

## Sommario\*

*L'incertezza sulle prospettive dell'economia mondiale si sta ampliando, in conseguenza di una molteplicità di fattori: le forti tensioni sui mercati delle materie prime, alimentate dal conflitto tra Russia e Ucraina; la politica zero COVID cinese, che rallenta le catene globali degli approvvigionamenti; la nuova ondata pandemica, sebbene meno invasiva delle precedenti, ma comunque di freno per l'economia. I mercati delle materie prime oscillano tra i timori di razionamento dell'offerta e le attese di riduzione della domanda; l'inflazione è molto alta e le banche centrali stanno normalizzando le politiche monetarie, rendendole meno accomodanti, per mantenere ancorate le aspettative. Nei primi due trimestri dell'anno gli Stati Uniti hanno registrato una recessione tecnica e il Fondo monetario internazionale (FMI) ha recentemente rivisto al ribasso le previsioni di crescita mondiale, al 3,2 per cento per quest'anno e al 2,9 nel prossimo.*

*Dopo la battuta d'arresto del primo trimestre, l'economia italiana ha rapidamente ripreso a crescere in primavera, anche grazie alla progressiva eliminazione delle restrizioni per il contrasto alla pandemia. I dati preliminari sul PIL, diffusi dall'Istat la settimana scorsa, delineano un incremento dell'attività economica nel secondo trimestre dell'1,0 per cento, ascrivibile alla dinamica di tutti i principali settori produttivi, con l'eccezione dell'agricoltura. L'occupazione ha continuato a espandersi, le pressioni salariali restano moderate, ma aumentano i posti di lavoro vacanti. L'inflazione ha raggiunto i valori massimi delle ultime tre decadi, sta aumentando anche la componente di fondo e il clima di fiducia delle famiglie sta peggiorando. In base agli indicatori congiunturali prospettici l'attività economica s'indebolirebbe nella seconda metà dell'anno.*

*Secondo le stime dell'UPB il PIL dell'Italia nel 2022 aumenterebbe del 3,2 per cento, poco al di sopra di quanto già stimato in primavera in occasione dell'esercizio di validazione del Documento di economia e finanza (DEF) 2022; il prossimo anno la crescita economica sfiorerebbe l'1,0 per cento, con una revisione al ribasso di oltre un punto percentuale rispetto alle stime di aprile, in conseguenza del perdurare del conflitto in Ucraina, del peggioramento della domanda estera e della persistenza della fase inflazionistica.*

*Il quadro macroeconomico dell'economia italiana è circondato da un'incertezza estremamente elevata, a fronte del possibile verificarsi di diversi scenari avversi, soprattutto sui mercati delle materie prime e sul commercio mondiale; il rischio principale è rappresentato dalle tensioni geopolitiche con la Russia, in particolare per le forniture di gas naturale all'Europa, il cui eventuale arresto avrebbe ripercussioni rilevanti nel 2023.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 1° agosto 2022.

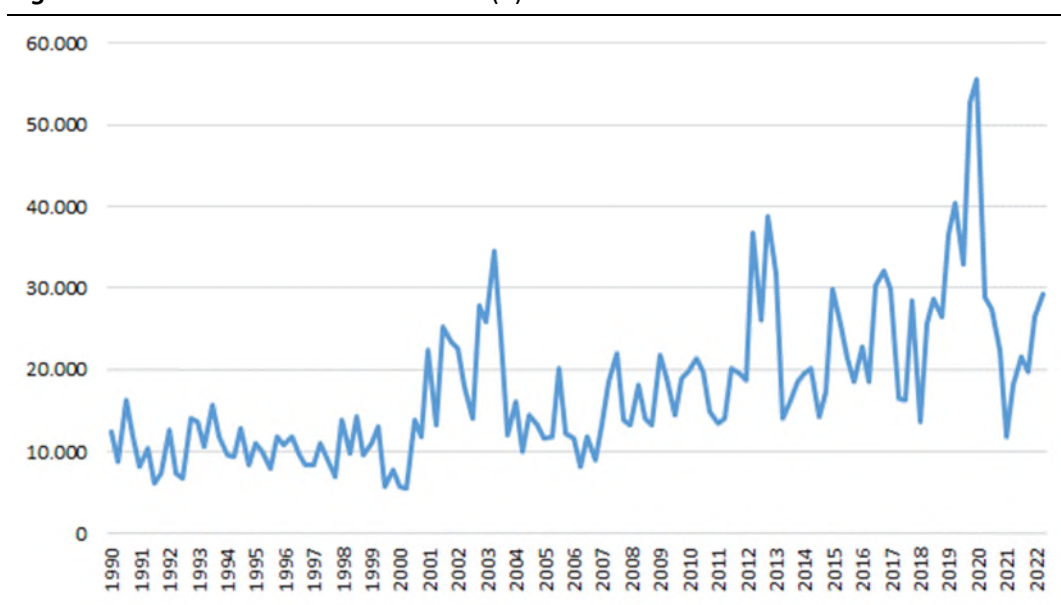
## Il contesto internazionale

### L'incertezza domina lo scenario globale

Dalla scorsa primavera l'incertezza sulle prospettive dell'economia mondiale è decisamente aumentata (fig. 1). Il conflitto tra Russia e Ucraina si protrae oltre le iniziali attese, provocando forti tensioni sui mercati delle materie prime con ripercussioni sulle dinamiche dei prezzi. Le autorità monetarie accelerano con la stretta e aumenta la volatilità dei mercati valutari. La politica zero COVID cinese, oltre a incidere sull'economia domestica, rallenta le catene globali degli approvvigionamenti; la nuova ondata pandemica, sebbene con sintomatologia più leggera delle precedenti, rappresenta comunque un freno per l'economia. Nei primi due trimestri dell'anno si è ridotto il PIL degli Stati Uniti e il FMI ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita mondiale, al 3,2 per cento per il 2022 e al 2,9 nel prossimo.

In giugno gli indici di fiducia dei direttori acquisti (*Standard & Poor's – J.P. Morgan Global Composite PMI*) hanno segnalato l'indebolimento dell'attività economica nei paesi avanzati, mentre in quelli emergenti il valore puntuale dell'ultimo mese disponibile è tornato sopra la quota 50, che rappresenta la soglia oltre la quale l'attività produttiva risulta in espansione (fig. 2). Le prime indicazioni per luglio, provenienti dalle stime preliminari di alcuni paesi avanzati, prefigurano un ulteriore indebolimento, in particolare per l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

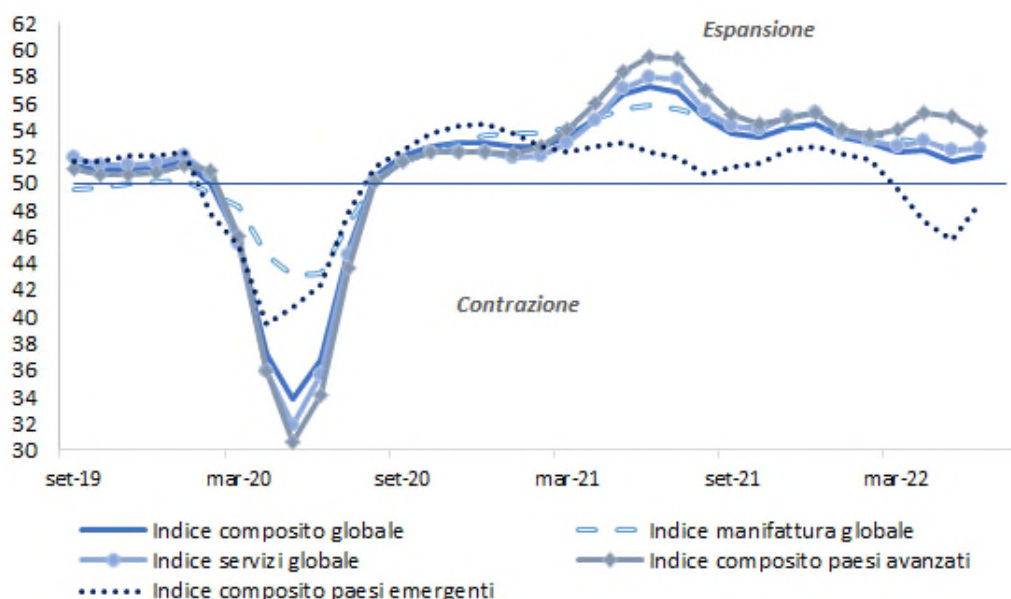
**Fig. 1** – Indice mondiale d'incertezza (1)



Fonte: <https://worlduncertaintyindex.com/>.

(1) L'indice mondiale di incertezza viene calcolato contando la percentuale di volte che ricorre la parola "incerto", o sue varianti, nei rapporti nazionali dell'*Economist Intelligence Unit* (EIU). L'indice viene riscalato moltiplicandolo per 1.000.000; ad esempio, il valore 200 rappresenta lo 0,02 per cento di tutte le parole (poiché i rapporti EIU sono lunghi in media circa 10.000 parole, ciò significa che la parola incertezza ricorre circa due volte per rapporto).

**Fig. 2** – Indice JP Morgan Globale PMI (1)  
(media mobile a tre mesi)



Fonte: S&P Global.

(1) Indici di fiducia basati sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore a 50 indica l'espansione.

La contabilità nazionale relativa alla seconda frazione dell'anno in corso mostra che i fattori di incertezza sopra ricordati cominciano a incidere sull'attività economica. Negli Stati Uniti, dopo la contrazione del primo trimestre (-1,6 per cento la variazione congiunturale annualizzata) il PIL si è ridotto anche nel secondo, determinando quindi una recessione tecnica. A provocare l'arretramento del prodotto in primavera sono stati in larga parte gli investimenti, in particolare le scorte, mentre i consumi privati hanno alimentato la crescita, sebbene moderatamente. Nell'area dell'euro, invece, il prodotto ha leggermente accelerato, dallo 0,5 per cento della prima frazione d'anno allo 0,7 dei mesi aprile-giugno, sostenuto in particolare dagli andamenti in Spagna e in Italia. In Cina la politica di zero COVID imposta dalle autorità nazionali ha determinato fermi produttivi o comunque forti riduzioni dell'attività. Ne è conseguita una decelerazione del PIL, dal 4,8 per cento tendenziale del primo trimestre alla sostanziale stagnazione del secondo (0,4 per cento).

### ***Gli scambi internazionali rallentano***

Nel 2021 e nei primi due mesi dell'anno in corso il commercio internazionale aveva ripreso a espandersi in maniera consistente, nonostante le tensioni nelle catene globali degli approvvigionamenti. L'inizio delle ostilità fra Russia e Ucraina e i *lockdown* in Cina determinati dalla politica di zero COVID hanno fatto riemergere le strozzature nella logistica internazionale, determinando un nuovo indebolimento degli scambi fino ad

aprile; in maggio i flussi hanno ripreso ad espandersi ma secondo il *Kiel Trade Indicator* il commercio dovrebbe essersi nuovamente contratto in giugno.

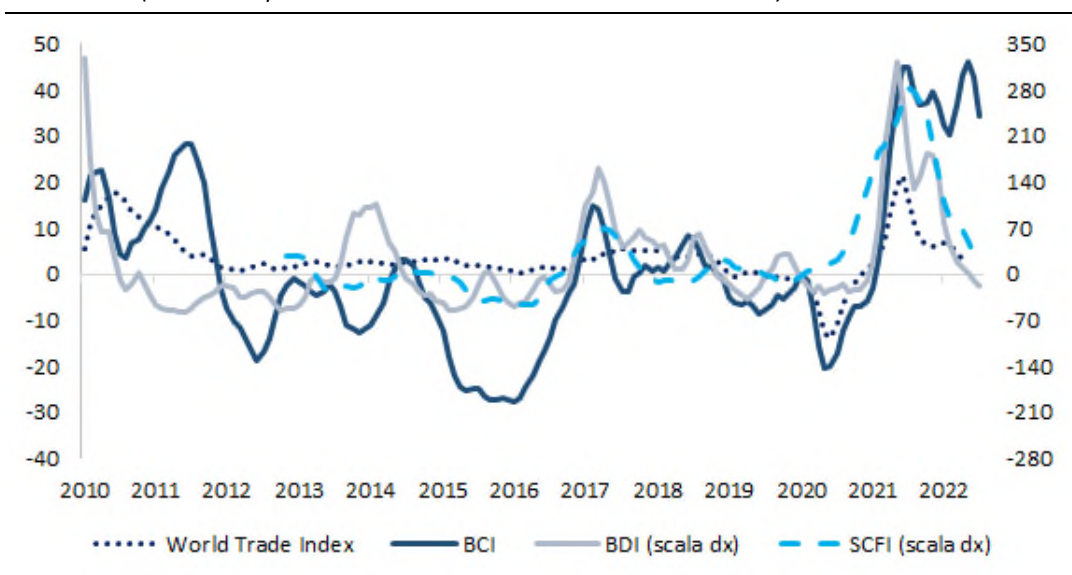
L'indebolimento degli scambi ha influito anche sui costi dei trasporti internazionali, facendo rientrare le quotazioni dei noli delle navi e dei *container* verso livelli più contenuti rispetto ai picchi del 2021 (fig. 3).

