

Sommario*

L'inflazione globale si sta riducendo e le banche centrali si apprestano a rendere le condizioni monetarie più espansive. La Banca centrale europea (BCE) ha già avviato, in giugno, un primo taglio dei tassi d'interesse ufficiali; sono attesi nuovi allentamenti, con una tempistica che sarà dettata dalle informazioni congiunturali e prospettiche che si renderanno via via disponibili. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha recentemente confermato le attese di rafforzamento del commercio mondiale, ma il quadro globale resta fragile soprattutto a causa delle guerre, militari e commerciali, in atto. I prezzi delle materie prime restano volatili e in seguito alle elezioni europee si sono manifestate alcune tensioni, in gran parte rientrate, sugli spread di rendimento.

Dopo il recupero lievemente superiore alle attese del primo trimestre, l'economia italiana si è mantenuta su una fase ciclica moderatamente espansiva. I dati preliminari di contabilità nazionale, recentemente diffusi dall'Istat, delineano una dinamica congiunturale del PIL allo 0,2 per cento nel secondo trimestre, appena inferiore a quella del periodo precedente. A fronte della persistente flessione dell'attività industriale e del rallentamento delle costruzioni, il settore terziario continua a supportare l'attività economica. L'occupazione si conferma in crescita e le pressioni salariali nel settore privato si sono lievemente rafforzate, ma rispetto al 2021 la perdita di salario reale dei lavoratori italiani resta significativa. L'inflazione il mese scorso si è portata sopra l'uno per cento, ma resta ben al di sotto dei valori registrati nell'area dell'euro. Secondo analisi dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) l'incertezza delle famiglie e delle imprese italiane è elevata, però le condizioni di accesso al credito stanno migliorando. L'attività economica si espanderebbe nella seconda metà dell'anno in misura moderata.

L'UPB stima che il PIL dell'Italia aumenterebbe dell'1,0 per cento sia quest'anno sia nel 2025. Rispetto a quanto previsto in primavera, in occasione dell'esercizio di validazione del Documento di economia e finanza (DEF) 2024, si è apportata una contenuta revisione al rialzo per il 2024, in virtù dei migliori dati osservati nella prima parte dell'anno. Le attese sul 2025 sono invece state marginalmente liminate, principalmente per il deterioramento del contesto internazionale.

I rischi delle previsioni per l'economia italiana sono prevalentemente di natura esogena. Sullo scenario internazionale gravano soprattutto le tensioni geopolitiche e commerciali e la volatilità dei prezzi delle materie prime. Vi sono rilevanti fattori d'incertezza anche sul fronte interno, sull'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) e sull'effetto della rimodulazione degli incentivi all'edilizia residenziale.

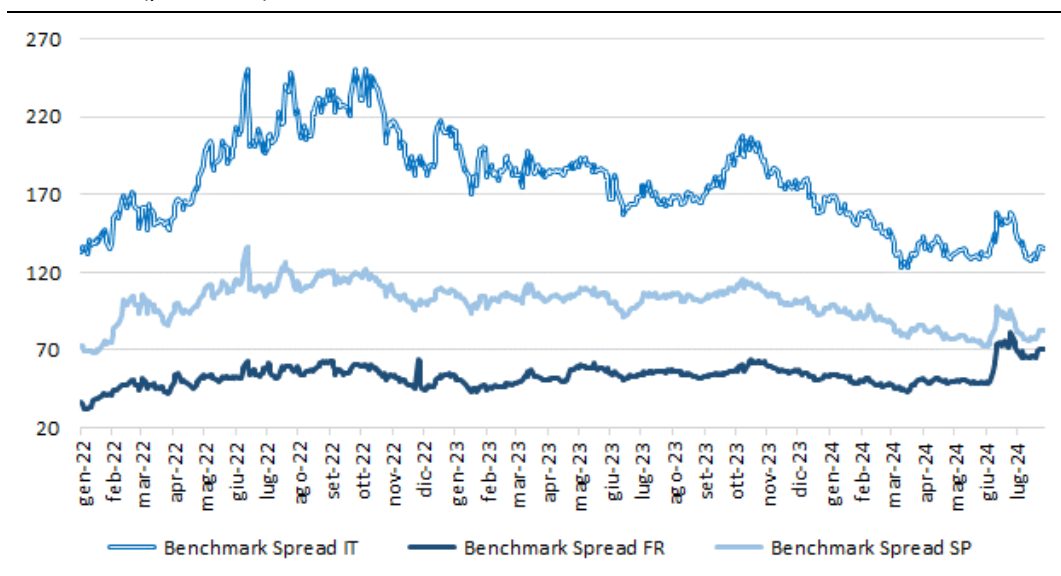
* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 31 luglio 2024.

