prezzi al consumo per Eurozona, Canada e Regno Unito, mentre per gli Stati Uniti è stato considerato l'indice PCE (Personal Consumption Expenditures Price Index - per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/data/personal-consumption-expenditures-price-index>). Ultimo dato disponibile: giugno 2024.

<sup>65</sup> Si fa riferimento alla definizione di inflazione di fondo dell'ISTAT, che considera l'indice dei prezzi al consumo al netto delle variazioni dei beni energetici e dei beni alimentari freschi.

<sup>66</sup> Allayioti, A., & Beschin, A. (2024). The dynamics of inflation differentials in the euro area. *Economic Bulletin Boxes*, 5.

<sup>67</sup> de Soyres, F., Lofstrom, G., Lott, M., Machol, C., & Saijid, Z. (2024). Disinflation Progress: A Comparison of Advanced Economies. FEDs Notes, August 02, 2024.

Questo andamento può essere in parte ascrivibile all'andamento del mercato del lavoro. Analizzando gli ultimi dati disponibili nell'Eurozona, infatti, si nota come rispetto al periodo pre-pandemia (valori medi al 2019) i salari reali per ora lavorata nel primo trimestre del 2024 hanno registrato un aumento medio dell'1,7%, sostenuti principalmente da una dinamica positiva del settore dei servizi (2,4%), diversamente da quanto registrato nell'industria (-0,6%).

Figura 36: Retribuzione reale per principali branche di attività, Eurozona - var. % 2019-2024Q1

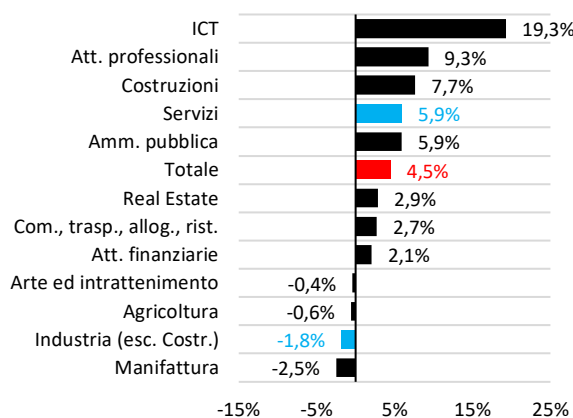
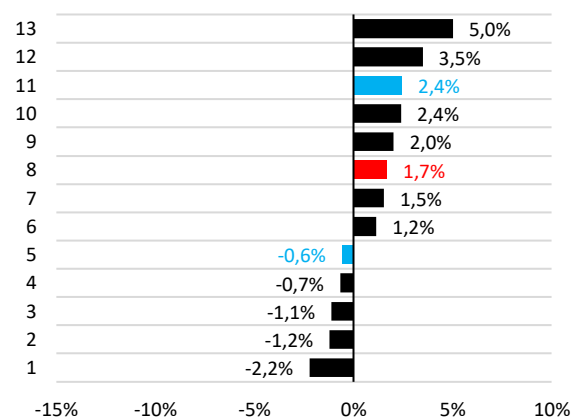


Figura 37: Retribuzione oraria reale per principali branche di attività, Eurozona - var. % 2019-2024Q1



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

La dinamica salariale è inoltre attesa continuare a mostrare una dinamica positiva nel 2024 e nel 2025, anche se in rallentamento rispetto a quanto sperimentato precedentemente. Se da un lato la crescita dei salari è attesa quindi essere uno dei principali fattori dietro le dinamiche inflattive nel 2024, il minore contributo dei profitti all'aumento del livello dei prezzi potrebbe risultare in una dinamica inflattiva più contenuta. In particolare, riducendo la domanda e contenendo le aspettative di inflazione, la politica monetaria restrittiva della Banca Centrale Europea è in grado di limitare il trasferimento dei costi delle imprese sui prezzi al consumo.<sup>68</sup>

Nel complesso il quadro dell'Eurozona rimane molto complesso. Da un lato l'attività economica risulta sostanzialmente stagnante, con un comparto industriale che non mostra particolari segnali di miglioramento. La politica monetaria restrittiva ha avuto un ruolo importante nella riduzione dell'incremento del livello dei prezzi, ma il processo di rientro di inflazione sembra procedere ad un ritmo ridotto negli ultimi mesi anche a causa della dinamica positiva del mercato del lavoro e delle retribuzioni; allo stesso tempo, gli elevati tassi di interesse pongono delle sfide circa la sostenibilità del debito pubblico nell'Eurozona, a cui si aggiungono sfide di carattere più strutturale quali la dinamica demografica, il cambiamento climatico e la transizione digitale.

<sup>68</sup> ECB (2024). "Monetary policy and the disinflation process", Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the Banking & Payments Federation Ireland (BPMFI) National Banking Conference.



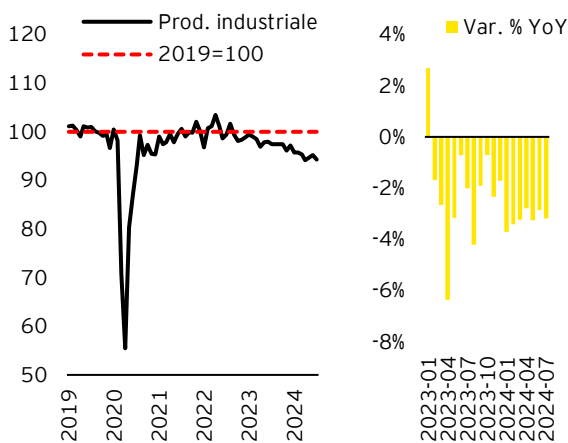
# L'economia italiana

## L'andamento dell'economia reale in Italia

L'industria italiana continua a mostrare segnali di debolezza, resi evidenti dall'andamento dell'indice della produzione industriale negli ultimi mesi. Nello specifico, rispetto ai valori medi registrati nel periodo precedente la pandemia (media 2019=100), l'indice della produzione industriale è inferiore di circa 6 punti percentuali (luglio 2024 = 94,3); questi valori al di sotto dei valori pre-pandemici perdurano sostanzialmente dalla seconda metà del 2022.

La complessa situazione in cui si trova l'industria italiana è confermata dall'andamento annuale dell'indice, che a luglio 2024 segna il suo diciottesimo mese di crescita annuale negativa (-3,3%, dopo una contrazione del 3,3% e 2,9% rispettivamente a maggio e giugno).

Figura 38: Indice di produzione industriale (media 2019=100) e var. % YoY, Italia

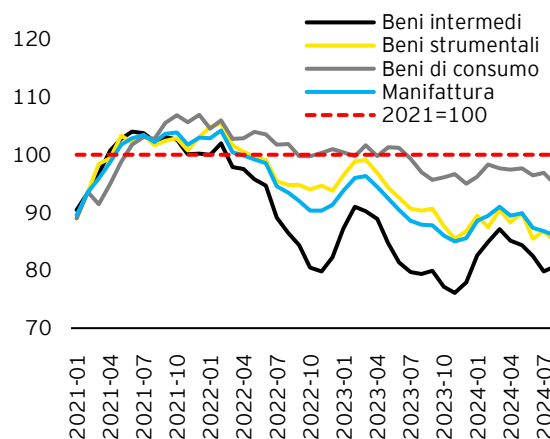


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: luglio 2024.

Segnali negativi appaiono anche nell'analisi della crescita congiunturale dell'indice (variazione rispetto al mese precedente): a luglio, infatti, l'indice ha segnato una contrazione dello 0,9% dopo una crescita dello 0,5% a giugno 2024.

L'andamento non positivo dell'industria italiana è confermato anche dall'andamento discendente del clima di fiducia delle imprese, anch'esso sotto i livelli medi sperimentati durante il 2019, come mostrato dagli ultimi risultati dell'indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere.<sup>69</sup>

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



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

<https://www.istat.it/storage/IstatData/Coeweb/Glossario.pdf>

Analizzando l'indice nel dettaglio, e considerando alcune delle sue componenti principali, è possibile notare come il clima di fiducia relativo alle imprese manifatturiere che

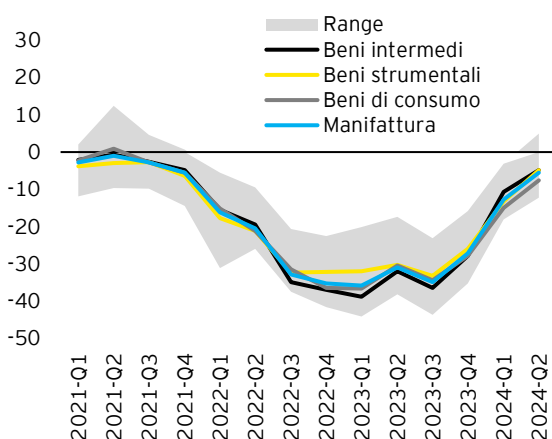
<sup>69</sup> L'indagine è finalizzata alla rilevazione di variabili qualitative quali giudizi e aspettative a breve termine (3 mesi) delle principali variabili aziendali (quali giudizi e aspettative su ordinativi, produzione e liquidità; giudizi sulle giacenze di prodotti finiti; aspettative sull'occupazione e sui prezzi di vendita) e valutazioni sulla situazione generale dell'economia italiana. Trimestralmente sono richieste ulteriori informazioni su diversi aspetti aziendali dell'impresa (quali capacità produttiva, numero di ore lavorate, nuovi ordinativi, scorte di materie prime, volume delle esportazioni, ostacoli alla produzione, durata della produzione assicurata e grado di utilizzo degli impianti) e sulla posizione concorrenziale dell'impresa. L'unità di rilevazione e di analisi è l'impresa.

producono beni intermedi stia sperimentando un calo più pronunciato rispetto a quanto registrato per le altre componenti.