### **Le nuove previsioni del Fondo monetario internazionale**

Le prospettive globali stanno peggiorando. Il conflitto tra Russia e Ucraina, le nuove ondate di COVID-19, il rallentamento cinese e la recessione tecnica negli Stati Uniti frenano l'attività globale che, a livello aggregato, si sarebbe ridotta nel secondo trimestre dell'anno in corso.

Rispetto alle stime di aprile il FMI ha rivisto al ribasso le attese sul prodotto mondiale di quest'anno e ancora più del prossimo, rispettivamente al 3,2 e 2,9 per cento (tab. 1). Per gli Stati Uniti la revisione è molto forte in entrambi gli anni (-1,4 e -1,3 punti percentuali), mentre per l'area dell'euro è minima per il 2022 (due decimi di punto percentuale in meno) ma di un punto percentuale per il 2023. La dinamica dei prezzi è stata rivista al rialzo per poco meno di un punto percentuale, in entrambi gli anni, sia per le economie avanzate sia per le emergenti. Le prime dovrebbero raggiungere un'inflazione del 6,6 per cento quest'anno e del 3,3 nel 2023; le economie emergenti

**Fig. 3** – Commercio mondiale, quotazioni delle materie prime e dei trasporti (1)  
(variazione percentuale annua della media mobile a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, *Baltic Exchange*, *Shanghai Shipping Exchange* e Refinitiv.

(1) BCI – *Bloomberg Commodities Index*; BDI – *Baltic Dry Index*; SCFI – *Shanghai Containerized Freight Composite Index*.

**Tab. 1** – Previsioni del FMI

	WEO update luglio 2022			Differenze da WEO aprile 2022	
	2021	2022	2023	2022	2023
Prodotto mondiale	6,1	3,2	2,9	-0,4	-0,7
<i>Economie avanzate</i>	5,2	2,5	1,4	-0,8	-1,0
<i>Stati Uniti</i>	5,7	2,3	1,0	-1,4	-1,3
<i>Area dell'euro</i>	5,4	2,6	1,2	-0,2	-1,1
<i>Economie emergenti</i>	6,8	3,6	3,9	-0,2	-0,5
<i>Cina</i>	8,1	3,3	4,6	-1,1	-0,5
Commercio mondiale	10,1	4,1	3,2	-0,9	-1,2

Fonte: Fondo monetario internazionale (2022), *World Economic Outlook update*, luglio.

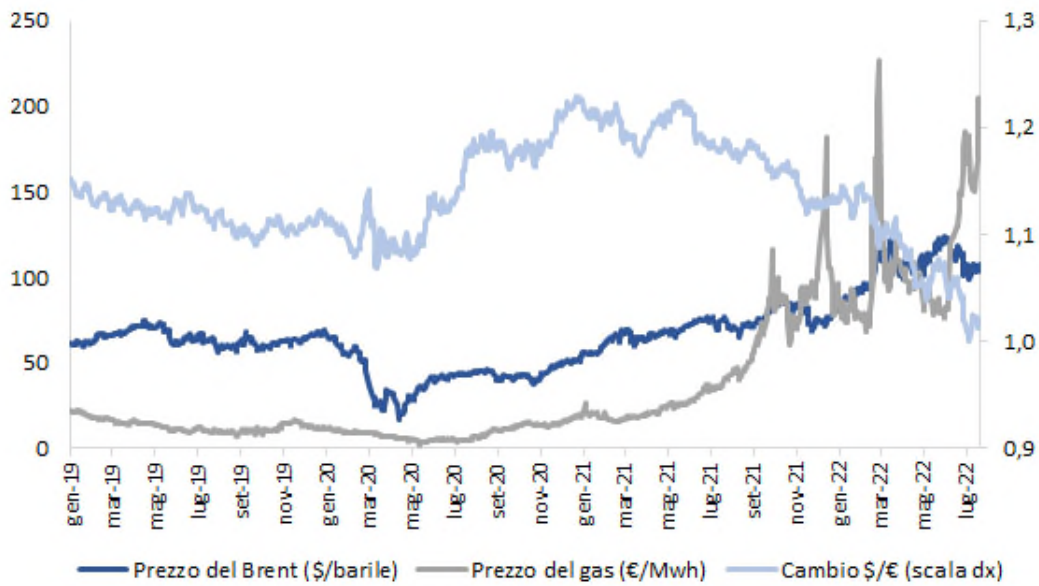
registrerebbero un incremento dei prezzi del 9,5 per cento quest'anno e del 7,3 nel 2023. Per quanto riguarda il commercio internazionale, la dinamica degli scambi dovrebbe più che dimezzarsi nel 2022 (al 4,1 per cento) e ridursi al 3,2 per cento successivamente.

#### ***Mercati delle materie prime tra timori di razionamento e di recessione***

Dall'inizio del conflitto tra Russia e Ucraina le quotazioni delle *commodities*, soprattutto energetiche, hanno mostrato un'elevata volatilità. A incrementi dei prezzi per i timori di un'offerta razionata si alternano cali determinati da attese di un indebolimento del ciclo globale, che riduce la domanda. Per le materie prime energetiche nelle ultime settimane si è determinata una divergenza tra il prezzo del petrolio, in flessione per il rallentamento di molte economie, e quello del gas, in aumento per via della riduzione dei flussi del gasdotto Nord Stream 1 successivamente alle attività della manutenzione estiva. Il prezzo medio del gas negli ultimi 10 giorni terminati il 25 luglio è aumentato del 114,7 per cento rispetto alla media dei 10 giorni terminati il 15 febbraio (prima del dispiegamento delle truppe russe ai confini ucraini), per poi raggiungere i 200 euro/Mwh. Il rincaro del greggio, calcolato sullo stesso periodo di riferimento, è stato invece dell'11,7 per cento (fig. 4). Per quanto riguarda le altre materie prime, la variazione del prezzo degli alimentari e dei prodotti agricoli industriali rispetto alla prima metà di febbraio permane positiva (11,6 e 10,7 per cento rispettivamente), benché in rallentamento rispetto ai picchi di inizio conflitto, mentre per i metalli è negativa da diverse settimane (-8,0 per cento).

Dallo scorso anno la valuta statunitense si è rafforzata rispetto a quella europea. Da un cambio di 1,22 dollari per euro di fine maggio del 2021 il dollaro si è apprezzato fino a raggiungere la parità con l'euro a metà del luglio scorso. A determinare questa tendenza

**Fig. 4** – Prezzo del petrolio, del gas e tasso di cambio



Fonte: Refinitiv.

hanno contribuito vari elementi. Negli Stati Uniti la politica fiscale è stata più espansiva e la politica monetaria ha anticipato la normalizzazione, a fronte di impatti attesi del conflitto in Ucraina minori di quelli per l'Europa. Il rafforzamento del dollaro non è avvenuto solo nei confronti dell'euro ma di tutti i maggiori *partner*: l'indice di cambio verso le principali sei valute, riferite a 29 paesi *partner*, si è infatti apprezzato di oltre il 18 per cento rispetto al minimo relativo di inizio giugno 2021.

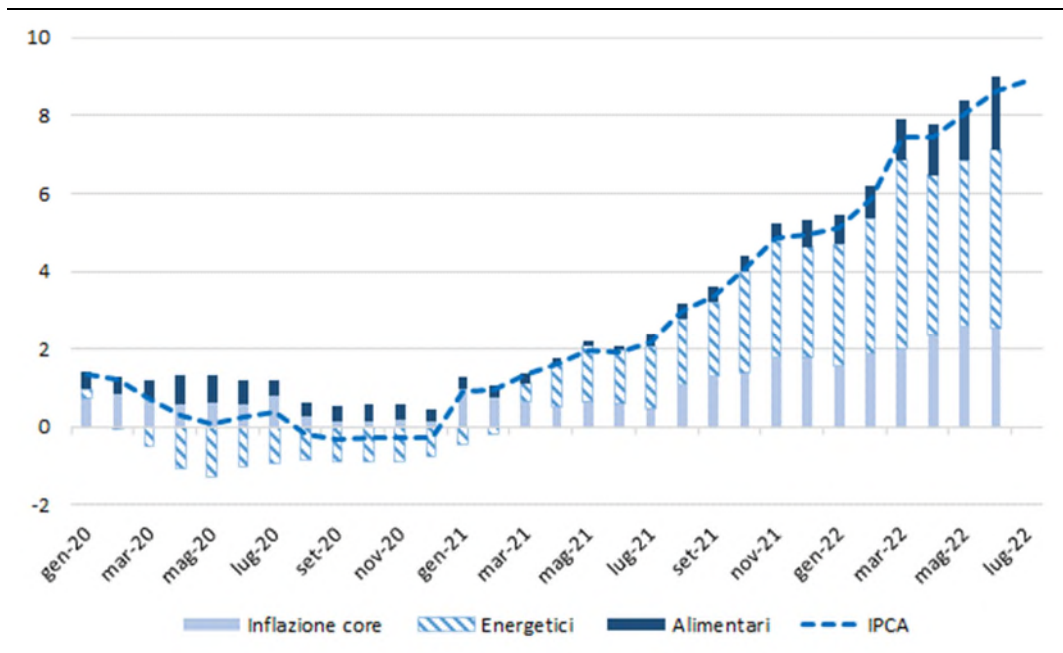
### ***L'inflazione continua a crescere, ma le attese sono ancorate***

Dalla prima metà del 2021, quando le dinamiche dei prezzi dei maggiori paesi avanzati non eccedevano il due per cento, l'inflazione dell'area dell'euro è costantemente aumentata, principalmente a causa degli incrementi nei prezzi energetici, mentre l'inflazione di fondo è stata più moderata (fig. 5). Secondo le stime preliminari di Eurostat in luglio l'inflazione dell'area dell'euro ha raggiunto l'8,9 per cento, ancora in crescita rispetto al mese precedente (8,6 per cento). Negli Stati Uniti, invece, l'inflazione è trainata soprattutto dalla domanda, quindi dalle componenti meno volatili (fig. 6), destando maggiore preoccupazione nelle autorità monetarie.