Il contesto internazionale

L'economia internazionale sta procedendo nella fase di normalizzazione, dopo i forti *shock* degli ultimi quattro anni. Le principali economie avanzate mostrano una crescita moderata, sostenuta anche dal mercato del lavoro. Nell'area euro l'occupazione è su un sentiero di espansione quindi il tasso di disoccupazione si va riducendo. La flessione del tasso di inflazione ha spinto la BCE a giugno al taglio dei tassi di riferimento di 25 punti base (dal 4,5 a 4,25 per cento), anticipando le decisioni della Riserva Federale americana (FED) che fronteggia un'inflazione più elevata e più persistente di quella europea. Di contro, il prezzo delle materie prime e in particolare del Brent ha mostrato rialzi mensili, già dal mese di febbraio. I rincari hanno scontato il perdurare dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente, che alimentano l'incertezza sul piano geo-politico ed economico. Permangono le strozzature dell'offerta derivanti dalle tensioni nel Mar Rosso e dal riorientamento delle rotte commerciali verso il Capo di Buona Speranza, innalzando i tempi e i costi di spedizione. La seconda parte del 2024, secondo le più recenti previsioni, sarà caratterizzata dall'ulteriore rientro dell'inflazione, ma la dinamica dei prezzi nei servizi e le prospettive di ulteriori dazi nel settore automobilistico potrebbero rallentare il processo di disinflazione.

Lo *spread* tra i titoli decennali italiani e i Bund tedeschi si è ampliato in giugno (da 134,9 punti base del 7 giugno a 151,2 nella media dei restanti giorni del mese), anche in seguito alle elezioni europee. Nei primi giorni di luglio, in concomitanza con le elezioni francesi, si è evidenziato un nuovo incremento del differenziale, poi rientrato su valori simili a quelli dell'inizio di giugno (fig. 1). Gli *spread* dei titoli sovrani della Francia e della Spagna hanno

Fig. 1 – Differenziale tra i tassi di interesse dei titoli pubblici a 10 anni di Italia, Spagna e Francia rispetto a quelli dei Bund tedeschi.
(punti base)



Fonte: LSEG.