Questa dinamica è potenzialmente legata alla debolezza complessiva dell'industria dell'Eurozona e, in particolare, della Germania, che rappresenta uno dei principali mercati di sbocco per i prodotti intermedi italiani. Una performance negativa dell'industria tedesca si traduce, quindi, in una minore richiesta di beni intermedi, che a sua volta comporta un rallentamento del comparto italiano.

Alcuni dei fattori caratterizzanti lo scenario economico italiano, ovvero la debolezza dell'industria e tassi di interesse elevati, si traducono in maggiori difficoltà di accesso al credito per le imprese operanti nel settore manifatturiero.

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



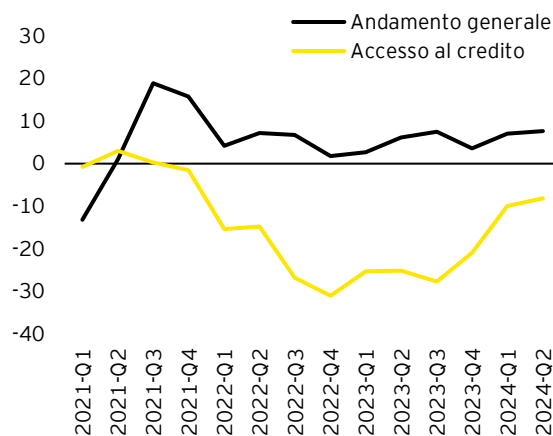
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. L'area in grigio rappresenta il range all'interno del quale sono contenuti i valori dei diversi comparti industriali. Le serie mostrate fanno riferimento al saldo netto dei rispondenti in base alle risposte indicate (accesso al credito più favorevole, costante, meno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

Gli ultimi dati mostrano infatti una percentuale netta di rispondenti all'indagine sulla fiducia delle imprese manifatturiere (in relazione all'accesso al credito) ancora negativa, il che si traduce in un numero maggiore di rispondenti che sono caratterizzati da condizioni di accesso al credito meno favorevoli rispetto a quelli caratterizzati da un accesso al credito più favorevole. È però da

notare come il saldo abbia, negli ultimi trimestri, registrato valori sempre meno negativi.

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

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



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Un quadro simile è suggerito inoltre dagli ultimi risultati dell'indagine sul credito bancario condotta in Italia.

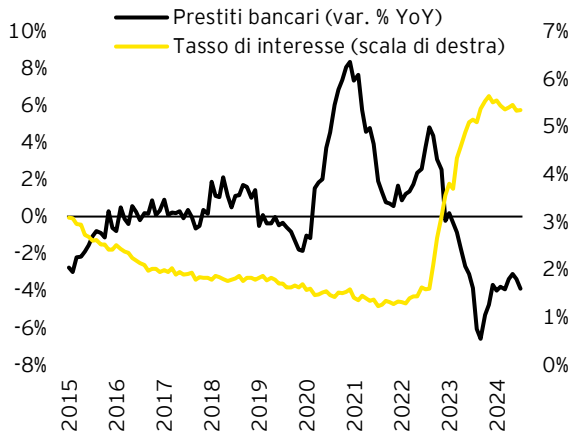
Nel secondo trimestre del 2024, infatti, i criteri di offerta sui prestiti alle imprese risultano lievemente meno stringenti. Questo rappresenta un cambiamento importante se si considera quanto avvenuto negli ultimi trimestri, essendo, quello del secondo trimestre del 2024, il primo allentamento dal dicembre 2021. Tra i fattori principali che hanno contribuito a questo risultato risultano la maggiore tolleranza al rischio e i minori costi di provvista. Le attese per il prossimo trimestre sono, inoltre, di una percentuale netta di banche che allenteranno le condizioni di prestito simile al secondo trimestre del 2024.<sup>70</sup>

I maggiori tassi di interesse e le condizioni di credito più stringenti sperimentate negli ultimi trimestri hanno portato ad una riduzione dei prestiti bancari alle imprese. Si pensi, a questo proposito, che a luglio 2024 il tasso di variazione annuo dei prestiti bancari a società non finanziarie residenti in Italia è stato pari al -3,9%,

<sup>70</sup> Banca d'Italia, Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro - Principali risultati per le banche italiane, 2° trimestre 2024 e prospettive per il 3° trimestre del 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html>.

segnando il diciottesimo mese di contrazione (da febbraio 2023).

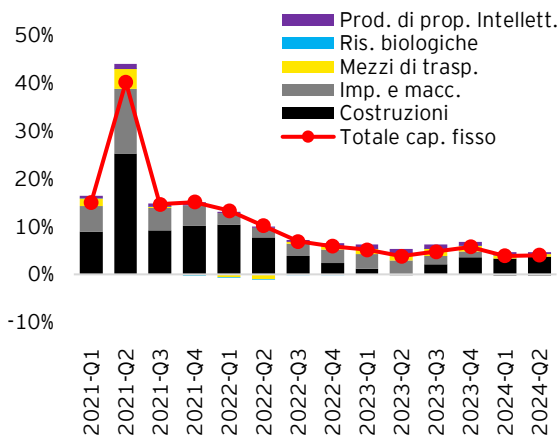
Figura 42: Tassi di variazione a 12 mesi dei prestiti bancari a società non finanziarie residenti in Italia e tasso di interesse sui prestiti, Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia. I prestiti bancari a società non finanziarie residenti in Italia sono corretti sulla base della metodologia SEBC. Ultimo dato disponibile: luglio 2024.

Il calo dei prestiti bancari non è però un fenomeno che riguarda esclusivamente le società non finanziarie, ma anche le famiglie italiane, per le quali giugno rappresenta il dodicesimo mese di contrazione (-1,0% dopo un -1,1% e -1,2% rispettivamente a maggio ed aprile 2024).

Figura 43: Investimenti fissi lordi per tipo di attività e componenti, Italia - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

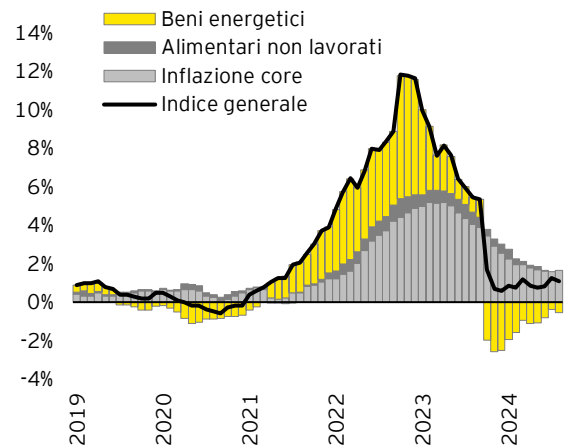
Nonostante la riduzione dei prestiti, gli investimenti mantengono un andamento positivo. Questo è il risultato principalmente della crescita degli investimenti in costruzioni (che contengono

a loro volta sia gli investimenti in abitazioni che in fabbricati non residenziali ed altre opere) e, in misura minore, della crescita degli investimenti in mezzi di trasporto e in prodotti di proprietà intellettuale.

## L'andamento dei prezzi in Italia

La crescita dell'indice dei prezzi al consumo rimane contenuta, anche se in aumento rispetto ai primi mesi del 2024. Da gennaio a giugno 2024, infatti, il tasso di inflazione medio si è attestato intorno allo 0,9%, mentre a luglio 2024 il tasso di inflazione ha registrato una leggera accelerazione (1,3%) per tornare a ridursi ad agosto (1,1%). Nonostante la modesta risalita dell'aumento del livello dei prezzi, è importante sottolineare come attualmente ci si attesti a valori nettamente inferiori rispetto a quelli registrati tra il 2022 ed il 2023, più in linea con il target di stabilità dei prezzi della Banca Centrale Europea (2%).

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



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: agosto 2024.

L'accelerazione dell'indice dei prezzi al consumo rispetto alla prima parte dell'anno è data principalmente da un minor contributo negativo proveniente dalla componente energetica, componente che ha rappresentato negli ultimi mesi uno dei fattori principali di riduzione dell'inflazione.

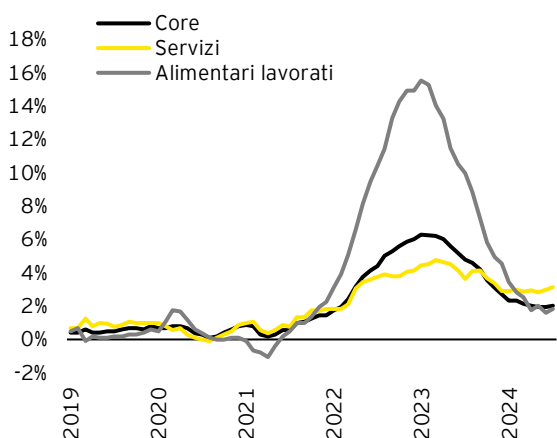
Il minor contributo negativo della componente energetica è, a sua volta, dovuto ad un incremento dell'indice dei prezzi dei beni energetici regolamentati (14,0% ad agosto 2024, dopo una crescita a giugno e luglio

rispettivamente dello 3,5% e 11,7%), in contrapposizione ad un andamento ancora negativo dell'inflazione dei beni energetici non regolamentati (-8,6%, dopo aver registrato rispettivamente a giugno e luglio una contrazione del 10,3% e 6,0%).

Appare sostanzialmente azzerato, invece, il contributo dei beni alimentari non lavorati, mentre si mostra persistente la componente di fondo (core) dell'inflazione, che contribuisce per circa 1,7 punti percentuali all'inflazione complessiva.

Scendendo nel dettaglio, l'inflazione core si è attestata, ad agosto 2024 al 2,0%, valore sostanzialmente in linea con quanto sperimentato a giugno e luglio (1,9% in entrambi i casi). Il valore sostanzialmente stabile ma leggermente in calo è dovuto a un livello della componente dei servizi in leggero aumento (3,2% ad agosto, dopo il 3,0% registrato a luglio) e ad un contestuale aumento del livello dei prezzi relativo alla componente degli alimentari lavorati (1,8% ad agosto, dopo l'1,6% registrato a luglio).