Malgrado l'elevata e crescente inflazione degli ultimi mesi le aspettative, dopo il temporaneo disallineamento nella prima parte dell'anno, hanno ripreso a convergere all'interno dell'intervallo 2,0-2,5 per cento sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (fig. 7). Il rientro delle attese potrebbe avere beneficiato della normalizzazione della politica monetaria sulle due sponde dell'atlantico. Negli Stati Uniti la Riserva federale ha operato



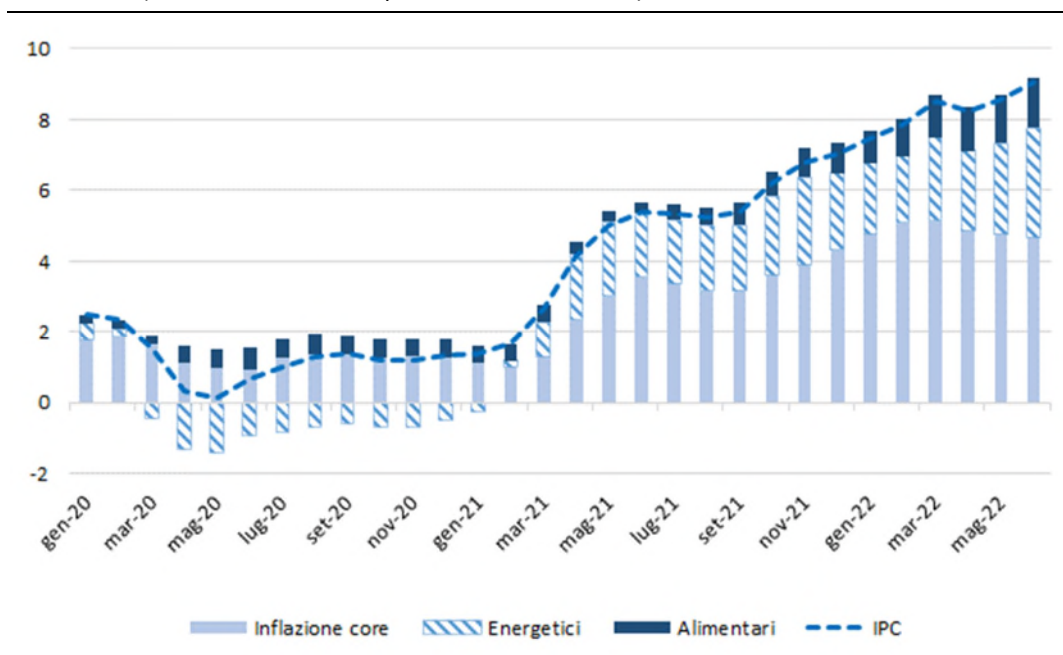
**Fig. 5** – Inflazione dell'area dell'euro (1)  
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

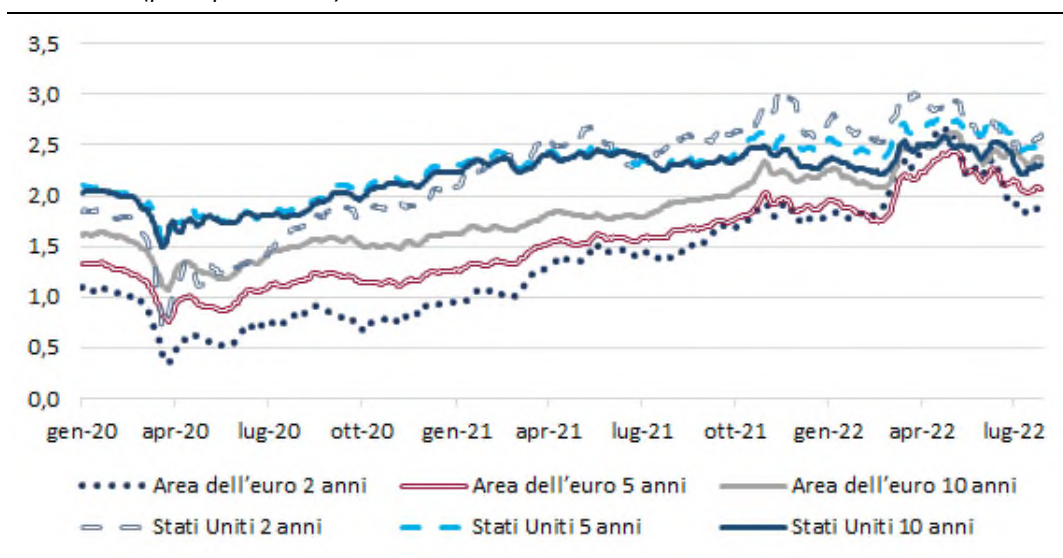
(1) La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

**Fig. 6** – Inflazione negli Stati Uniti  
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Bureau of Labor Statistics.

**Fig. 7** – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti  
(punti percentuali)



Fonte: Refinitiv.

il mese scorso un altro incremento dei tassi di riferimento sui *Federal Funds* di 75 punti base, portando l'obiettivo nell'intervallo 2,25-2,50. La Banca centrale europea (BCE) lo scorso 21 luglio ha deciso il primo rialzo dei tassi ufficiali, nella misura di 50 punti base, andando oltre le attese degli analisti di mercato; contemporaneamente in Europa è stato approvato lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument*, TPI – in gergo scudo anti-spread), grazie al quale la BCE potrà acquistare, in maniera discrezionale, titoli del debito pubblico dei paesi che registrano un deterioramento delle condizioni finanziarie di mercato non giustificato dai fondamentali. Il TPI non ha limiti quantitativi *ex ante* ma l'attivazione è condizionata al fatto che gli stati emittenti non siano soggetti a procedure per deficit eccessivo, non presentino squilibri macroeconomici, siano su un sentiero di sostenibilità fiscale e abbiano adottato politiche macroeconomiche virtuose.



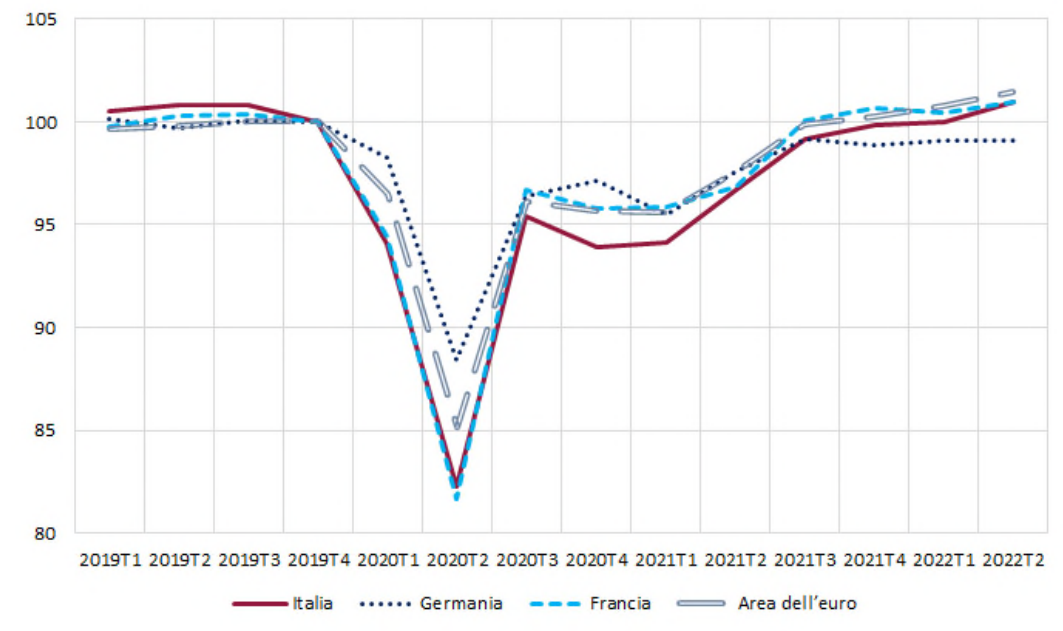
## L'economia italiana

### Il PIL ha decisamente accelerato nel secondo trimestre

Dopo la sostanziale stabilizzazione del primo trimestre, l'economia italiana ha ripreso a espandersi, anche grazie alla progressiva eliminazione delle restrizioni ancora in vigore per il contrasto alla pandemia. I dati preliminari sul PIL del secondo trimestre, diffusi dall'Istat a fine luglio, delineano un forte recupero dell'attività economica, dell'1,0 per cento in termini congiunturali (4,6 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2021); la dinamica congiunturale del PIL dell'Italia è tornata a essere più sostenuta di quella dell'area dell'euro, come già avvenuto in tutti i trimestri dello scorso anno. Nel confronto con i livelli pre-pandemia, l'attività economica del nostro Paese si colloca oramai al di sopra per circa un punto percentuale, in linea con l'economia francese e in anticipo rispetto a quanto registrato in Germania (fig. 8).

L'incremento del PIL in Italia nel secondo trimestre ha riflesso aumenti del valore aggiunto sia dell'industria sia dei servizi privati, che più si erano ridimensionati in seguito alla pandemia; per contro, la dinamica dell'agricoltura è risultata in flessione. Dal lato della domanda la crescita è stata alimentata dalla spesa interna, parzialmente erosa dall'apporto negativo della componente estera netta. Il trascinamento statistico sul PIL per l'anno in corso è di 3,4 punti percentuali, ma la correzione statistica per i giorni lavorativi dovrebbe implicare un incremento marginalmente inferiore nei conti nazionali annuali.

**Fig. 8** – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie  
(numeri indice, 2019T4=100)



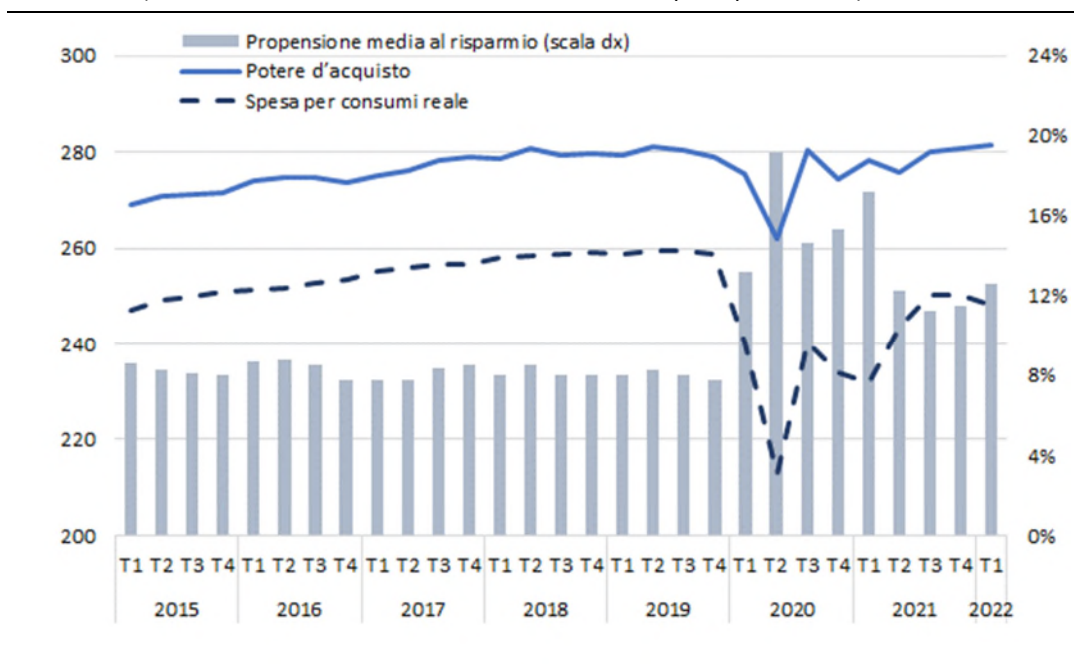
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

### *I consumi hanno tenuto in primavera ma peggiora la fiducia delle famiglie*

Nei primi tre mesi di quest'anno i consumi delle famiglie hanno registrato una flessione marcata (-0,8 per cento su base congiunturale), dopo la stabilizzazione nello scorcio finale del 2021. La contrazione degli acquisti in inverno è prevalentemente ascrivibile alla minore spesa per servizi (-2,0 per cento), che ha maggiormente risentito delle misure di contrasto alla pandemia, mentre la componente dei beni durevoli si è mantenuta al di sopra dei livelli pre-COVID. Il potere di acquisto delle famiglie nel primo trimestre è aumentato marginalmente (0,3 per cento), nonostante la dinamica sostenuta dei prezzi al consumo. La propensione al risparmio si è quindi lievemente innalzata, al 12,6 per cento (fig. 9), segnalando la cautela nelle decisioni di acquisto delle famiglie.

Nel secondo trimestre si sono osservati segnali relativamente favorevoli sulla spesa, in quanto l'allentamento delle restrizioni ha favorito le componenti che più si erano ridotte nel 2021. Sulla base di elaborazioni UPB l'incremento congiunturale dell'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio sarebbe stato di un paio di decimi di punto percentuale, trainato dalla componente dei servizi. Indicazioni di crescita, sebbene limitate ai mesi di aprile-maggio, giungono anche dalle vendite al dettaglio (in valore e in volume) che hanno segnato un aumento, soprattutto quelle dei beni non alimentari, con un tasso di crescita acquisito per il secondo trimestre di oltre mezzo punto percentuale.