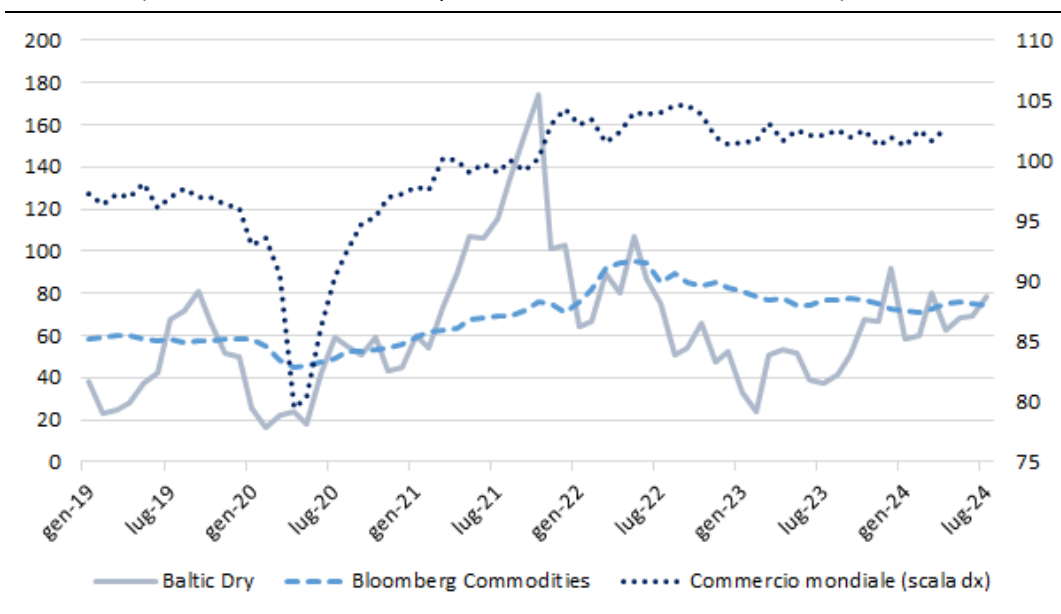
avuto variazioni simili a quelle del nostro Paese ma su scale ridotte. Resta però elevata l'incertezza istituzionale e politica, anche con riferimento alle prossime elezioni negli Stati Uniti, per cui le condizioni dei mercati finanziari potrebbero cambiare velocemente.

La fase ciclica delle principali economie è moderatamente espansiva. Negli Stati Uniti il PIL nel secondo trimestre del 2024 ha registrato un'accelerazione oltre le attese, al 2,8 per cento annualizzato (dall'1,4 del primo trimestre). L'attività è stata sostenuta dalla spesa per consumi in beni e servizi, dalle scorte e dagli investimenti in macchinari; il commercio con l'estero ha contribuito negativamente al PIL, prevalentemente a causa del forte rialzo delle importazioni.

La crescita nell'area dell'euro rimane modesta. Il lento rientro dell'inflazione e la riduzione del costo del credito non hanno ancora un riscontro sulla ripresa dei consumi privati e in generale della domanda interna. Il PIL dell'area nel secondo trimestre ha confermato la variazione congiunturale allo 0,3 per cento, con la Germania e la Francia su dinamiche opposte (-0,1 e 0,3 per cento, rispettivamente).

In Cina il PIL è cresciuto del 5,3 per cento nel primo trimestre 2024 rispetto a un anno fa, ma ha decelerato nel secondo trimestre, al 4,7 per cento. Le ragioni principali del rallentamento risiedono nel prolungarsi della crisi immobiliare che incide sui consumi privati e la domanda interna, nonostante un tasso di inflazione vicino alla deflazione (0,2 per cento a giugno) e inferiore alle attese degli analisti.

Fig. 2 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2010 = 100; per il commercio mondiale 2021=100)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, Baltic Exchange e Bloomberg.

Gli indicatori ad alta frequenza mostrano un rincaro del costo di trasporto delle materie prime non liquide e delle derrate alimentari, misurato dal *Baltic Dry Index*; l'indice normalmente riflette la dinamicità dei flussi di commercio ma in questo periodo risente dell'impatto sui prezzi delle tensioni nel Mar Rosso. Nel periodo gennaio-luglio 2024, i prezzi *futures* delle materie prime agricole misurate dall'indice Bloomberg Commodities segnalano una moderata discesa rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Gli ultimi dati sul commercio internazionale registrano un aumento contenuto nel mese di maggio, con una variazione su base annua pari a 0,2 per cento, dopo una crescita tendenziale più sostenuta in aprile (fig. 2).