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



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: agosto 2024.

Il ruolo significativo della componente alimentare ed energetica nell'andamento dell'inflazione degli ultimi anni è confermato anche da recenti studi.<sup>71</sup> Questo fenomeno non è, inoltre, specifico per l'Italia: dato il carattere

internazionale dello shock pandemico e geopolitico associato all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia,<sup>72</sup> i potenziali fattori scatenanti dell'inflazione sono sostanzialmente comuni a tutti i principali paesi dell'Eurozona e non solo. L'elenco comprende i significativi aumenti dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari, le interruzioni delle catene di approvvigionamento, i tentativi delle imprese di aumentare i margini di profitto, l'aumento delle aspettative di inflazione a breve e lungo termine, la tensione dei mercati del lavoro e la rigidità dei salari reali.

È inoltre importante sottolineare come in Italia, contrariamente a quanto accaduto negli anni '70, il meccanismo che avrebbe potuto innescare una spirale salari-prezzi (uno shock iniziale dell'offerta che comporta un aumento dei prezzi, che a sua volta si propaga attraverso i salari e si radica nelle aspettative di inflazione) non si è manifestato. Gli aumenti dell'inflazione dovuti agli shock dei prezzi delle materie prime sono stati infatti consistenti, ma anche di durata relativamente breve.<sup>73</sup>

La rigidità del mercato del lavoro non si è quindi al momento tradotta in forti pressioni salariali. Ciò suggerisce che il raffreddamento del mercato del lavoro in Italia e nell'Eurozona non sembra il fattore primario nell'analisi delle pressioni inflazionistiche.<sup>74</sup>

Sempre in relazione al mercato del lavoro, gli ultimi dati mostrano un numero di occupati ai massimi storici (circa 24 milioni) ed un tasso di disoccupazione al 6,5%. Da inizio 2022, i nuovi occupati sono inoltre stati inseriti prevalentemente con una tipologia di contratto permanente (circa 1,1 milioni), il che rappresenta un elemento positivo anche in termini di sostegno ai consumi e alla crescita.

<sup>71</sup> Pisani, M., Tagliabracchi, A. (2023). What Caused the Post-Pandemic Inflation in Italy? An Application of Bernanke and Blanchard (2023). An Application of Bernanke and Blanchard.

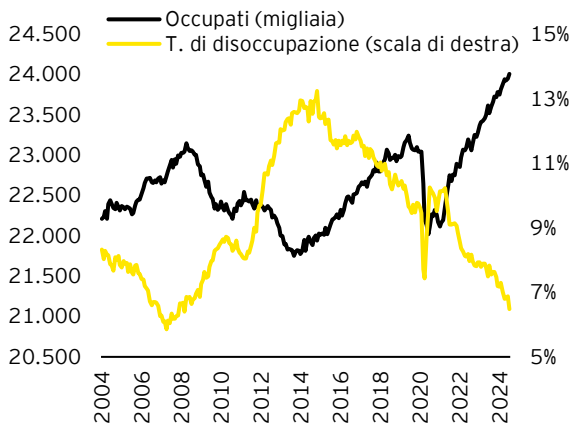
<sup>72</sup> Ropele, T., Tagliabracchi, A. (2024). "Perceived economic effects of the war in Ukraine: survey-based evidence from Italian firms", Applied Economics Letters, vol. 31(4), pages 275-280, February.

<sup>73</sup> Corsello, F., Gomellini, M., Pellegrino, D. (2023). "Inflation and energy price shocks: lessons from the 1970s", Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) 790, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.

<sup>74</sup> Lo Bello, S., & Viviano, E. (2024). Some considerations on the Phillips Curve after the pandemic. Bank of Italy Occasional Paper, (842).



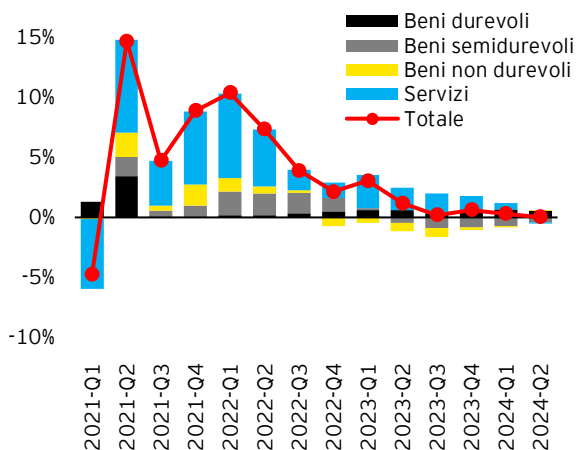
Figura 46: Numero di occupati e tasso di disoccupazione, Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: luglio 2024.

In riferimento ai consumi delle famiglie italiane residenti, si nota come negli ultimi trimestri la crescita sia andata progressivamente riducendosi rispetto a quanto registrato nel 2021, anno successivo alla pandemia. Il basso tasso di crescita è principalmente dovuto ad una riduzione dell'acquisto di servizi, e ad una riduzione della spesa per beni semidurevoli e non durevoli. Un contributo positivo proviene invece dal consumo di beni durevoli.

Figura 47: Spesa reale per consumi finali sul territorio economico delle famiglie residenti e non residenti per categoria di spesa, Italia - var. % YoY e contributi



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

La riduzione dei consumi delle famiglie è attribuibile a diversi fattori, quali la riduzione del potere d'acquisto dovuto all'aumento del livello dei prezzi e alla riduzione dell'ammontare del risparmio forzoso accumulato durante la pandemia.

Nel complesso l'economia italiana rimane caratterizzata quindi da un lato da una sostanziale debolezza, dovuto ad un contesto di alti tassi di interesse, con industria debole e consumi stagnanti. D'altra parte, i segnali provenienti dal mercato del lavoro appaiono incoraggianti, con il numero di occupati ai massimi storici; l'inflazione rimane inoltre contenuta, nonostante una lieve accelerazione sperimentata a luglio.

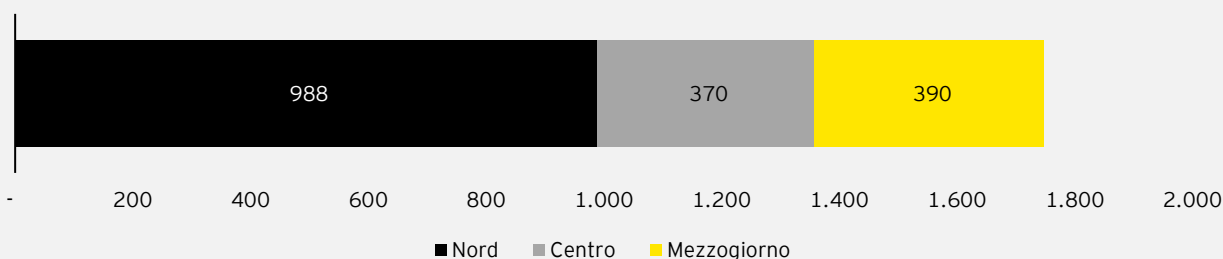
# Approfondimento: l'andamento economico delle macroregioni in Italia

## Messaggi principali:

1. Un'analisi più dettagliata dell'andamento dell'economia italiana mostra una certa eterogeneità all'interno delle macroregioni (Nord, Centro, Mezzogiorno). Se da un lato Nord e Mezzogiorno hanno, nel 2022, superato i livelli di prodotto interno lordo registrati nel 2019, dall'altro il Centro è tornato in linea con i valori pre-pandemia.
2. La struttura settoriale delle economie delle macroregioni mostra delle importanti differenze. Si pensi che al Nord l'industria (escluse le costruzioni) rappresenta circa il 23% del valore aggiunto, al Sud il 12%. Le difficoltà del comparto industriale dovute alle dinamiche geopolitiche rischiano quindi di avere un impatto asimmetrico.
3. Il mercato del lavoro mostra un dinamismo più accentuato nelle regioni del Nord e del Mezzogiorno, meno in quelle del Centro.
4. La produttività del lavoro rimane un tema centrale per il Mezzogiorno. Il divario rispetto al resto dell'Italia rimane un fattore strutturale. La capacità del Mezzogiorno di attrarre start-up e PMI innovative rappresenta però un'opportunità per la crescita futura.

L'analisi dell'andamento dell'economia italiana nasconde l'eterogeneità delle singole macroregioni e regioni del paese, che si mostra portando l'analisi ad un maggiore livello di dettaglio.

Figura 48: PIL per macroregione, Italia - miliardi di €



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

In primo luogo, è possibile affermare che la crescita economica degli ultimi anni nelle singole macroregioni d'Italia non è stata omogenea: fatto 100 il livello del PIL al 2019, al 2022 il Nord ed il Mezzogiorno avevano superato i livelli precedenti la pandemia (rispettivamente del 3,6% e 2,6%), mentre il Centro aveva appena recuperato quanto perso negli anni precedenti (PIL maggiore dello 0,3% al 2022 rispetto al 2019). Questa dinamica è in parte dovuta anche agli effetti che la pandemia ha avuto sulle macroregioni, effetti più pronunciati al Centro (dove si è registrata una contrazione di 9,7 punti), rispetto al Nord ed al Mezzogiorno (che hanno registrato rispettivamente un calo di 8,4 punti percentuali e 8 punti percentuali).

La crescita registrata tra il 2019 ed il 2022 è stata, sia a livello nazionale che per macroregione, caratterizzata da importanti differenze settoriali. Da un lato, infatti, è interessante notare come il settore delle costruzioni sia quello che ha registrato ovunque la maggiore crescita negli anni in analisi, crescita compresa tra il 28% al Mezzogiorno ed il 21% al centro (media Italia 25%); dall'altro il settore dell'industria si mostra debole specialmente al Centro e nel Mezzogiorno, con una riduzione rispettivamente dell'1,5% e 2,1%. Rimane, invece, più dinamico il settore dei servizi, con una crescita al Nord e nel Mezzogiorno rispettivamente del 3,3% e 2,1%, a cui si accompagna una contrazione nel Centro (-0,2%).