**Fig. 9** – Potere di acquisto, consumi e risparmio delle famiglie  
(miliardi di euro, valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

Le opinioni dei consumatori sono risultate tuttavia in marcato peggioramento in corso d'anno: nella media del secondo trimestre l'indice di fiducia si è attestato a 100,3, circa nove punti in meno rispetto al periodo gennaio-marzo. La scomposizione secondo la coppia di dimensioni economico/personale evidenzia come al calo dell'indice nel trimestre abbiano contribuito prevalentemente le valutazioni sul clima generale. Le indagini più recenti, riferite a luglio, mostrano un deciso peggioramento dell'indice, che ha raggiunto il livello minimo dal maggio 2020.

### ***Gli investimenti hanno accelerato ma le prospettive si deteriorano***

Nel trimestre iniziale dell'anno l'accumulazione di capitale ha registrato un balzo congiunturale (3,9 per cento), trainata da tutte le principali componenti, con l'eccezione dei prodotti della proprietà intellettuale (in flessione di circa due punti percentuali). L'incremento degli investimenti in attività immobiliari ha beneficiato dell'aumento del saggio di risparmio delle famiglie che, insieme ai tassi di interesse ancora bassi e agli incentivi fiscali per le ristrutturazioni, ha sospinto la componente residenziale. Nello stesso periodo, anche le spese per investimenti in fabbricati, impianti e mezzi di trasporto hanno beneficiato di condizioni creditizie ancora distese e del recupero della domanda aggregata. Il tasso di investimento, rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, è aumentato per il secondo trimestre consecutivo, attestandosi al 24,1 per cento in gennaio-marzo, il valore più alto da oltre un decennio; la quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, si è ridotta ulteriormente nella media dei primi tre mesi dell'anno (al 41,0 per cento), proseguendo la tendenza in atto dalla seconda metà del 2020.

Le inchieste qualitative prefigurano nel breve termine un indebolimento del processo di accumulazione. L'indagine di maggio/giugno della Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita segnala un peggioramento dei giudizi sulla situazione economica generale, come già nella precedente rilevazione; le attese a breve termine sulle vendite e sulle condizioni operative delle imprese risultano meno favorevoli in relazione ai rincari dei prezzi dei beni energetici e intermedi, nonché alle difficoltà di approvvigionamento di numerosi *input* produttivi; ciononostante si attende un'espansione degli investimenti nella media dell'anno in corso rispetto al 2021. Secondo la rilevazione dell'Istat sulla capacità utilizzata e gli ostacoli alla produzione delle imprese manifatturiere, il grado di utilizzo degli impianti nel secondo trimestre si è attestato al 78,4 per cento, circa un punto percentuale al di sopra del dato medio del 2021; la quota di imprese che fronteggia ostacoli alla produzione si è mantenuta su livelli storicamente elevati (51,5 per cento), soprattutto a causa dei maggiori costi e dei dilatati tempi di consegna.

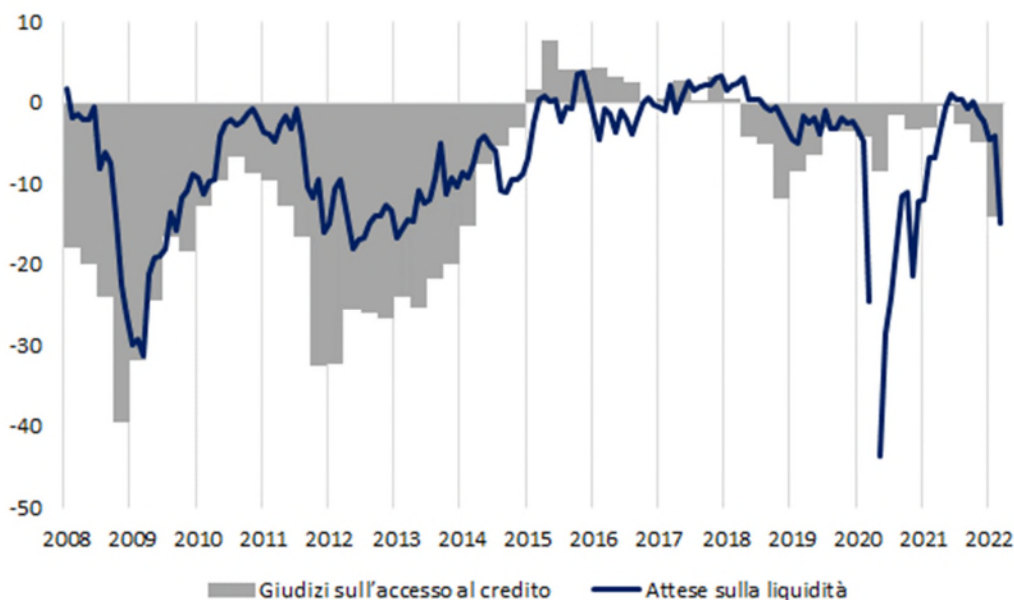
Riguardo al credito, le imprese segnalano un progressivo peggioramento delle condizioni di accesso ai finanziamenti, pur in presenza di attese sulla liquidità che appaiono meno pessimistiche rispetto a quelle dei mesi invernali (fig. 10).

### **Le esportazioni consolidano la tendenza crescente**

Sulla base dei conti trimestrali, pubblicati a fine maggio, nei primi tre mesi dell'anno in corso il volume delle esportazioni di beni e servizi ha segnato un balzo congiunturale del 3,5 per cento, portando le vendite all'estero oltre quattro punti percentuali al di sopra del livello registrato prima della pandemia (fig. 11). Tale dinamica, in linea con la media dell'area euro, è risultata più favorevole rispetto a quella dei principali *partner* commerciali dell'area (Germania e Francia).

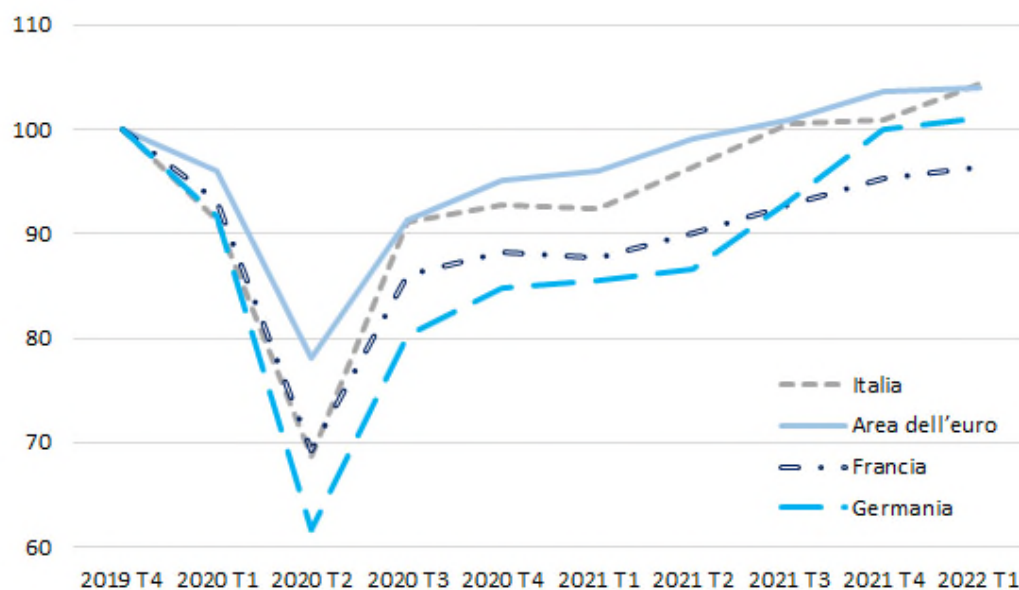
Nel primo trimestre le esportazioni italiane sono state favorite anche da un miglioramento della competitività, in quanto i rialzi dei prezzi interni sono stati relativamente meno pronunciati di quelli dei nostri competitori esteri. L'aumento delle esportazioni di beni ha riguardato sia i mercati europei sia quelle verso il resto del mondo, sospinte anche dal deprezzamento del cambio dell'euro; i flussi verso la Russia (in volume e corretti per la stagionalità) hanno segnato una flessione di oltre 18 punti percentuali rispetto al trimestre precedente, determinata dal netto calo di marzo a seguito dell'entrata in vigore delle prime sanzioni imposte a livello comunitario.

**Fig. 10** – Giudizi sul credito nella manifattura e attese sulla liquidità  
(differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



Fonte: Istat.

**Fig. 11** – Esportazioni dell’area dell’euro e delle sue tre maggiori economie  
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

Le inchieste qualitative prospettano un rallentamento degli scambi con l'estero nel breve termine: nella media aprile-giugno i giudizi sugli ordinativi esteri hanno segnato un brusco calo rispetto al trimestre precedente.

Anche la dinamica delle importazioni a inizio anno è risultata in aumento (4,3 per cento rispetto al quarto trimestre del 2021), a riflesso della vivace accumulazione di capitale. Il maggiore incremento delle importazioni rispetto alle esportazioni ha determinato un contributo negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel primo trimestre (-0,3 punti percentuali), sebbene in miglioramento rispetto al periodo precedente (-1,1 punti percentuali). Il volume delle importazioni dalla Russia nel primo trimestre è diminuito di quasi dieci punti percentuali su base congiunturale; in termini nominali si è tuttavia registrato un forte deterioramento dell'interscambio con la Federazione russa, prevalentemente a causa dei rincari del gas naturale.

### ***La produzione si è rafforzata in primavera ma aumenta l'incertezza***

Dopo il calo nel primo trimestre (-0,7 per cento rispetto alla media ottobre-dicembre), la produzione nell'industria è risultata più instabile, aumentando in aprile (1,4 per cento rispetto al mese precedente), per poi segnare una simile correzione al ribasso in maggio (-1,1 per cento). Il tasso di crescita acquisito per il secondo trimestre dell'anno è tuttavia positivo, per oltre due punti percentuali. Le rilevazioni presso le imprese delineano sviluppi sfavorevoli nel breve termine: in luglio il PMI manifatturiero ha proseguito la fase di correzione al ribasso iniziata alla fine dello scorso anno, portandosi sotto la soglia

di espansione (a 48,5 da 50,9 di giugno); nello stesso mese, l'indice Istat di fiducia del comparto è diminuito su un livello inferiore di quasi otto punti a quello di fine 2021.

Nella media dei primi tre mesi dell'anno la produzione nelle costruzioni si è incrementata di quasi sette punti percentuali rispetto all'ultimo trimestre del 2021. Tra aprile e maggio l'andamento congiunturale è divenuto più incerto, tuttavia la variazione acquisita per il secondo trimestre resta ampiamente positiva (1,7 per cento). L'indice sul clima di fiducia dell'edilizia ha segnato ulteriori incrementi quest'anno, raggiungendo in luglio un nuovo massimo storico, a consolidamento della fase crescente iniziata nella seconda metà del 2020.

Il settore dei servizi si conferma il comparto produttivo più indebolito dalle misure di contrasto alla pandemia. Il valore aggiunto nel primo trimestre ha segnato una lieve flessione (-0,1 per cento su base congiunturale), determinata prevalentemente dalla componente relativa alle attività finanziarie e assicurative (-2,2 per cento). A partire dai mesi primaverili, il progressivo annullamento delle restrizioni alle attività ha permesso una ripresa della fiducia nel comparto. Tuttavia il PMI dei servizi è sceso in giugno (a 51,6 da 53,7), attestandosi poco al di sopra della soglia che delimita le fasi di espansione da quelle di contrazione, a riflesso prevalentemente della componente degli ordini; l'indice dell'Istat sulla fiducia del settore in luglio è diminuito di quasi cinque punti rispetto al mese precedente.

Nel secondo trimestre l'incertezza di famiglie e imprese, misurata dall'indice dell'UPB, si è nuovamente intensificata, soprattutto tra i consumatori (fig. 12), interrompendo la fase di graduale assorbimento osservata nel 2021.