Le previsioni aggiornate del Fondo monetario internazionale

Nel suo ultimo rapporto previsivo il FMI ha sostanzialmente confermato le attese di crescita globale, rivedendo solo marginalmente al rialzo quelle per il prossimo anno (tab. 1); le revisioni sono nulle per i paesi avanzati e lievemente al rialzo per quelli emergenti, trainati dalla crescita dell'economia cinese sia per il 2024 che per il 2025; i recenti dati sulla congiuntura cinese nel secondo trimestre di quest'anno potranno però indurre una revisione di senso contrario nelle prossime tornate previsive. Per il commercio mondiale si è sostanzialmente confermata la prospettiva di un rafforzamento quest'anno e, in misura ridotta, anche nel prossimo. La dinamica dei prezzi nelle economie avanzate, seppur in attenuazione rispetto al 2023, è rivista al rialzo a causa degli aumenti del prezzo del greggio e delle materie prime agricole.

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO Update luglio 2024			Differenze da WEO aprile 2024	
	2023	2024	2025	2024	2025
Prodotto mondiale	3,1	3,2	3,3	0,0	0,1
<i>Economie avanzate</i>	1,6	1,7	1,8	0,0	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,5	2,6	1,9	-0,1	0,0
<i>Area dell'euro</i>	0,5	0,9	1,5	0,1	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,1	4,3	4,3	0,1	0,1
<i>Cina</i>	5,2	5,0	4,5	0,4	0,4
Commercio mondiale	0,4	3,1	3,4	0,1	0,1

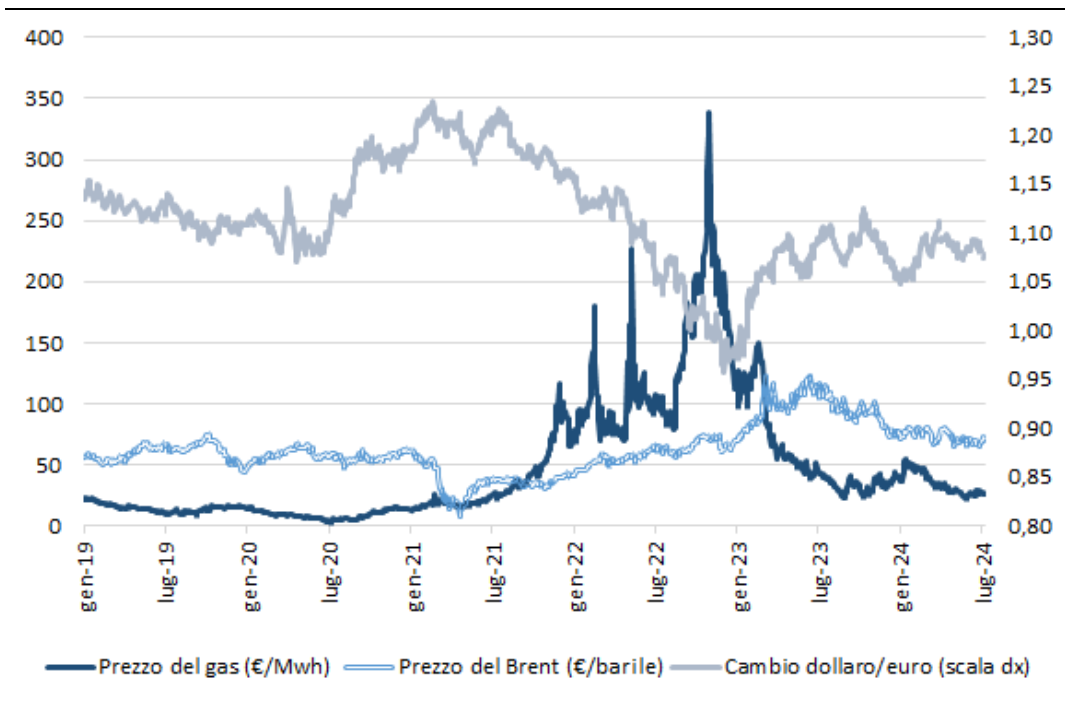
Fonte: FMI, *World Economic Outlook update*, luglio 2024.