Figura 49: PIL reale per macroregione, Italia - indice, 2019=100

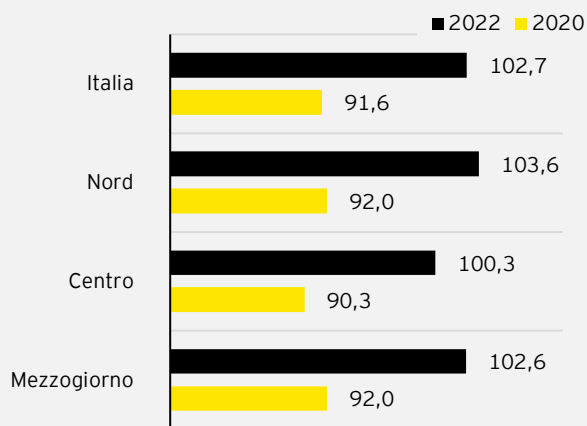
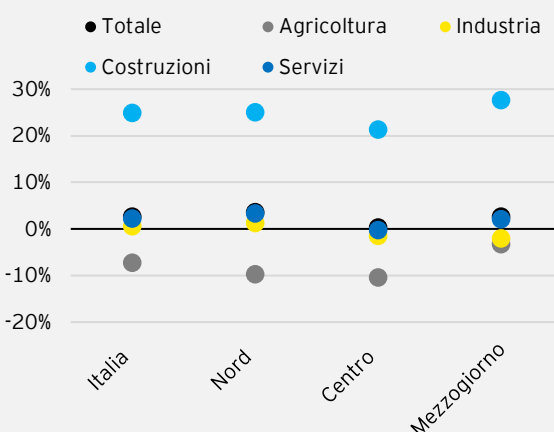


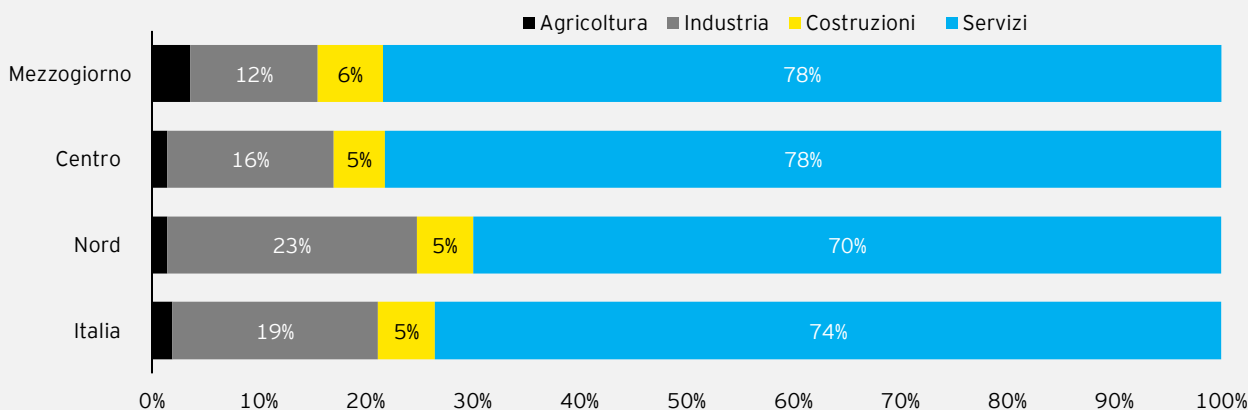
Figura 50: PIL reale per macroregione e per settore, Italia - var. % 2019-2022



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Agricoltura: Agricoltura, silvicoltura e pesca; Industria: Attività estrattiva, attività manifatturiere, fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata, fornitura di acqua, reti fognarie, attività di trattamento dei rifiuti e risanamento, Servizi: commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli, trasporto e magazzino, servizi di alloggio e di ristorazione, servizi di informazione e comunicazione, attività finanziarie e assicurative, attività immobiliari, attività professionali, scientifiche e tecniche, amministrazione e servizi di supporto, amministrazione pubblica e difesa, assicurazione sociale obbligatoria, istruzione, sanità e assistenza sociale, amministrazione pubblica e difesa, assicurazione sociale obbligatoria, istruzione, sanità e assistenza sociale, attività artistiche, di intrattenimento e divertimento, riparazione di beni per la casa e altri servizi.

Nell'interpretare la crescita del prodotto interno lordo a livello nazionale e delle macroregioni è importante considerare come il settore delle costruzioni rappresenta solo una piccola parte del totale dell'economia, mentre la parte preponderante è riferibile al settore dei servizi (compreso in un range tra il 70% e il 78% del totale). La maggiore quota di PIL complessivo attribuibile al settore dei servizi nelle regioni del Centro e del Mezzogiorno fa sì che, nel contesto attuale di manifattura debole e migliore performance del settore dei servizi, questo possa rappresentare un fattore positivo alla crescita economica nel breve-medio periodo. La maggiore presenza dell'industria al Nord rende l'economia di queste regioni più esposte alle dinamiche recenti (quali la debolezza dell'industria tedesca e gli elevati prezzi dell'energia).

Figura 51: Composizione del PIL per macroregione, Italia (2022)



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Per la definizione dei settori si rimanda alla nota precedente.

Un ulteriore fattore di differenziazione tra le economie delle macroregioni d'Italia negli ultimi trimestri è dato dall'andamento delle esportazioni. Dopo il forte rallentamento sperimentato a seguito della pandemia, l'export ha recuperato i livelli pre-COVID tra la fine del 2020 e i primi trimestri del 2021, per poi riaccelerare

nel 2022. Questa accelerazione si è poi smorzata per cominciare a segnare un leggero calo nelle regioni del Nord e del Centro, diversamente da quanto accaduto nel Mezzogiorno, dove il valore delle esportazioni continua a segnare un andamento migliore. È tuttavia da considerare che l'export delle regioni del mezzogiorno rappresenta circa l'11% delle esportazioni del paese, con il Nord che ne rappresenta circa il 70%.

Figura 52: Esportazioni per macroregioni, Italia - % sul totale

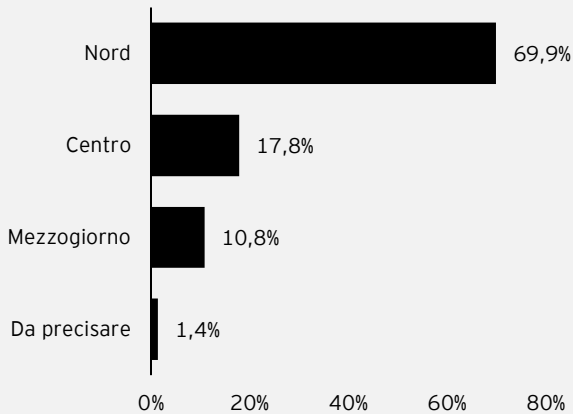
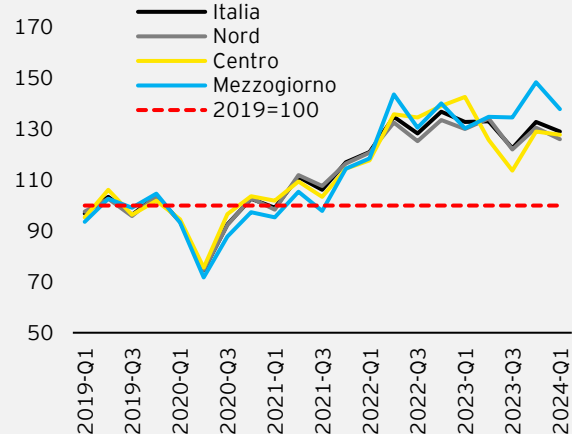


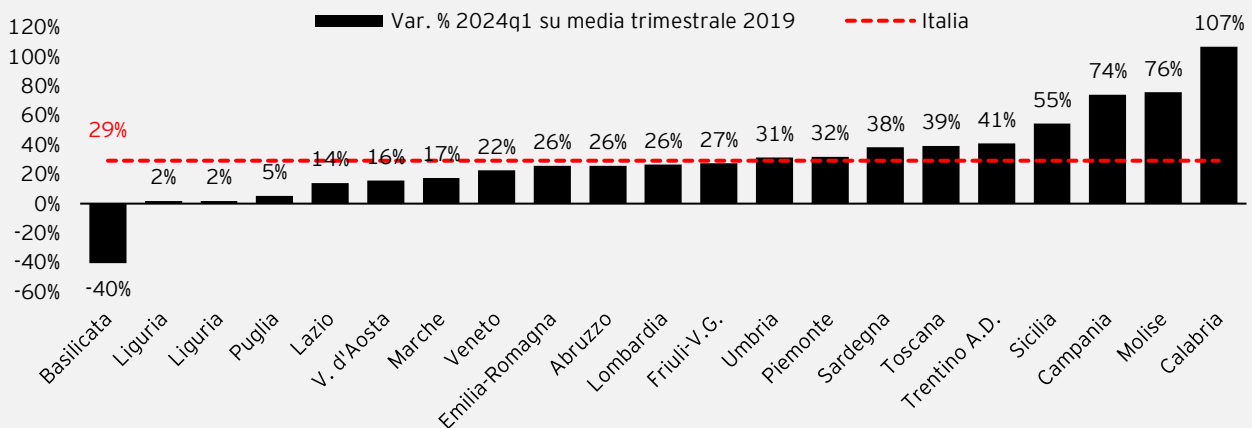
Figura 53: Esportazioni per macroregioni, Italia - indice, 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Scendendo ad un maggiore livello di dettaglio, si nota come le regioni del Mezzogiorno abbiano sperimentato, tra il 2019 ed il primo trimestre del 2024, una crescita più dinamica del valore delle esportazioni rispetto alle altre regioni del Centro e del Nord della penisola. Tra le regioni del Mezzogiorno appare particolarmente significativo il dato relativo alla Campania, prima regione per valore dell'export nel Mezzogiorno (circa 5,38 miliardi di euro nel primo trimestre del 2024) che ha registrato, nel periodo di analisi, una crescita del 74%.