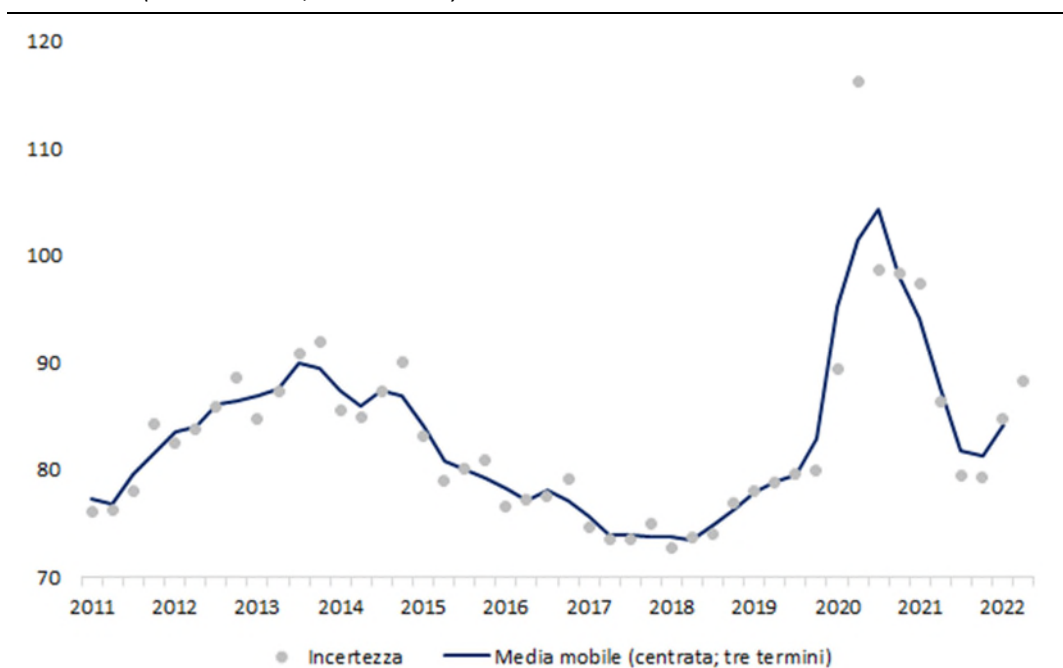
Segnali contrastanti emergono dalle variabili quantitative mensili più tempestive (fig. 13). Nel periodo giugno-luglio i consumi elettrici si sono mantenuti pressoché in linea con quelli osservati precedentemente allo scoppio dell'emergenza sanitaria, mentre il consumo di gas per usi industriali ha segnato una progressiva flessione, a riflesso delle tensioni nell'offerta. Il traffico passeggeri aerei, riferito a giugno, ha proseguito la fase di recupero dopo i minimi toccati nella primavera del 2020, pur rimanendo su livelli inferiori a quelli precedenti la crisi sanitaria. Dopo il minimo registrato alla fine del primo trimestre, le immatricolazioni di nuove autovetture hanno mostrato lievi segnali di ripresa, ma restano ampi margini di incremento prima di recuperare i livelli di fine 2020.

### ***Continua la flessione della disoccupazione ma aumenta la quota di posti vacanti***

Le condizioni del mercato del lavoro hanno continuato a mantenersi favorevoli, nonostante l'indebolimento dell'attività economica in inverno. Le ore lavorate nel primo trimestre hanno accelerato (1,5 per cento su base congiunturale, da 0,2 nel quarto del 2021), grazie al sostegno delle costruzioni e di alcuni comparti dei servizi (commercio e



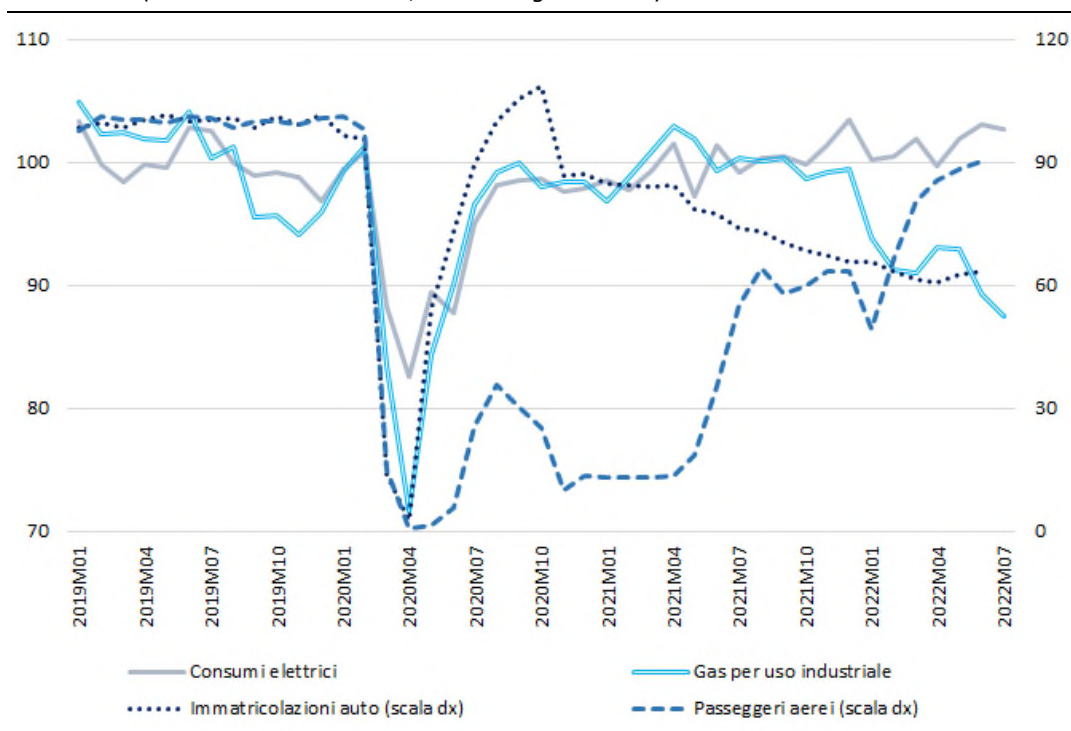
**Fig. 12** – Indice di incertezza dell'UPB (1)  
(numero indice, 1993T1=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) L'indice di incertezza è stato presentato e discusso nella [Nota sulla Congiuntura UPB dell'aprile 2017](#).

**Fig. 13** – Indicatori tempestivi dell'attività economica  
(numeri indice 2019=100; dati destagionalizzati)



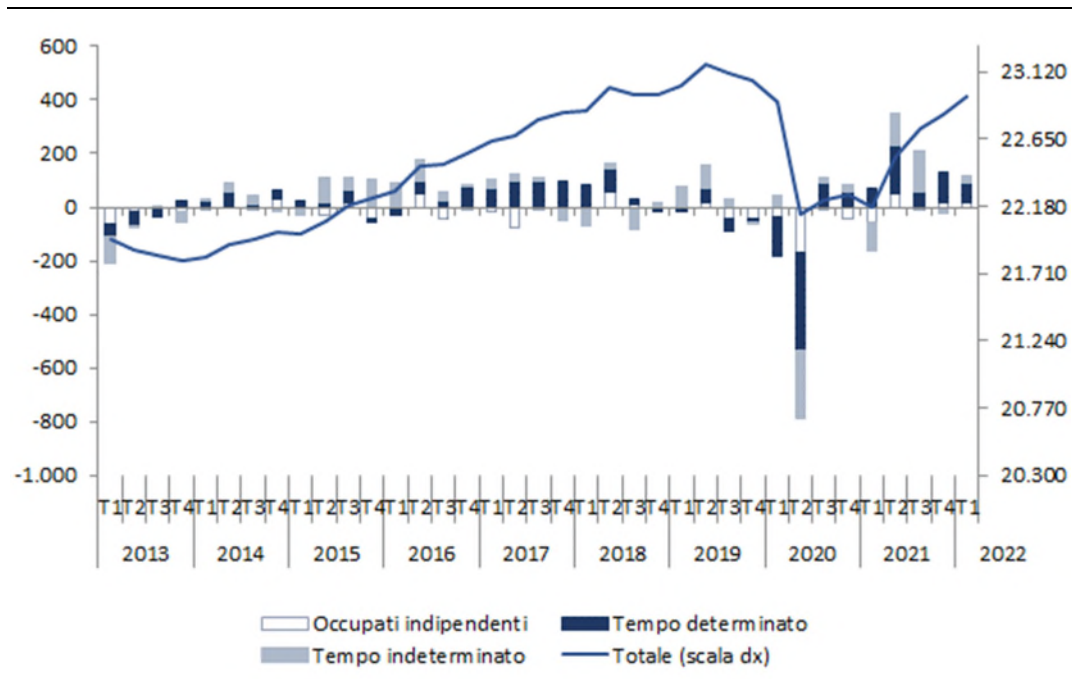
Fonte: elaborazioni su dati ANFIA, Assaeroporti, Terna e Snam.

turismo), in minore misura dell'industria in senso stretto. Il monte ore si è riportato su valori prossimi a quelli precedenti l'emergenza sanitaria e le ore lavorate per addetto hanno superato per la prima volta i livelli pre-crisi, riflettendo anche il minore ricorso alle misure di integrazione salariale. La dinamica delle persone occupate (0,5 per cento sulla base della Rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro; fig. 14) è stata più moderata di quella dell'*input* di lavoro, come già avvenuto negli ultimi due trimestri del 2021.

Secondo informazioni preliminari nel periodo aprile-giugno l'incremento dell'occupazione si è mantenuto simile a quello del primo trimestre; all'indebolimento della componente maschile ha fatto riscontro il recupero di quella femminile. La crescita è stata sostenuta dall'occupazione alle dipendenze (0,5 per cento), in particolare a termine, ma anche da quella a carattere permanente che in giugno ha sopravanzato i livelli pre-pandemia.

I dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie, relativi al settore privato non-agricolo, indicano che l'indebolimento nei mesi primaverili ha riguardato principalmente le attivazioni nette di contratti a termine, mentre quelli a tempo indeterminato hanno beneficiato delle stabilizzazioni delle numerose posizioni a termine attivate lo scorso anno. La creazione di nuovi posti di lavoro si è confermata stabile nell'industria in senso stretto mentre ha frenato nelle costruzioni e nei servizi. L'andamento dei licenziamenti è risultato invariato mentre il numero di dimissioni è lievemente diminuito rispetto ai livelli elevati dello scorso anno, quando si era osservato un aumento delle transizioni dei lavoratori tra le imprese.

**Fig. 14** – Occupazione dipendente e indipendente  
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



Fonte: Istat.

Con il miglioramento della fase ciclica e la rimozione delle facilitazioni per l'accesso alla Cassa integrazione guadagni (CIG) con causale "COVID-19" si è ulteriormente ridimensionato il ricorso agli strumenti di integrazione salariale. Nel primo trimestre le ore autorizzate per interventi connessi alla pandemia hanno rappresentato meno della metà delle ore complessive di CIG. Il minor utilizzo degli strumenti di integrazione salariale è proseguito nei successivi tre mesi (-26,5 per cento), in particolare nel commercio e, in minor misura, nel comparto industriale. Nei settori contrassegnati da un'elevata intensità energetica<sup>2</sup> l'incidenza delle richieste di CIG (sul complesso delle ore della manifattura) ha raggiunto valori molto elevati nei mesi invernali, ma si è successivamente riassorbita.