Proseguono le tensioni sui mercati delle materie prime energetiche

Gli attacchi alle navi nel Mar Rosso e i rischi legati al conflitto in Medio Oriente continuano ad alimentare pressioni inflazionistiche nel processo a monte della formazione dei prezzi, aumentando l'incertezza sui costi del petrolio. Dall'inizio del 2024 il prezzo del Brent per barile, espresso in dollari, è in lieve crescita (fig. 3). A questo si aggiunge che l'Opec+, il gruppo di Paesi produttori di petrolio che include la Russia, agli inizi di giugno ha deciso di estendere i tagli alla produzione di greggio fino al 2025 per sostenere i prezzi.

Dopo la flessione iniziata lo scorso ottobre, anche il prezzo del gas naturale rilevato sul mercato olandese (TTF) ha ripreso a salire moderatamente negli ultimi mesi. In giugno le quotazioni sono tornate in media al di sopra dei 34 euro per megawatt-ora, come ad agosto dello scorso anno. Il cambio tra il dollaro e l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei primi sei mesi dell'anno, su valori prossimi a 1,08 dollari per euro.

Fig. 3 – Prezzo del petrolio, del gas e tasso di cambio
(quotazioni in euro)



Fonte: S&P Global.

L'inflazione dell'area dell'euro flette lentamente a causa della persistenza nei servizi

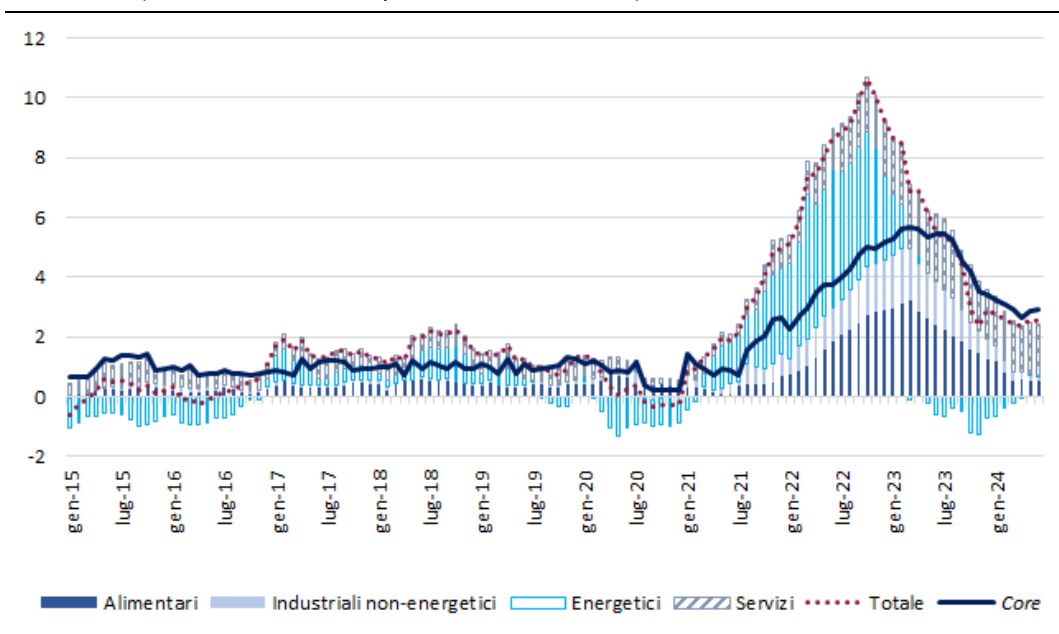
L'inflazione negli Stati Uniti si è ridotta negli ultimi tre mesi. Il dato di giugno mostra una variazione tendenziale dei prezzi pari al 3,0 per cento (dal 3,3 di maggio); al netto delle componenti più volatili, l'inflazione continua a mostrare una certa persistenza ma pur sempre con una dinamica moderatamente discendente (3,3 per cento di giugno dal 3,4 del mese precedente). Il dato di giugno rafforza l'attesa di diversi analisti di possibili tagli

da parte della FED in autunno, nonostante la sorpresa congiunturale positiva sulla crescita del PIL in primavera.