Figura 54: Variazione delle esportazioni - var. % al primo trimestre 2024 rispetto alla media trimestrale 2019



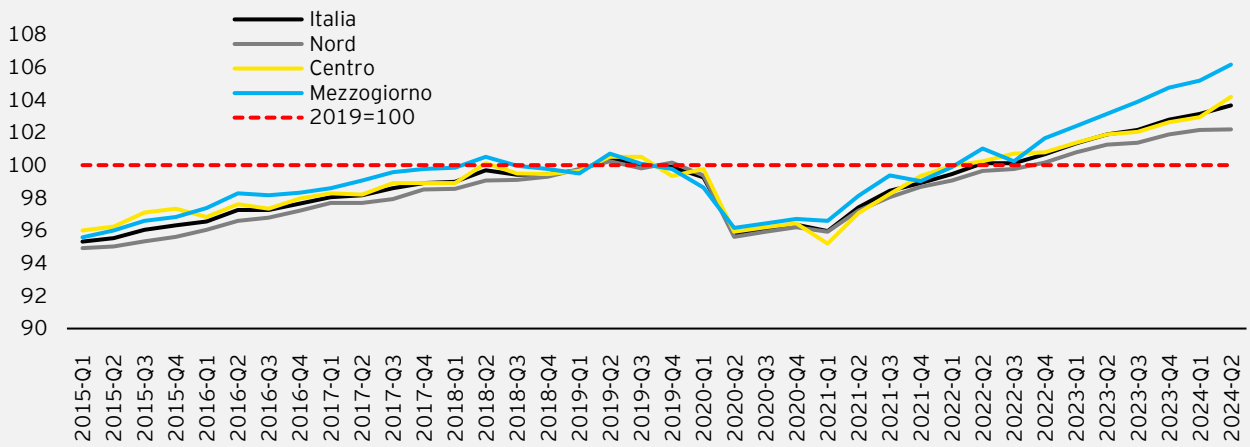
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

In riferimento al mercato del lavoro, il Mezzogiorno mostra una crescita più dinamica rispetto al Nord ed al Centro, con circa il 6% in più degli occupati rispetto ai valori medi del 2019 (contro il 4% circa del Centro e circa il 2% delle regioni del Nord). A trainare la crescita del numero di occupati tra il 2019 ed il 2022 è



stato principalmente il settore delle costruzioni, grazie alla forte espansione registrata dal settore, mentre la manifattura ed i servizi hanno contribuito, nel periodo in analisi, ad una contrazione dell'occupazione.

Figura 55: Occupati per macroregione, Italia - indice, 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Se le regioni del Mezzogiorno presentano una crescita del numero di occupati maggiore rispetto alle altre regioni, rimane comunque importante considerare la presenza di un tasso di disoccupazione quasi doppio rispetto alla media italiana (12,8% nel secondo trimestre del 2024 contro il 6,8%) e molto maggiore rispetto a quello delle regioni del Centro (5,6%) e del Nord (3,9%). La dinamica però rimane positiva, con una riduzione del tasso di disoccupazione nel Mezzogiorno di circa 5 punti percentuali rispetto alla media dei valori al 2019 per il Mezzogiorno stesso.

La produttività del lavoro per ora lavorata rimane un fattore discriminante a svantaggio del Mezzogiorno, mostrando dei valori sostanzialmente sempre inferiori alla media italiana, con l'unica eccezione del settore dell'amministrazione pubblica e della difesa. Il gap tra le regioni del Mezzogiorno ed il resto dell'Italia si configura come un gap strutturale non in via di riduzione.

Figura 56: Produttività per ora lavorata (€/ora lavorata)

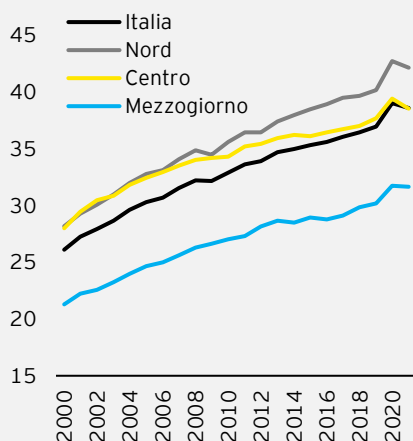


Figura 57: Produttività per ora lavorata per macrosettori, Italia - 2021

	Italia	Nord	Centro	Mezzog.
Prod. veg. e animali	14.5	17.9	15.5	11.8
Pesca e acquicoltura	14.7	15.8	18.8	13.3
Industria	46.3	49.9	43.6	35.2
Costruzioni	27.1	29.6	26.3	23.3
Com., trasp., allog., ICT	32.5	35.9	33.4	25.6
Attività fin. e professionali	65.5	68.0	64.1	60.6
Amm. pub. e difesa	31.3	30.3	31.4	32.7

Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Nonostante il divario descritto, il Mezzogiorno è però in grado di attrarre imprese innovative ed ospitare centri di eccellenza dell'economia italiana. Si pensi a questo proposito che a fine 2023 le start-up e PMI innovative nel Mezzogiorno erano circa il 28% (circa 4.500 imprese) del totale di quelle in Italia, contro il

50% del Nord (circa 8.000 imprese). Se in termini numerici quindi il Mezzogiorno non può considerarsi prima regione per numero di start-up ed imprese innovative, rapportando il numero di queste organizzazioni sul numero di occupati per macroregione e per valore aggiunto, le regioni del Mezzogiorno ricoprono un ruolo di primo piano.<sup>75</sup>

Figura 58: Percentuale Startup e PMI innovative sul totale del territorio

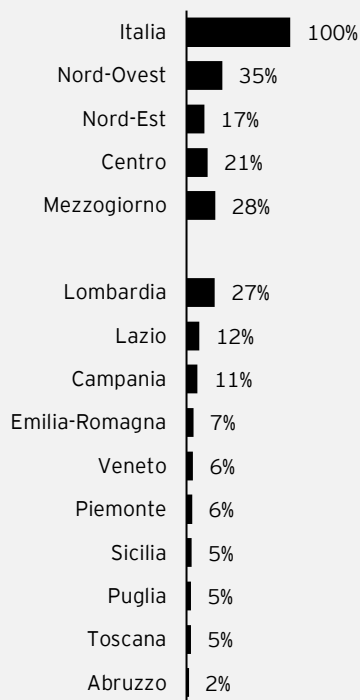


Figura 59: Startup e PMI innovative per 1000 addetti nelle imprese attive (2022)

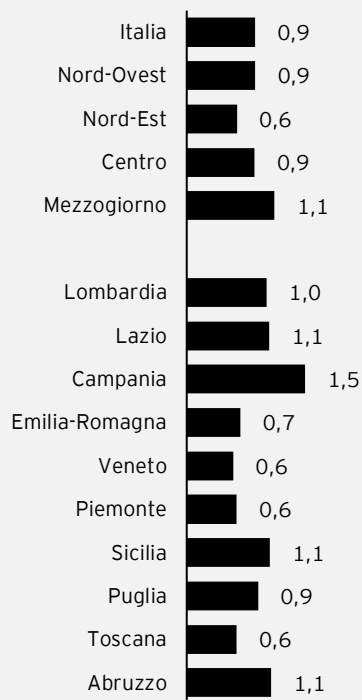
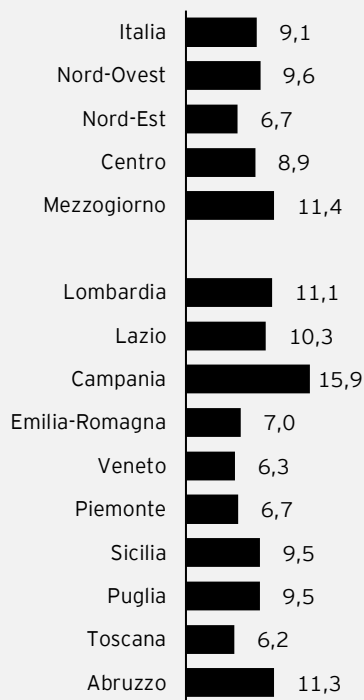


Figura 60: Startup e PMI innovative per miliardo di VA della regione (2022)



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT, iCribis.

La capacità del Mezzogiorno di attrarre startup ed imprese innovative è il riflesso di un territorio che ospita distretti di eccellenza sul territorio nazionale. Si faccia ad esempio riferimento alla Campania, che ospita un importante distretto aerospaziale (DAC - Distretto Aerospaziale della Campania) e farmaceutico; alla Puglia, con poli di eccellenza nella meccatronica e nella fisica; alla Sicilia, con gli importanti poli ICT e farmaceutico di Catania, l'Etna Valley per la ricerca e l'innovazione, ed i diversi distretti alimentari industriali.

In conclusione, quindi, è possibile affermare che un'analisi più dettagliata e puntuale dell'economia italiana permette di individuare delle diversità tra macroregioni, alcune delle quali più note (minore produttività del lavoro, minore presenza dell'industria) ed altre meno evidenti (quale il ruolo del Mezzogiorno nel panorama delle imprese innovative o la reazione positiva alla crisi pandemica in termini di crescita complessiva ed andamento del mercato del lavoro).

<sup>75</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.contenuti.icribis.com/osservatorio/2024/startup-innovative-2023>.

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

Il secondo trimestre del 2024 ha registrato una crescita congiunturale dello 0,2%, che si riflette in una crescita tendenziale (rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) dello 0,9%. La crescita congiunturale è stata trainata principalmente da fattori di domanda interna: abbiamo assistito infatti ad una crescita di simile portata (0,2%) dei consumi delle famiglie e una crescita degli investimenti (0,3), mentre si è registrata una riduzione delle esportazioni (-1,5%) non controbilanciata da una riduzione sufficiente delle importazioni (-0,6%).