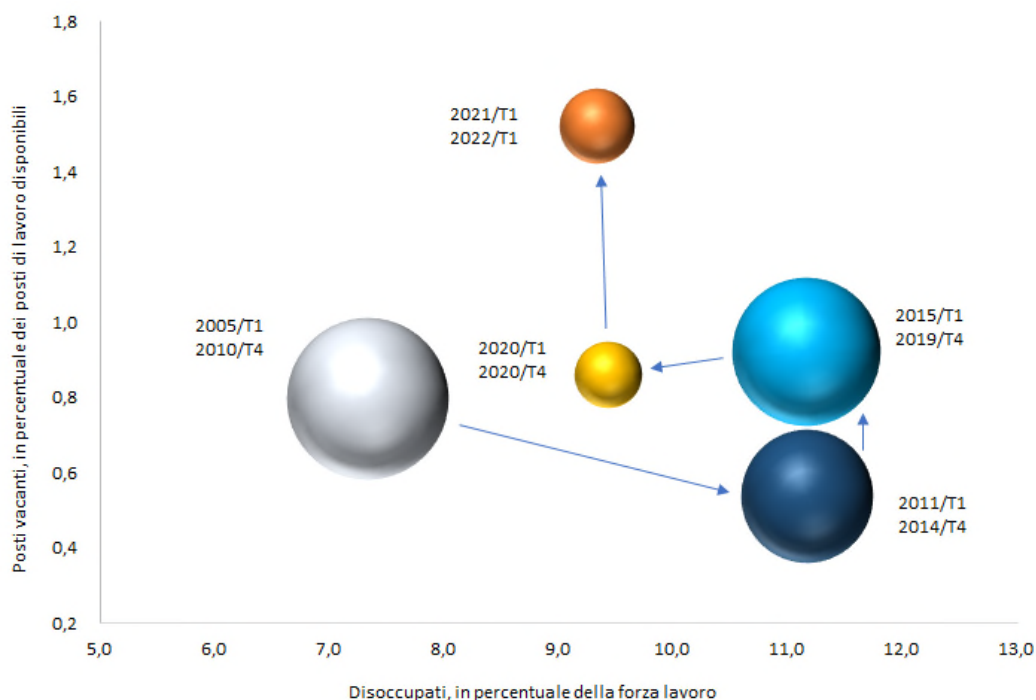
Il numero di persone in cerca di occupazione è diminuito in misura considerevole nei primi tre mesi dell'anno in corso (-5,0 per cento su base congiunturale), ma l'offerta di lavoro è rimasta invariata, per effetto della tenuta dell'occupazione. Il calo del tasso di disoccupazione, all'8,6 per cento, ha dunque riflesso un ulteriore rialzo del tasso di occupazione (al 59,7 per cento), a fronte di un lieve aumento del tasso di attività. L'espansione del mercato del lavoro si è accompagnata al rialzo del tasso di posti vacanti, che ha raggiunto nel primo trimestre i valori massimi della serie storica (fig. 15); i divari tra domanda e offerta di lavoro sono particolarmente ampi nelle costruzioni, nei comparti connessi alle attività turistiche e in quello dell'informazione e comunicazione.

La crescita delle retribuzioni contrattuali orarie nella media del periodo gennaio-marzo è rimasta stabile sui valori dello scorcio finale del 2021 (0,6 per cento su base tendenziale nel complesso dell'economia), per effetto di una variazione più sostenuta nel settore privato non agricolo (0,9 per cento) e nulla nella pubblica amministrazione. La dinamica salariale ha poi registrato un leggero rialzo nel trimestre aprile-giugno (allo 0,9 per cento), soprattutto per effetto di un modesto aumento delle retribuzioni orarie nel settore pubblico (0,4 per cento). In giugno la quota di dipendenti con contratto scaduto era pari al 37,2 per cento nel settore privato e al 100 per cento nel comparto pubblico. Tenendo conto delle disposizioni contenute nei contratti in vigore a fine giugno, in assenza di rinnovi contrattuali secondo stime dell'Istat la crescita delle retribuzioni orarie sarebbe di un punto percentuale in media d'anno, largamente inferiore all'inflazione prevista per l'indice IPCA al netto degli energetici importati (al 4,7 per cento nel 2022). Gli accordi contrattuali stipulati nel 2022 (costruzioni, farmacie private, telecomunicazioni, smaltimento rifiuti, autoferrotranvieri, Funzioni Centrali, Forze Armate), pur incorporando parte del marcato rialzo dell'inflazione al consumo, hanno previsto incrementi salariali nel complesso moderati, leggermente inferiori a quelli dell'indicatore di riferimento per i rinnovi contrattuali. Le retribuzioni orarie di fatto, aumentate nel primo trimestre (al 2,2 per cento) fino ai valori precedenti la crisi pandemica, sono attese moderate in media d'anno. A limitare le spinte al rialzo

---

<sup>2</sup> Fabbricazione di carta e di prodotti di carta, fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, chimica, fabbricazione di minerali non metalliferi, metallurgia.

**Fig. 15** – Tasso di disoccupazione e di posti vacanti  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

dovrebbero concorrere sia i ritardi nel rinnovo di alcuni importanti contratti collettivi sia il persistere di un'ampia area di sottoutilizzo del fattore lavoro (al 21,5 per cento). La dinamica tendenziale del costo orario del lavoro nel primo trimestre è aumentata (all'1,9 per cento) e quella della produttività oraria è ritornata negativa, quindi si è verificata una crescita del CLUP.

### ***L'inflazione resta elevata e si propaga alle componenti di fondo***

L'inflazione, trainata dalle tensioni nei mercati energetici e dalle conseguenze del conflitto russo-ucraino, si mantiene sui valori più elevati degli ultimi 30 anni pur mostrando primi segnali di stabilizzazione. Domina la componente importata che si riverbera su tutte le fasi della filiera di distribuzione e si diffonde alle voci di fondo; le aspettative di imprese e famiglie sono ancora su valori elevati nel confronto storico.

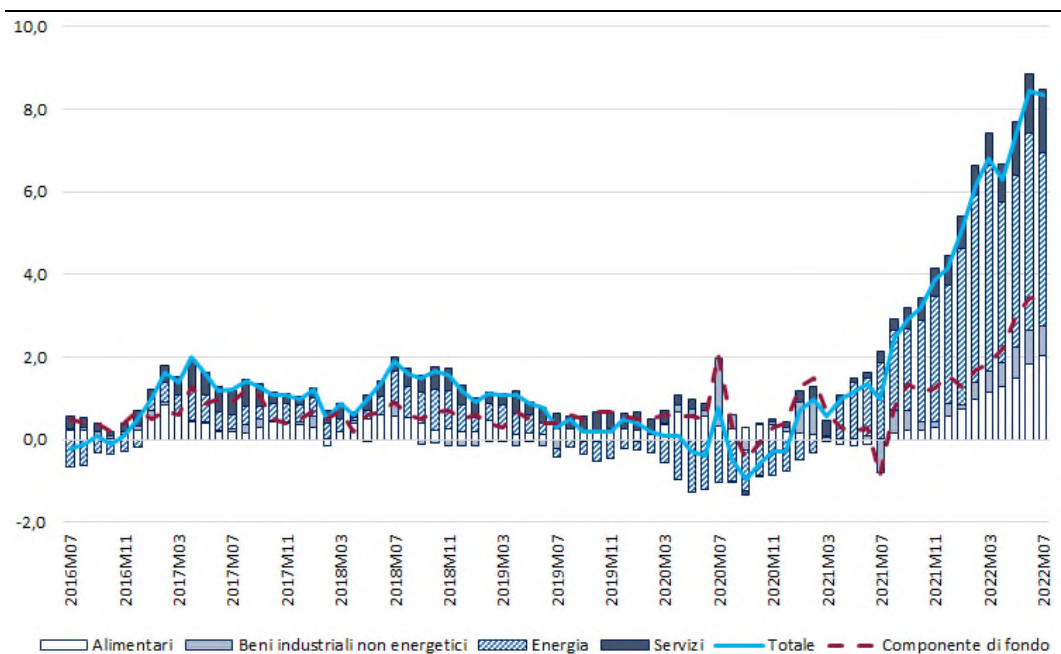
L'inflazione al consumo si è appena ridotta in luglio secondo i dati provvisori Istat, restando comunque poco sotto l'otto per cento (7,9 per cento sull'indice NIC), valore che non si registrava dal 1986. Se da un lato rallentano i prezzi dei beni energetici, soprattutto per la componente regolamentata (47,8 per cento tendenziale da 64,3 di giugno) dall'altro si rafforzano quelli degli alimentari (9,6 per cento da 8,7) e dei servizi relativi ai trasporti (8,9 per cento da 7,2).

La dinamica mensile dei prezzi armonizzati a livello europeo (-1,1 per cento rispetto a giugno), lievemente diversa a causa del differente trattamento dei saldi estivi, nel confronto su base annua (8,4 per cento; fig. 16) resta mezzo punto più elevata della misura nazionale.

L'inflazione di fondo (*core*), che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, in luglio è aumentata al 4,1 per cento (da 3,8 di giugno), spinta in particolare dai rincari nelle voci relative ad abitazioni, acqua, elettricità e combustibili e ai trasporti. L'inflazione acquisita per il 2022 ha raggiunto il 6,7 per cento per l'indice generale mentre è circa la metà per la componente *core* (3,3 per cento).

Gli aumenti di prezzo sono sempre più diffusi tra i vari settori merceologici: in giugno i rincari superiori al due per cento hanno interessato il 71 per cento delle voci di spesa (62 per cento nel gruppo dei beni *core*). I maggiori incrementi riguardano i beni energetici e i trasporti, a causa dei costi delle materie prime e dei carburanti, nonché l'olio alimentare che risente della chiusura dei porti in Europa orientale (Russia e Ucraina insieme producono l'80 per cento dell'olio di girasole mondiale). Vi sono per contro alcune categorie di spesa in deflazione, come i pacchetti vacanze e il trasporto su rotaia che ancora risentono della lunga fase di pandemia, nonché alcune voci legate alle telecomunicazioni, per le quali sembra si sia intensificata la concorrenza sulle tariffe. In generale la combinazione dei due forti *shock*, prima la pandemia e poi la guerra in

**Fig. 16** – Indice dei prezzi al consumo totale e contributi delle componenti (1)  
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



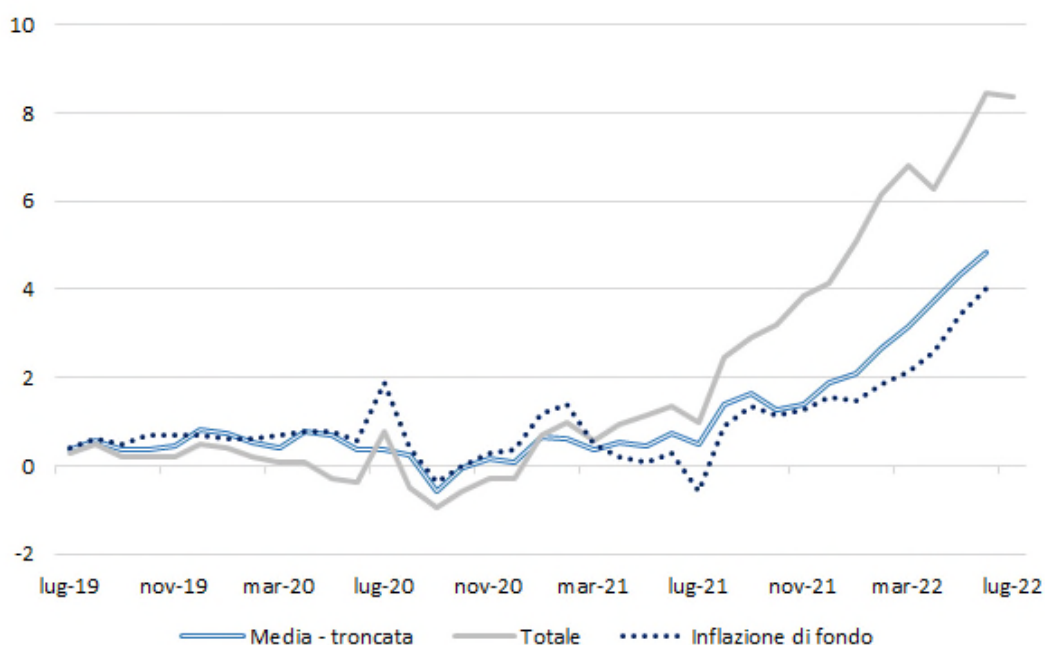
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato. La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato ad un dettaglio maggiore.

Ucraina, ha determinato variazioni estreme nella distribuzione dei prezzi al consumo in entrambe le direzioni.