Nell'area dell'euro l'inflazione mostra una tendenza alla riduzione dalla fine del 2022, però negli ultimi mesi si è pressoché stabilizzata intorno al 2,5 per cento. In luglio, secondo la stima preliminare, la dinamica dei prezzi ha riportato un moderato aumento, al 2,6 per cento (dal 2,5 di giugno; fig. 4) dovuto principalmente ad una crescita sostenuta della componente energia, trainata dalla Francia. La componente dei servizi resta persistente e infatti l'inflazione di fondo non flette per il terzo mese consecutivo. L'eterogeneità tra i principali paesi dell'area continua a essere una caratteristica rilevante per l'Europa: in particolare la Germania mostra in luglio un'inflazione al 2,6 per cento, come la media dell'area, mentre in Italia il valore è inferiore, sebbene in aumento (all'1,7 per cento, nella misura armonizzata, dallo 0,9 di giugno).

Nell'area dell'euro le aspettative d'inflazione degli operatori rientrano lentamente e le attese sul tasso *swap* sull'inflazione in euro a 10 anni sembrano convergere intorno al 2,55 per cento (media giugno-luglio), rispetto al 2,59 per cento della media di aprile-maggio. Per gli Stati Uniti le attese sono più elevate rispetto all'Europa, per ogni scadenza (fig. 5), anche per via del premio al rischio derivante dall'incertezza sull'esito delle elezioni di novembre. La curva dell'inflazione desumibile dagli *swap* indicizzati ai prezzi continua a essere piuttosto piatta; infatti, lo *spread* tra le attese a dieci e due anni è inferiore a 40 punti base per l'area dell'euro ed è quasi nullo per gli Stati Uniti.

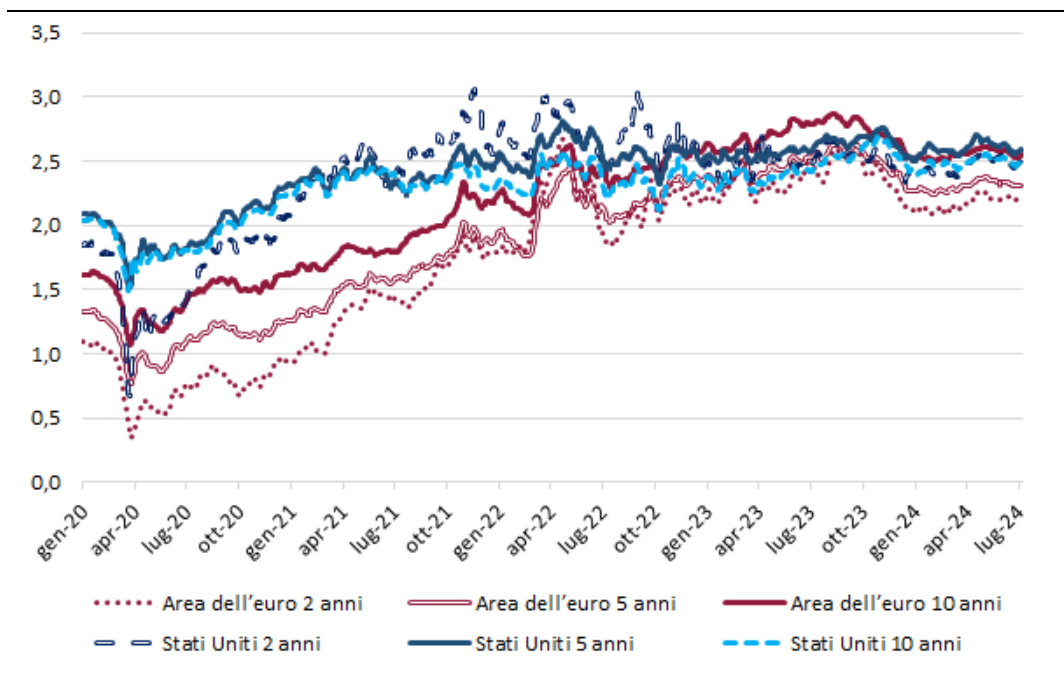
Fig. 4 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



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



Fonte: S&P Global.