I consumi privati hanno sperimentato una crescita limitata, ma rimane in ogni caso in territorio positivo. Il rallentamento è dovuto principalmente a tassi di interesse ancora elevati, e ad una riduzione/bassa liquidità dell'"extra-risparmio" generato durante il periodo della pandemia, che ha sostenuto in parte i consumi nei trimestri precedenti.

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

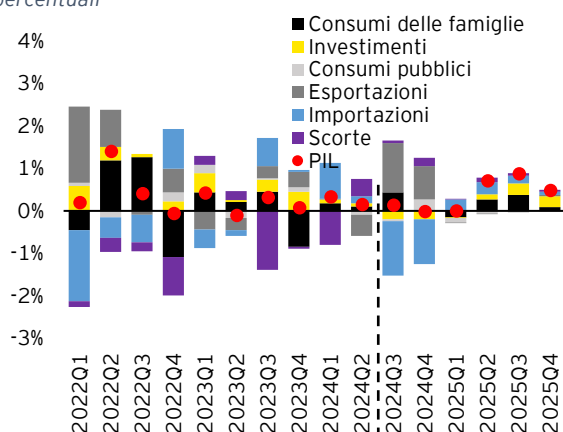
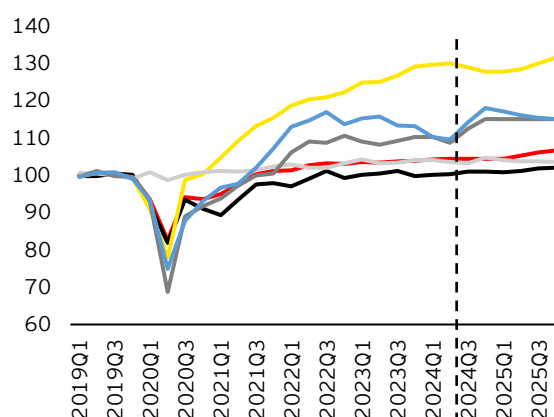


Figura 62: Componenti del PIL, Italia - indice, media trimestrale 2019 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat e previsioni EY. Le previsioni EY cominciano dal terzo trimestre 2024. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

La dinamica dei consumi si riflette anche nell'andamento delle importazioni, che si riducono portando un contributo positivo alla crescita del PIL. Guardando agli investimenti, gli elevati tassi di interesse e l'incertezza generale continuano a pesare sulla loro dinamica, che in ogni caso rimane anch'essa positiva. L'attenuarsi degli effetti delle politiche di incentivi, in particolare nel settore delle costruzioni, contribuisce al rallentamento.

Sulla base delle informazioni riportate nelle sezioni precedenti e degli ultimi dati disponibili, è possibile delineare le prospettive di EY per l'economia italiana. Dopo la crescita registrata nel secondo trimestre 2024, ci si attende una crescita del PIL nel terzo trimestre del 2024 dello 0,1%, seguita poi da una stasi nell'ultimo trimestre del 2024 (0,0%). L'anno in corso è quindi atteso chiudersi con una crescita complessiva dello 0,7%, a cui farà seguito una crescita più dinamica nel 2025 (1,2%).

Si stima che la performance del 2024 sarà legata ad un andamento sottotono dei consumi (0,2%) e dal traino degli investimenti (2,1% nel 2024), a cui si aggiunge un contributo positivo importante delle esportazioni nette (circa 1,1 punti percentuali). Il 2025 sarà invece caratterizzato da una accelerazione dei consumi (0,9%) e da una frenata degli investimenti (0,3%), principalmente a causa della riduzione sempre più marcata degli effetti positivi degli incentivi fiscali (ad esempio, "Superbonus 110%").

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>PIL, var. %</b>	-9,0%	8,3%	4,0%	0,9%	0,7%	1,2%
<b>Consumi delle famiglie, var. %</b>	-10,4%	5,5%	4,9%	1,2%	0,2%	0,9%
<b>Investimenti, var. %</b>	-8,0%	20,3%	8,9%	4,9%	2,1%	0,3%
<b>Esportazioni, var. %</b>	-14,3%	14,1%	11,0%	0,5%	2,3%	3,0%
<b>Importazioni, var. %</b>	-12,7%	15,6%	13,5%	-0,2%	-1,2%	2,6%
<b>Tasso di disoccupazione</b>	9,3%	9,5%	8,1%	7,7%	6,9%	6,8%
<b>Indice dei prezzi al consumo, var. %</b>	-0,1%	1,9%	8,2%	5,6%	1,3%	1,9%
<b>Deficit, % del PIL</b>	-9,3%	-8,7%	-8,3%	-7,2%	-3,8%	-2,5%
<b>Debito pubblico, % del PIL</b>	155,1%	147,3%	140,5%	137,1%	138,0%	136,1%

Fonte: previsioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM". L'area in grigio rappresenta l'orizzonte di previsione. Le variazioni del PIL e delle sue componenti sono calcolati sui valori espressi in termini reali. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

Il mercato del lavoro si presenta in salute, e mostra un tasso di disoccupazione nei due anni di analisi in riduzione verso valori al di sotto del 7%. In miglioramento anche le stime riguardanti l'inflazione, che si prevede ridursi dal 5,6% del 2023 all'1,3% nel 2024 per poi riaccelerare leggermente all'1,9% nel 2025.

Il deficit pubblico è atteso al 3,8% nel 2024 e 2,5% nel 2025, mentre il rapporto del debito pubblico sul PIL si ridurrà leggermente grazie alla crescita del PIL nominale, attestandosi intorno al 136,1% nel 2025. Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento, sia al ribasso che al rialzo.

Scendendo nel dettaglio degli investimenti, ai tassi di interesse elevati si aggiunge, come sopra ricordato, anche la riduzione dell'effetto positivo degli incentivi, con conseguente effetto negativo sugli investimenti privati. Nello specifico, nel 2024 e 2025 gli investimenti privati in abitazioni sono previsti registrare una debole crescita seguita poi da una forte contrazione (0,4% e -12,9% rispettivamente); dinamiche diverse per gli investimenti in fabbricati e strutture non residenziali (rispettivamente 8,0% e 4,3%) e per i macchinari (-0,5% nel 2024 e ripresa nel 2025, con un tasso di crescita del 5,1%). Un diverso *trend* invece si registra per gli investimenti in beni intangibili, che rappresentano sempre più un elemento chiave e distintivo delle imprese per mantenere la loro competitività sul mercato. Tali investimenti (che includono ad esempio investimenti in ricerca e sviluppo e software) continuano infatti a crescere, anche se l'ammontare complessivo rimane ancora piccolo rispetto al totale degli investimenti e quindi il loro "effetto traino" è nel complesso ancora poco rilevante, benché il loro apporto sia fondamentale per il sistema economico (ad esempio in riferimento alla produttività).<sup>76</sup> In uno scenario di investimenti privati in contrazione nel 2025, gli investimenti pubblici, previsti crescere del 7,9% nel 2025, rappresentano quindi il vero motore degli investimenti nazionali.

A questo proposito è quindi importante sottolineare il ruolo del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) per la crescita non solo nel medio-lungo periodo, grazie ad un innalzamento della crescita potenziale in parte dovuto al complesso programma di riforme parte del Piano, ma anche nel breve periodo, rappresentando un elemento importante propulsivo in un contesto di investimenti privati frenati dagli elevati tassi di interesse.

<sup>76</sup> Greco, R. (2023). A structural analysis of productivity in Italy: a cross-industry, cross-country perspective. *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Paper, Number 825, December 2023.

Le previsioni appena descritte assumono, infatti, l'effettiva implementazione delle riforme e dei progetti del PNRR secondo le informazioni disponibili nella relazione della Corte dei Conti sullo stato di attuazione del PNRR di maggio 2024.<sup>77</sup> La relazione semestrale sullo stato di attuazione del PNRR di luglio 2024 mostra una spesa complessiva tra il 2020 ed il primo semestre del 2024 di circa 51,4 miliardi<sup>78</sup> su circa 90 pianificati nel cronoprogramma mostrato dal documento. Sulla base di questa informazione, è possibile assumere che la differenza tra quanto speso effettivamente e quanto pianificato entro la fine del 2024 venga utilizzato nei semestri successivi (dal secondo semestre del 2024 al secondo semestre 2026).

Tenuto conto del contesto appena descritto sono state effettuate delle stime econometriche su due scenari alternativi, per identificare le potenziali ripercussioni sulla crescita di una parziale implementazione del piano nei prossimi anni. Nello specifico, l'esercizio di analisi degli impatti del PNRR sulla crescita nei possibili scenari di implementazione è stato svolto nel seguente modo:

1. Partendo dalla spesa effettiva sostenuta quantificata nella relazione semestrale sull'attuazione del PNRR di luglio 2024 (51,4 miliardi di euro) è stato calcolato il differenziale da spendere (circa 38,5 miliardi di euro) per essere in linea, a fine 2024, con il piano di spesa mostrato nella relazione sull'attuazione del PNRR della Corte dei Conti di maggio 2024 (circa 90 miliardi di euro).
2. Il differenziale così calcolato è stato suddiviso equamente nei cinque semestri rimanenti (dal secondo semestre del 2024 al secondo semestre del 2026). A questo si aggiunge, per il 2025 ed il 2026, gli investimenti secondo piano di spesa mostrati dalla relazione della Corte dei Conti.
3. I valori così stimati sono stati poi suddivisi per categorie di spesa, tenuto conto delle quote delle diverse finalità del budget da allocare descritte nella Quarta Relazione.<sup>79</sup> Nello specifico si assume la seguente distribuzione delle risorse: per acquisto di beni e servizi il 33% della spesa totale; per investimenti pubblici il 46%; per prestazioni sociali l'1%; per concessioni di incentivi ad unità produttive il 19%; e per altre finalità di spesa l'1%.
4. Si è assunto un ritardo nella spesa effettiva degli investimenti pubblici ("*time to spend*"), considerati i necessari adempimenti burocratici, di circa quattro trimestri, in linea con quanto assunto in un lavoro della Commissione Europea (Pfeiffer et al., 2021).<sup>80</sup>
5. Allo scenario incorporato nelle previsioni sopra riportate, di piena implementazione del piano (scenario *baseline*), si affiancano due ulteriori scenari in cui si assume un'implementazione parziale del PNRR. Nello specifico:
  - a. Scenario 1: implementazione del piano al 70% delle risorse stimate per il 2024 e 90% al 2025;
  - b. Scenario 2: implementazione del piano al 50% delle risorse stimate per il 2024 e 70% al 2025.