L'inflazione di fondo viene calcolata dagli istituti di statistica escludendo le voci delle componenti solitamente più erratiche, prevalentemente dell'energia e dei beni alimentari freschi. Tale approccio rischia di non cogliere appieno gli andamenti specifici al momento storico, come quello attuale in cui alcune voci che registrano variazioni dei prezzi molto forti non sono classificate *ex ante* come erratiche. Escludendo dal calcolo dell'inflazione le voci di spesa che effettivamente registrano variazioni estreme (per il 10 per cento della distribuzione, sia verso l'alto sia verso il basso) si ottiene una misura nota in letteratura come inflazione media-troncata<sup>3</sup>. Nei mesi recenti l'inflazione di fondo ottenuta dalla media-troncata è stata superiore a quella *core* di circa un punto (fig. 17).

**Fig. 17** – Inflazione totale, componente di fondo e media-troncata (1)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) La media-troncata è ottenuta eliminando il 10 per cento delle voci (in termini di peso) da entrambe le code della distribuzione dell'inflazione armonizzata (IPCA).

<sup>3</sup> Le misure *trimmed* dell'inflazione sono ampiamente utilizzate dalle principali banche centrali, ma non c'è consenso sul grado ottimale di *trimming*. Negli Stati Uniti è stato usato un taglio simmetrico dell'otto per cento del peso su ciascun lato della distribuzione (Federal Reserve Bank of Cleveland) ma anche asimmetrico del 24 per cento dalla coda inferiore e del 31 per cento dalla coda superiore (Federal Reserve Bank of Dallas); le banche centrali di Giappone e Canada hanno applicato un taglio simmetrico del 10 e del 20 per cento rispettivamente; la Banca centrale europea non pubblica sistematicamente numeri di inflazione media-troncata, ma ha recentemente utilizzato un taglio simmetrico del 7,5 per cento. Anche l'OCSE ha presentato un confronto tra paesi applicando un taglio simmetrico del dieci per cento. Si veda per maggiori dettagli l'Economic Outlook dell'OCSE, dicembre 2021 Box 1.4.



La differenza tra le due misure dell'inflazione di fondo risiede soprattutto nell'eliminazione dalla media troncata delle voci oggi in deflazione (alcuni servizi ricreativi e comunicazioni) ma classificate come *core*; lo scarto tra le due misure è inoltre attribuibile ai prezzi dei beni alimentari freschi (esclusi dalla *core*), che aumentano ma non in misura così estrema da essere esclusi dalla media-troncata.

Sono i rincari di energia e alimentari che impattano di più sulle famiglie, soprattutto quelle meno abbienti, le quali destinano una quota maggiore del loro bilancio familiare a tali consumi. Per la prima classe di spesa l'inflazione è già quasi arrivata al 10 per cento, con un differenziale rispetto alla quinta classe (la più abbiente) pari a 3,7 punti percentuali nel secondo trimestre 2022. L'UPB ha recentemente analizzato l'azione combinata degli interventi del Governo sulle tariffe, dei *bonus* sociali e dell'indennità *tantum* realizzati tra il giugno 2021 e l'aprile 2022; si stima che tali misure abbiano ridotto l'onere degli aumenti dei prezzi in modo decrescente al crescere della spesa familiare equivalente, compensando integralmente i maggiori costi dovuti ai rincari per le classi meno abbienti, che rientrano nel primo decile della distribuzione della spesa<sup>4</sup>.

Le spinte inflazionistiche si originano principalmente a monte del processo di distribuzione per lo più a riflesso dei rincari dei beni energetici, che risentono delle strozzature dell'offerta del gas russo e del deprezzamento dell'euro, ma anche di quelli dei beni intermedi che impattano su settori strategici per l'industria italiana. L'inflazione importata, misurata dai prezzi all'*import*, ha rallentato lievemente in maggio (19,9 per cento da 21,4 di aprile) pur restando su livelli storicamente elevati. Si intravedono segnali di stabilizzazione della dinamica inflattiva anche nei prezzi alla produzione di giugno, sia per l'industria (che comunque registra un aumento del 34 per cento rispetto a un anno prima) che per le costruzioni (sia per gli edifici che per le strade e ferrovie).

Le aspettative di inflazione, rilevate nelle inchieste presso imprese e famiglie dell'Istat, dopo aver raggiunto un massimo storico in primavera, si sono lievemente attenuate. Il saldo tra le imprese che si attendono prezzi al rialzo e quelle che prefigurano ribassi è sceso in luglio a 33,7 (da 54,9 in aprile) mentre quello pesato dei consumatori a 63,2 (dal massimo di 103,6 in marzo). Si mantengono invece sostenute le attese di inflazione registrate dall'Indagine della Banca d'Italia presso le imprese nel secondo trimestre dell'anno, che vedono i prezzi aumentare tra 12 mesi di oltre il cinque per cento.

---

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli si veda UPB, (2022) "Audizione della Presidente dell'UPB, Lilia Cavallari, nell'ambito dell'esame del DDL C. 3614, di conversione in legge del DL n. 50 del 2022, recante misure urgenti in materia di politiche energetiche nazionali, produttività delle imprese e attrazione degli investimenti, nonché in materia di politiche sociali e di crisi ucraina".

## Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana

Si presentano di seguito le previsioni per l'economia italiana formulate dall'UPB per il periodo 2022-23 (tab. 2). Rispetto al quadro macroeconomico effettuato per la validazione del DEF 2022, si considerano l'evoluzione delle variabili esogene internazionali più recenti e gli sviluppi più aggiornati sulla fase ciclica in Italia, in particolare con riferimento al PIL del trimestre scorso.

### L'attività economica nel biennio 2022-23

Le stime per il 2022 considerano l'incremento congiunturale del PIL nel secondo trimestre (1,0 per cento secondo la stima preliminare dell'Istat), più forte di quello

**Tab. 2** – Previsioni dell'economia italiana (1)

	2021	2022	2023
<b>ESOGENE INTERNAZIONALI</b>			
Commercio internazionale	9,3	3,8	2,4
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	78,2	103,7	88,5
Cambio dollaro/euro	1,18	1,06	1,04
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	46,5	131,9	131,4
<b>QUADRO ITALIANO</b>			
PIL	6,6	3,2	0,9
Importazioni beni e servizi	14,3	10,1	3,2
Consumi finali nazionali	3,9	1,9	0,4
- Consumi famiglie e ISP	5,1	2,0	0,8
- Spesa della PA	0,6	1,4	-1,0
Investimenti	17,0	9,4	2,7
Esportazioni beni e servizi	13,2	8,1	3,0
<b>CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL</b>			
Esportazioni nette	0,2	-0,4	0,0
Scorte	0,3	0,3	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	6,1	3,3	0,9
<b>PREZZI E CRESCITA NOMINALE</b>			
Deflatore importazioni	8,7	14,0	-0,2
Deflatore esportazioni	4,9	7,2	1,4
Deflatore consumi	1,7	7,4	3,5
Deflatore PIL	0,8	3,1	3,6
PIL nominale	7,5	6,2	4,5
<b>MERCATO DEL LAVORO</b>			
Costo del lavoro per dipendente	0,3	1,9	2,0
Occupazione (ULA)	7,6	3,6	1,1
Tasso di disoccupazione	9,5	8,4	8,2

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione (percentuale), il tasso di cambio il prezzo del petrolio e il prezzo del gas naturale (livelli). Per effetto degli arrotondamenti sui tassi di crescita, alla prima cifra decimale, la somma delle variazioni delle quantità in volume e dei relativi deflatori può non coincidere con le dinamiche nominali.

atteso dalla media dei previsori privati. Tuttavia, in base ai modelli di previsione di breve periodo dell'UPB, l'attività economica s'indebolirebbe nettamente nel secondo semestre, registrando una lieve flessione nello scorcio finale dell'anno. La crescita dell'economia italiana per il complesso del 2022, stimata al 3,2 per cento, risulta quindi in larga misura da dinamiche già acquisite, in particolare della domanda interna che beneficia di una politica di bilancio ancora espansiva. Nel 2023 il PIL è atteso in decelerazione allo 0,9 per cento, frenato da un trascinarsi pressoché nullo e dalla lentezza del rientro dell'inflazione.

Le proiezioni scontano una normalizzazione graduale della politica monetaria della BCE e la piena attuazione dei programmi di investimento del PNRR, assumendo la quale secondo analisi effettuate dall'UPB i fondi europei sosterranno il PIL in misura consistente (oltre 1,5 punti percentuali nel biennio 2022-23). Si ipotizza inoltre che in conseguenza del perdurare del conflitto in Ucraina i prezzi delle materie prime restino elevati e la dinamica degli scambi internazionali si mantenga moderata. Il quadro non considera la completa interruzione delle forniture di gas dalla Russia, che tuttavia viene esaminata nel Riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo e gli scenari sulle forniture di gas". Sulla base di recenti analisi, svolte da istituti sia pubblici sia privati, italiani e internazionali, l'arresto delle forniture di gas avrebbe effetti macroeconomici rilevanti; tenendo conto di tali valutazioni ne potrebbe scaturire uno scenario di stagnazione, se non addirittura di recessione, nel 2023. Va comunque osservato che l'entità degli effetti dipenderebbe da diversi fattori, sia economici sia istituzionali, al variare dei quali gli impatti sarebbero molto differenziati.

Le stime sul PIL presentate in questa Nota appaiono all'interno dell'intervallo delle attese più recenti degli altri analisti. Tuttavia, tali previsioni (tab. 3) sono state diffuse prima della pubblicazione (il 29 luglio) del dato sul PIL del trimestre scorso, in seguito alla quale gli analisti sorpresi dall'entità del rialzo potrebbero modificare le stime. Nell'effettuare i confronti occorre inoltre tenere conto dell'eterogeneità delle ipotesi

**Tab. 3** – Recenti previsioni sul PIL e l'inflazione dell'Italia  
(variazioni percentuali)

		PIL		Inflazione	
		2022	2023	2022	2023
Fondo monetario internazionale	26-lug	3,0	0,7		
Consensus Economics <sup>(1)</sup>	20-lug	2,8	1,3	6,9	3,1
Banca d'Italia <sup>(1)</sup>	15-lug	3,1	1,2	7,8	4,0
Commissione europea <sup>(2)</sup>	14-lug	2,9	0,9	7,4	3,4
Oxford Economics <sup>(1)</sup>	14-lug	3,5	1,0	6,8	1,8
Prometeia <sup>(1)</sup>	04-lug	2,9	1,9	6,8	3,1
REF -Ricerche <sup>(1)</sup>	01-lug	2,7	1,0	6,4	2,3
Istat <sup>(3)</sup>	07-giu	2,8	1,9	5,8	2,6
<i>Per memoria</i>					
MEF - DEF 2022 <sup>(3)</sup>	06-apr	3,1	2,4	5,8	2,1

(1) Dato corretto per i giorni lavorativi. – (2) Indice dei prezzi armonizzato. – (3) Deflatore dei consumi.

adottate per le esogene internazionali, oltre che sulla finanza pubblica e sugli impatti economici del conflitto in Ucraina.

### ***Le previsioni sulle componenti della spesa***

Nel periodo di previsione l'attività economica in Italia sarebbe soprattutto trainata dalle componenti interne di domanda; l'apporto degli scambi con l'estero sottrarrebbe quasi mezzo punto alla crescita del PIL del 2022 e il contributo della variazione delle scorte sarebbe modesto.

Nella media del 2022 i consumi delle famiglie sono attesi in aumento del 2,0 per cento, un ritmo inferiore rispetto quello del PIL; nel 2023, nonostante la progressiva attenuazione delle pressioni inflazionistiche, la spesa delle famiglie rallenterebbe (0,8 per cento) per via dell'indebolimento dei redditi da lavoro. L'incertezza resterebbe elevata e il tasso di risparmio, pur flettendo lievemente, si attesterebbe su valori ancora superiori a quelli pre-crisi alla fine del biennio di previsione.