<sup>77</sup> Relazione sullo stato di attuazione del Piano di Ripresa e Resilienza (PNRR), maggio 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.corteconti.it/Download?id=7c438424-a7db-4a5f-99a0-3e55c2875447>.

<sup>78</sup> Quinta relazione sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Per maggiori informazioni, <https://www.italiadomani.gov.it/content/sogei-ng/it/it/strumenti/documenti/archivio-documenti/quinta-relazione-al-parlamento-sullo-stato-di-attuazione-del-pia.html>.

<sup>79</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.italiadomani.gov.it/content/sogei-ng/it/it/strumenti/documenti/archivio-documenti/quarta-relazione-al-parlamento-sullo-stato-di-attuazione-del-pia.html>.

<sup>80</sup> Pfeiffer, P., & Varga, J. (2021). Quantifying spillovers of next generation EU investment (No. 144). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission. Questo lavoro fa a sua volta riferimento a Leeper, E.M., T.B. Walker, and S-C.S. Yang, 2010, Government Investment and Fiscal Stimulus, *Journal of Monetary Economics*, 57, 1000-12.



Figura 63: PIL reale e scostamento della crescita nei due scenari rispetto alla baseline, Italia (milioni di € e punti percentuali)

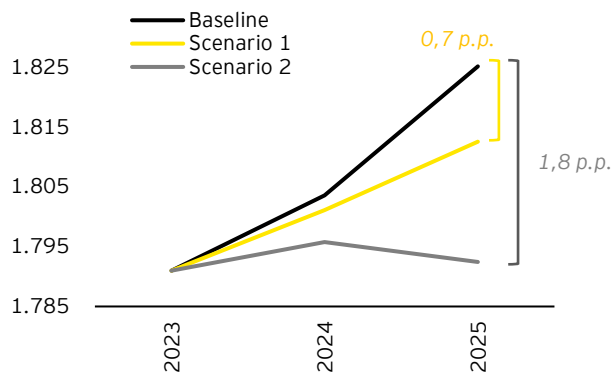


Tabella 64: Crescita del PIL reale negli scenari di simulazione, Italia - var. %

	2024	2025
Baseline	0,7%	1,2%
Scenario 1	0,6%	0,6%
Scenario 2	0,3%	-0,2%

Fonte: Elaborazioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM". Le percentuali rappresentano lo scostamento nei due scenari rispetto allo scenario baseline (0,7% nello Scenario 1; 1,8% nello Scenario 2).

Tenendo in considerazione questi due scenari, si stima che nello Scenario 1 (implementazione del piano al 70% della stima delle risorse programmate per il 2024 e 90% al 2025), il PIL registrerebbe una crescita dello 0,6% nel 2024 e nel 2025. Ciò si tradurrebbe in una crescita cumulata al 2025 minore di 0,7 punti percentuali rispetto alla baseline.

Nello Scenario 2 (implementazione del piano al 50% per il 2024 e 70% per il 2025), l'economia italiana sperimenterebbe una crescita dello 0,3% nel 2024 ed una successiva contrazione del -0,2% nel 2025. Ciò si tradurrebbe in una crescita cumulata al 2025 minore di 1,8 punti percentuali rispetto alla baseline. Come già accennato, quindi, le risorse del PNRR rappresentano una leva importante della crescita del PIL italiano nel 2024 e nel 2025, in un contesto di elevati tassi di interesse che scoraggiano consumi ed investimenti privati. L'elemento cruciale è che tali risorse vengano spese in maniera produttiva anche per stimolare la crescita anche nel medio-lungo periodo.



# Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni sono formulate con i dati disponibili al 16 settembre 2024.

Le previsioni sopra descritte si basano su una serie di assunzioni che delineano lo scenario di riferimento. Nello specifico si considerano le seguenti ipotesi:

- ▶ **Domanda estera di beni italiani:** si ipotizza una ripresa nel 2024 della domanda estera di beni italiani, con una ulteriore accelerazione nel 2025 fino ad una crescita superiore al 3%;
- ▶ **Gas naturale:** si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti ad un valore appena inferiore ai 10,0 \$/mmbtu entro la fine del 2024, e intorno agli 10,5 \$/mmbtu entro la fine del 2025;
- ▶ **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio intorno agli 84\$ al barile alla fine del 2024,<sup>81</sup> e che scenda progressivamente nel 2025 fino a circa 79,5\$ al barile;
- ▶ **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,09;
- ▶ **Spesa pubblica:** si considerano come punto di partenza le proiezioni contenute nell'ultima Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze,<sup>82</sup> modificate tenuto conto delle nostre stime relative all'allocazione delle risorse del PNRR;
- ▶ **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza un percorso di riduzione dei tassi di interesse che porterà, entro la fine del 2024, una riduzione di 0,25 punti percentuali dei tassi di riferimento, ed una ulteriore riduzione di 0,75 punti nel 2025. Ci si attende inoltre che il tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) segua un andamento simile, ma mostrando un differenziale in progressiva crescita con il tasso a breve termine.

Infine, considerando lo scenario attuale e la fortissima incertezza, di seguito vengono elencati alcuni rischi al ribasso e al rialzo a supporto di una visione più completa di ciò che potrebbe accadere in futuro.

## Rischi al rialzo

- ▶ **Riduzione delle tensioni geopolitiche:** le tensioni relative ai conflitti attualmente in corso, e nello specifico quello russo-ucraino ed israelo-palestinese, potrebbero ridursi nel breve/medio termine, riducendo di conseguenza l'instabilità nel quadro macroeconomico, con potenziali ripercussioni positive sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ **Mercato del lavoro:** minore pressione della componente salariale sul livello dei prezzi, riducendo il rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- ▶ **Politica monetaria:** accelerazione dell'allentamento di politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea e minore pressione sulla domanda interna;
- ▶ **Riadattamento delle catene di fornitura:** un riadattamento più veloce delle catene del valore a livello europeo e globale comporterebbe una minore pressione lungo le stesse, portando con sé una maggiore sicurezza di approvvigionamento e del commercio mondiale;

<sup>81</sup> Si fa riferimento al prezzo del Brent.

<sup>82</sup> Documento di economia e finanza, Nota di aggiornamento, 2023.

- ▶ Accelerazione della domanda estera: maggiore crescita economica per partner commerciali importanti quali Cina e Stati Uniti, che si tradurrebbe in un contributo maggiore del commercio estero alla crescita italiana;
- ▶ Nuova legislatura europea: le scelte di policy della nuova legislatura europea potrebbe supportare la crescita dei paesi dell'Unione Europea tramite interventi specifici, a beneficio delle diverse economie.

## Rischi al ribasso

- ▶ Aumento delle tensioni geopolitiche: il conflitto Russia-Ucraina potrebbe non trovare soluzione nel breve/medio periodo, perpetuando la precarietà geopolitica. A questo si potrebbe aggiungere un aggravarsi della questione israelo-palestinese, che, in caso di coinvolgimento di altri paesi, avrebbe ripercussioni umanitarie ed economiche ancora più significative, con potenziali conseguenze negative sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ Impatto più forte del previsto sull'economia reale della politica monetaria restrittiva: la BCE e le altre banche centrali mondiali potrebbero mantenere una politica monetaria restrittiva per più tempo del previsto, in caso di inflazione persistente nelle diverse economie. Questo può tradursi in un rischio di bassa crescita prolungata, dovuto a minori consumi e investimenti scoraggiati dagli alti tassi di interesse;
- ▶ Stress nel sistema finanziario: gli alti tassi di interesse 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 agli attuali alti tassi di interesse, pone nuove sfide alla sua sostenibilità nelle economie dell'Eurozona, specialmente in quelle più indebitate come l'Italia. Questo potrebbe tradursi, in ultima istanza, in maggiori rischi di stress nei mercati finanziari;
- ▶ PNRR: il mancato raggiungimento completo degli obiettivi del PNRR e la sua parziale attuazione potrebbe rallentare il ritmo di crescita degli investimenti, e quindi dell'economia italiana nel suo complesso; il tema potrebbe avere anche delle ripercussioni sul PIL potenziale e quindi sulle prospettive di crescita a medio-lungo periodo;
- ▶ Economie emergenti: l'elevato livello dei tassi di interesse a livello mondiale può avere un impatto sulle economie emergenti tramite diversi canali (deprezzamento delle valute dei paesi emergenti, con conseguente potenziale aumento dei tassi di interesse per evitare un eccessivo deprezzamento, maggiore fragilità finanziaria);
- ▶ Canali di trasmissione di politica monetaria: alcuni fattori strutturali quali la presenza di una percentuale elevata di famiglie indebitate a tasso fisso, o di un'economia dove il settore dei servizi risulta preponderante, possono ostacolare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, richiedendo così più tempo per esplicare i propri effetti;<sup>83</sup>
- ▶ Maggiori sofferenze nel settore immobiliare: il mantenimento dei tassi di interesse ad un livello elevato può aggiungere ulteriore pressione sul mercato immobiliare, scoraggiando gli acquisti di abitazioni ed immobili;
- ▶ Crescita meno sostenuta per Cina e Stati Uniti: una crescita meno sostenuta di Cina e Stati Uniti potrebbe risultare in una crescita della domanda estera di beni italiani ridotta;
- ▶ Elezioni negli Stati Uniti: le elezioni di novembre 2024 negli Stati Uniti aumentano l'incertezza circa i potenziali svolgimenti e attese future sulle principali questioni geopolitiche;
- ▶ Nuova legislatura europea: la nuova legislatura europea potrebbe incontrare delle difficoltà nell'implementazione della propria agenda politica, con potenziali effetti negativi sulle economie dei paesi dell'Unione Europea.

<sup>83</sup> ECB, the risks of a stubborn inflation, giugno 2023, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230619\\_1-2c0bdf2422.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230619_1-2c0bdf2422.en.html).

# Appendice tecnica

## HEY-MOM: Hybrid EY MOdel for the Macroeconomy<sup>84</sup>

La realizzazione di un nuovo modello macro-econometrico ha richiesto l'ottimizzazione di un inevitabile trade-off fra costruire un modello che enfatizzi l'informazione dei dati (come i modelli ARIMA e VAR, che non fanno uso alcuno della teoria economica) o un modello attento alle sole fondamenta su cui si basano le sue relazioni (nel caso estremo, i modelli RBC-DSGE calibrati che non pongono attenzione ai dati delle loro variabili).<sup>85</sup> Questo trade-off è stato sottolineato più volte in letteratura, si vedano ad esempio le riflessioni in Granger (1999) e Pagan (2003).

Nella costruzione di HEY-MOM si è cercato di non trascurare nessuno dei due ingredienti di cui sopra (teoria economica e dati), nel tentativo di produrre un modello ibrido con un attento bilanciamento nella specificazione di relazioni (a) basate su comportamenti economici microfondati e al contempo (b) attente nella applicazione di rigorose tecniche di valutazione dell'informazione statistica. Un esempio di modello ibrido è costituito da MARTIN, il modello attualmente in uso presso la Banca Centrale Australiana (cfr Cusbert e Kendall, 2018).

In estrema sintesi, il ruolo di HEY-MOM è quello di unificare la struttura analitica della macroeconomia in EY. Per far questo, il modello si riferisce ai principali aggregati dell'economia italiana, fondato su dati empirici, di natura non-monetaria, con relazioni esplicite di lungo periodo fra le variabili che studia, e orientato prevalentemente alla definizione di previsioni di breve periodo (su un orizzonte di due anni).

## Le fondamenta economiche

La rigidità nel movimento dei prezzi e dei salari implica una rigidità nella velocità con cui i sistemi macroeconomici si aggiustano a seguito di shock inattesi. Quindi, da un lato nel modello la domanda di mercato guida le fluttuazioni di breve periodo, come delineato dalle teorie Keynesiane, mentre nel lungo periodo le determinanti di offerta guidano lo stato dell'economia.

L'output di lungo periodo (il potenziale dell'economia) dipende dall'effetto congiunto di trend nella produttività totale dei fattori, nell'offerta e durata in ore del lavoro e, infine, dallo stock di capitale. Questi fattori sono combinati da una tecnologia di tipo "Cobb-Douglas" con rendimenti di scala costanti. La domanda di fattori produttivi è quella che minimizza il costo dato un livello di output programmato nel contesto di una economia in cui valgono forme di competizione oligopolistica, in cui le imprese sono libere di fissare i prezzi sulla base di un margine sul costo del lavoro e, a quei prezzi, sono disposte a fronteggiare collettivamente qualsiasi livello di domanda di mercato. I salari sono definiti sulla base di una "curva di Phillips" guidata da inerzia del tasso di inflazione, produttività del lavoro, e dalla distanza fra tasso di disoccupazione effettiva e naturale (definito dallo stato di lungo periodo del mercato del lavoro). L'output effettivo è composto dalle seguenti voci di domanda interna e estera: consumi privati (delle famiglie) e pubblici; investimenti privati e pubblici per tipo di bene (fabbricati residenziali e non, macchinari e impianti, e spese in ricerca e sviluppo); importazioni ed esportazioni.

In ogni periodo, il gap fra prodotto effettivo e potenziale retroagisce sui prezzi (attraverso le variazioni dei margini) che, a loro volta, interagiscono con le componenti di domanda. In questo modo viene raggiunto l'equilibrio fra domanda e offerta.

<sup>84</sup> Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

<sup>85</sup> "ARIMA" sta per "Autoregressive integrated moving average", "VAR" per "Vector autoregression", "RBC-DSGE" per "Real Business Cycle - Dynamic Stochastic General Equilibrium".

## Le tecniche di valutazione dei dati

La velocità con cui le dinamiche economiche sopra delineate evolvono nel tempo viene stimata con metodi econometrici basati sulle serie storiche effettive delle variabili di interesse del modello.

A questo scopo, il modello utilizza una combinazione degli approcci della London School of Economics e della rivisitazione di Fair (2004) dell'approccio della Cowles Commission di Yale. La sintesi realizzata in HEY-MOM utilizza metodi di cointegrazione (Engle e Granger, 1987, e Johansen, 1995) per stimare relazioni di lungo periodo fra variabili non stazionarie (Dickey e Fuller, 1979), interpretabili alla luce della teoria economica e identificate da relazioni di stato i cui parametri sono stimati sulla base di modelli a correzione dell'errore (Hendry et al., 1984, e Pesaran et al., 2001). In assenza di esogeneità di alcune variabili esplicative del modello, le relazioni sono prima ispezionate seguendo l'approccio di stima delle variabili strumentali, e poi stimate definitivamente a tre stadi (Hsiao, 1997).

Il risultato complessivo è un modello composto di 74 equazioni, delle quali 29 stocastiche e 45 identità contabili. Le previsioni e le analisi svolte sono condizionali alla delineazione di scenari per 65 variabili esogene classificabili in: strumenti di politica fiscale e monetaria, blocco estero, e indicatori congiunturali.

## Riferimenti bibliografici

- ▶ Cusbert, T. e E. Kendall (2018), "Meet MARTIN, the RBA's New Macroeconomic Model", Reserve Bank of Australia Bulletin, March.
- ▶ Dickey, D. A. e W. A. Fuller (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Journal of the American Statistical Association, Vol. 74, pp. 427-431.
- ▶ Engle, R. F. e C. W. J. Granger (1987), "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing", Econometrica, Vol. 55, pp. 251-276.
- ▶ Fair R. C. (2004), Estimating How the Macroeconomy Works, Harvard University Press.
- ▶ Granger, C.W.J. (1999), Empirical Modeling in Economics: Specification and Evaluation, Cambridge University Press.
- ▶ Hendry, D. F., A. R. Pagan e J. D. Sargan (1984), "Dynamic specification", in Z. Griliches e M. D. Intriligator (ed.), Handbook of Econometrics, Vol. II, North Holland.
- ▶ Hsiao, C. (1997) "Cointegration and dynamic simultaneous model", Econometrica, Vol. 65, No. 3, pp. 647-670.
- ▶ Johansen, S. (1995), Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models, Oxford University Press.
- ▶ Pagan, A. R. (2003), "Report on modelling and forecasting at the Bank of England", Quarterly Bulletin, Bank of England, Spring.
- ▶ Pesaran, M.H., Y. Shin and R. J. Smith (2001), "Bounds approaches to the analysis of level relationships", Journal of Applied Econometrics, Vol. 16, pp. 289-326.



## EY | Building a better working world

EY esiste per costruire un mondo del lavoro migliore, aiutare a creare valore nel lungo termine per i clienti, le persone e la società, e costruire fiducia nei mercati finanziari.

Supportati dall'uso di dati e tecnologia, i team di EY in oltre 150 Paesi creano fiducia attraverso servizi di revisione e aiutano i clienti a crescere, trasformarsi e portare avanti il business.

Operando nel campo della revisione, consulenza, assistenza fiscale e legale, strategia e transaction i professionisti di EY si pongono le migliori domande per trovare risposte innovative alle complesse sfide che il mondo si trova oggi ad affrontare.

"EY" indica l'organizzazione globale di cui fanno parte le Member Firm di Ernst & Young Global Limited, ciascuna delle quali è un'entità legale autonoma. Ernst & Young Global Limited, una "Private Company Limited by Guarantee" di diritto inglese, non presta servizi ai clienti. Maggiori informazioni su raccolta e utilizzo dei dati da parte di EY e sui diritti individuali che ricadono sotto la legislazione sulla protezione dei dati sono disponibili su [ey.com/IT/privacy](https://ey.com/IT/privacy). Le Member Firm di EY non prestano servizi legali dove non è consentito dalle normative locali. Per maggiori informazioni sulla nostra organizzazione visita [ey.com](https://ey.com).

© 2024 EY Advisory S.p.A.  
All Rights Reserved.

ED None

Questa pubblicazione contiene informazioni di sintesi ed è pertanto esclusivamente intesa a scopo orientativo; non intende essere sostitutiva di un approfondimento dettagliato o di una valutazione professionale. EYGM Limited o le altre member firm dell'organizzazione globale EY non assumono alcuna responsabilità per le perdite causate a chiunque in conseguenza di azioni od omissioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente pubblicazione. Per qualsiasi questione di carattere specifico, è opportuno consultarsi con un professionista competente della materia.

[ey.com/IT](https://ey.com/IT)

# Contatti

## **Mario Rocco**

*Partner, Valuation, Modelling and Economics Leader, EY*  
[mario.rocco@it.ey.com](mailto:mario.rocco@it.ey.com)

## **Alberto Caruso**

*Senior Manager, EY*  
[alberto.caruso@it.ey.com](mailto:alberto.caruso@it.ey.com)

## **Luca Butiniello**

*Senior Analyst, EY*  
[luca.butiniello@it.ey.com](mailto:luca.butiniello@it.ey.com)