L'accumulazione di capitale, dopo il balzo dello scorso anno (al 17,0 per cento), proseguirebbe a ritmi più contenuti nel biennio 2022-23 (9,4 per cento quest'anno e 2,7 nel prossimo). La componente delle costruzioni (in crescita del 7,0 per cento nella media del biennio) continuerebbe a costituire il maggiore fattore di traino della spesa per investimenti, grazie all'effetto delle misure di stimolo previste nel PNRR e di quelle finanziate attraverso il bilancio pubblico nazionale; l'espansione degli investimenti in macchine e attrezzature è attesa più moderata (5,2 per cento in media nel periodo 2022-23), risentendo maggiormente dell'incertezza, del rallentamento del commercio mondiale e del rialzo dei tassi di interesse. L'incidenza tra il valore degli investimenti complessivi e il PIL si porterebbe poco al di sopra del 21 per cento nel 2023; la quota di investimenti pubblici salirebbe al 3,7 per cento, il valore raggiunto prima della crisi globale finanziaria.

La dinamica delle esportazioni di quest'anno (8,1 per cento), sospinta dal deprezzamento dell'euro e dalla competitività di prezzo, è attesa sopravanzare nettamente quella dei mercati esteri rilevanti per l'Italia (3,8 per cento), configurando guadagni di quote di mercato; si stima in particolare un consistente recupero della componente dei servizi per effetto della ripresa dei flussi turistici internazionali. La dinamica delle importazioni (10,1 per cento) dovrebbe però eccedere quella delle vendite all'estero, a riflesso dell'attivazione della domanda interna, in particolare per investimenti. Le esportazioni rallenterebbero nel 2023 (al 3,0 per cento) su ritmi simili a quelli del commercio internazionale. La decelerazione degli acquisti dall'estero è prevista più marcata, a riflesso di una evoluzione meno vivace delle componenti di domanda a elevato contenuto di beni esteri, come le esportazioni e gli investimenti in beni strumentali. Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti in percentuale

del PIL risulterebbe lievemente negativo quest'anno, in massima parte per il disavanzo della bilancia energetica, per poi ritornare in attivo nel prossimo.

### ***Le previsioni sul mercato del lavoro e sull'inflazione***

L'occupazione, misurata in termini di unità di lavoro standard (ULA), aumenterebbe nel biennio di previsione a un ritmo superiore al PIL (2,3 per cento in media, dal 7,6 nel 2021), anche per effetto della riduzione del ricorso agli strumenti di integrazione salariale. Il numero di occupati, sulla base della definizione della Rilevazione sulle forze di lavoro, è previsto crescere (1,1 per cento nella media del biennio) invece meno del prodotto, in particolare nel 2023. La partecipazione al mercato del lavoro tenderebbe a moderarsi, riflettendo la flessione delle persone in cerca di occupazione, più sostenuta quest'anno. Il tasso di disoccupazione è proiettato in moderata diminuzione, per attestarsi poco sopra all'8,0 per cento alla fine del periodo di previsione.

L'inflazione misurata attraverso il deflatore dei consumi è attesa in deciso aumento quest'anno (7,4 per cento), sospinta prevalentemente dalle componenti più volatili. Si prevede che le imprese rivedano al rialzo i propri listini di vendita, per effetto delle tensioni sulle catene di fornitura e dell'impennata del costo degli *input* produttivi, che sarebbero traslati sui prezzi al dettaglio. Nel 2023 il deflatore dei consumi rallenterebbe (al 3,5 per cento) con l'allentamento delle tensioni sui mercati delle materie prime (energetiche e non), coerentemente con le relative quotazioni di mercato a termine. Si stima che le pressioni derivanti dalla maggiore inflazione siano incorporate in misura molto parziale nella dinamica salariale, che si attesterebbe intorno al 2,5 per cento nella media dell'orizzonte di previsione. Il deflatore del PIL aumenterebbe a un ritmo nettamente inferiore a quello del deflatore dei consumi privati nell'anno in corso (3,1 per cento) e di poco superiore nel successivo, quando sarebbe attivato dalle ragioni di scambio.

### ***Principali revisioni rispetto alle previsioni di primavera***

Rispetto al quadro macroeconomico formulato dall'UPB in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni del DEF 2022, le proiezioni sulla dinamica dell'attività economica sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali per quest'anno, mentre sono state ridotte di 1,2 punti sul 2023, per il protrarsi della guerra in Ucraina e per il deterioramento in atto del contesto internazionale. La revisione delle stime di crescita nel 2023 è ascrivibile alla domanda interna, frenata dalla maggiore incertezza e dalla marcata dinamica inflazionistica.

Con riferimento alle variabili di prezzo, rispetto alle previsioni dell'UPB di aprile la dinamica del deflatore dei consumi è stata rialzata di circa 1,5 punti percentuali sia per quest'anno sia per il prossimo, a riflesso delle maggiori pressioni derivanti dalla

componente energetica. Il deflatore del PIL è cambiato lievemente per il 2022, mentre per il successivo è stato aumentato per oltre mezzo punto percentuale; nel complesso la dinamica del PIL nominale è stata confermata per quest'anno mentre è stata ridotta di quasi mezzo punto percentuale per il successivo.

### ***Rischi per la previsione***

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a rischi di varia natura, soprattutto di matrice internazionale, prevalentemente orientati al ribasso.

Il conflitto in corso alle porte dell'Unione rappresenta certamente il rischio maggiore, su tutti gli orizzonti di previsione. La guerra ha determinato bruschi incrementi nei prezzi, ma diventa probabile una maggiore durata delle ostilità con restrizioni negli approvvigionamenti delle materie prime, soprattutto energetiche e agricole. Il quadro previsivo presentato in questa Nota non assume il blocco delle forniture di gas importato dalla Russia nel periodo di previsione. Se tale interruzione dovesse invece concretizzarsi le ricadute sull'economia italiana sarebbero consistenti, quantificabili anche in alcuni punti di PIL (si veda il Riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo e gli scenari sulle forniture di gas"). Va tuttavia osservato che l'ordine di grandezza degli impatti deriva da una molteplicità di fattori e condizioni, di varia natura e difficilmente prevedibili; a seconda di tali condizioni, alcune delle quali di natura istituzionale e regolamentare, gli effetti di un tale *shock* potrebbero variare in misura significativa.

Nel quadro dell'UPB si assume che nell'orizzonte di previsione non si rendano necessarie restrizioni alla mobilità individuale e alle attività produttive per il contrasto alla pandemia. Dai mesi primaverili, tuttavia, si è registrata una progressiva ripresa delle infezioni, a riprova del fatto che il COVID-19 costituisce ancora un fattore di rischio non del tutto superato.

Già lo scorso autunno l'economia internazionale risentiva di frizioni nella logistica, di colli di bottiglia nell'offerta e di fortissimi aumenti dei costi energetici, poi inaspriti dal conflitto russo-ucraino. In Italia, i rincari e la carenza di materie prime e beni intermedi potrebbero incidere sull'ipotesi dell'integrale, tempestiva ed efficiente attuazione dei progetti di investimento del PNRR. In Europa, il peggioramento della fiducia delle imprese potrebbe tradursi in un'inversione ciclica già nel breve termine.

I rischi sulla dinamica dei prezzi si concentrano prevalentemente sul 2023 quando si sconta una fase di riassorbimento dei picchi osservati nei mesi più recenti, sulla base delle informazioni desumibili dai mercati a termine delle materie prime. Poiché i prezzi di tali mercati sono estremamente volatili, l'ipotesi di una flessione delle quotazioni nel prossimo anno appare gravata da un'incertezza molto ampia e non si può escludere uno scenario di prezzi ancora in crescita sostenuta.



## Riquadro – Le ipotesi dell’esercizio previsivo e gli scenari sulle forniture di gas

**Le ipotesi sul contesto internazionale.** L’esercizio si riferisce al biennio 2022-23 e incorpora le variabili esogene internazionali aggiornate sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 26 luglio. In particolare, si assume: 1) il commercio mondiale di beni e servizi in forte rallentamento nel 2022 (al 3,8 per cento dal 9,3 del 2021) e in ulteriore decelerazione nel prossimo (al 2,4 per cento); 2) la progressiva normalizzazione delle condizioni monetarie, con il tasso di interesse a breve nell’area euro appena negativo nell’anno in corso e poco superiore all’1,0 per cento nel 2023; 3) il tasso di cambio del dollaro rispetto all’euro in apprezzamento a 1,05 nella media del periodo 2022-23 (da 1,18 nel 2021); 4) un marcato incremento del prezzo del greggio a oltre 100 dollari per barile nel 2022 e, secondo le quotazioni dei mercati *futures*, una flessione nel prossimo; 5) un balzo delle quotazioni in euro del gas oltre i 130 euro/MWh quest’anno e una stabilizzazione nel prossimo.

**Le ipotesi e gli impatti della finanza pubblica.** Il quadro di finanza pubblica tiene conto dei provvedimenti previsti dalle precedenti leggi di bilancio, delle misure introdotte con il DEF 2022 e della piena, tempestiva ed efficace attuazione del PNRR. Riguardo a quest’ultimo, sulla base di simulazioni effettuate dall’UPB con il modello MeMo-It, l’insieme delle misure disposte nel PNRR innalzerebbe il PIL dell’Italia di circa 1,5 punti nel biennio<sup>5</sup>.

**Scenari di riduzione delle forniture del gas dalla Russia.** L’eventuale blocco delle forniture di gas naturale da parte della Russia nel periodo di previsione, non considerato nella previsione di base, avrebbe ricadute potenzialmente consistenti sull’economia italiana. Dalla rassegna dei recenti contributi, di analisti privati e istituzionali, nazionali e internazionali (tab. R1), emerge che il PIL dell’Italia potrebbe ridursi tra 0,7 e 2,8 punti percentuali nel 2022 e tra 1,5 e 3,8 punti nel prossimo; i prezzi al consumo aumenterebbero tra 1,3 e 1,5 punti percentuali nell’anno in corso e tra 2,0 e 6,3 punti nel 2023. Le stime sono molto differenziate, in quanto si basano su ipotesi di lavoro, modelli econometrici e metodologie tra loro eterogenee; al di là degli aspetti metodologici delle simulazioni, gli impatti macroeconomici dipenderanno molto dall’efficacia con cui gli Stati fronteggeranno le minori forniture di gas, a seconda di come sarà anticipato, pianificato e gestito il razionamento dei consumi di gas. Nel complesso è da ritenersi che il periodo più a rischio di ripercussioni sia tra la fine di quest’anno e l’inizio del prossimo, per cui i principali effetti si manifesterebbero sulle dinamiche del 2023, piuttosto che su quelle dell’anno in corso.

**Tab. R1 –** Valutazioni dell’impatto sul PIL dell’Italia dell’interruzione delle forniture di gas dalla Russia

Previsore	Ipotesi	Impatto sul PIL
FMI (19 luglio)	Scenari alternativi a seconda del grado di frammentazione del mercato del gas liquido (GLN)	Da -1,0pp a -5,7pp (media tra gli scenari)
HSBC (18 luglio)	Output dei settori energivori ridotto del 50 per cento; consumo domestico di gas ed energia ridotto del 20 per cento	-2,7pp in un anno
Banca d’Italia (15 luglio)	Dalla seconda metà del 2022 le importazioni di beni energetici dalla Russia si arrestano completamente per un anno; sostituzione dei 2/5 delle forniture di gas	-2,3pp nel 2022; -3,3pp nel 2023
Oxford Economics (14 luglio)	Blocco dell’offerta di gas in Europa nella seconda metà del 2022, accompagnato da rincari delle quotazioni di gas e petrolio	-0,7pp nel 2022; -3,8pp nel 2023
Confindustria - CSC (28 maggio)	Azzeramento dell’import di gas dalla Russia dalla seconda metà del 2022 con parziale sostituzione attraverso fonti alternative; rincaro gas (oltre i 200 euro/mwh da giugno 2022) e del petrolio (quasi 150 dollari/barile)	1,2pp tra primavera 2022 e inverno 2023; impatto aggiuntivo di circa 1pp nei restanti mesi del 2023
MEF (6 aprile)	Scenari alternativi a seconda del blocco delle forniture dalla Russia	-1,6pp nel 2022; -1,5pp nel 2023 (media tra gli scenari)

Fonte: Fondo monetario internazionale, HSBC, Banca d’Italia, Oxford Economics, Confindustria, MEF.

<sup>5</sup> Si veda il riquadro “Un aggiornamento della valutazione sull’impatto macroeconomico del PNRR”, in Rapporto UPB sulla programmazione di bilancio 2022.