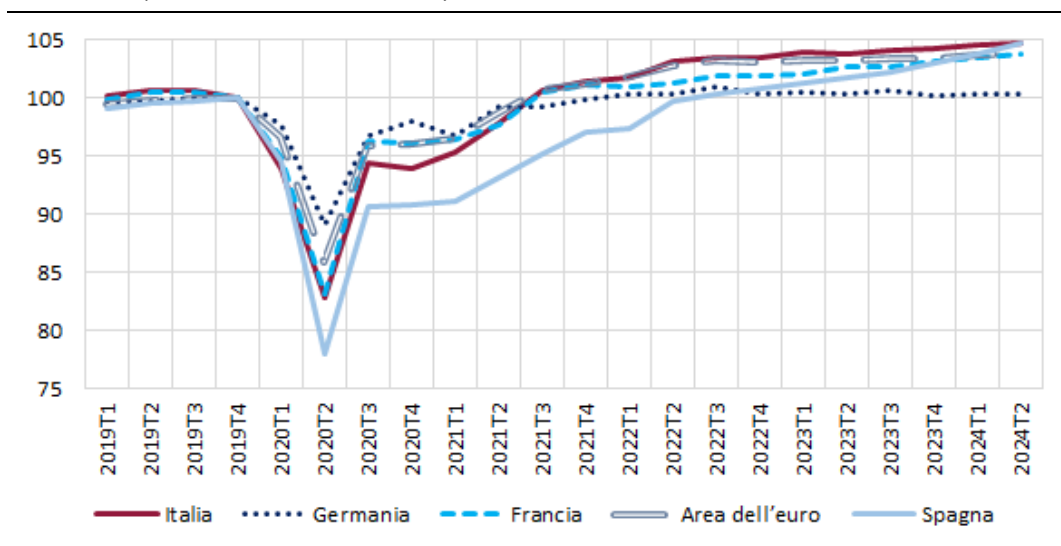
L'economia italiana

Nel secondo trimestre la dinamica del PIL è rimasta contenuta

Il 2024 si è aperto con una variazione trimestrale congiunturale del PIL dello 0,3 per cento, prossima a quella media dello scorso anno. Alla lieve ripresa dei consumi delle famiglie si è associata una crescita ancora sostenuta degli investimenti in costruzioni, accompagnata da un contributo positivo del commercio estero, grazie in particolare alla contrazione delle importazioni. Il valore aggiunto a prezzi base per il totale dell'economia è cresciuto dello 0,4 per cento, trainato dai maggiori settori, con l'eccezione dell'industria in senso stretto che ha registrato una flessione (-0,4 per cento).

Nel secondo trimestre, sulla base dei dati preliminari rilasciati dall'Istat a fine luglio, il PIL è aumentato dello 0,2 per cento, decelerando su base congiunturale ma accelerando allo 0,9 per cento rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno. La variazione acquisita per il 2024 si attesta allo 0,7 per cento. La crescita nei mesi primaverili è stata sospinta dall'espansione dei servizi, a fronte di un calo nell'agricoltura e nell'industria (l'insieme delle costruzioni e dell'industria in senso stretto). Dal lato della domanda vi è stato un contributo positivo della componente nazionale al lordo delle scorte e negativo della componente estera netta. La dinamica congiunturale del PIL dell'Italia è risultata superiore a quella tedesca (che torna a flettere, di un decimo di punto percentuale) e sostanzialmente in linea con quella dell'area dell'euro e della Francia (entrambe allo 0,3 per cento); si conferma la buona fase ciclica della Spagna, la cui dinamica congiunturale permane allo 0,8 per cento. Nel confronto con i livelli pre-pandemia l'attività economica

Fig. 6 – PIL dell'area dell'euro e delle sue maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

del nostro Paese è superiore per 4,7 punti percentuali, un differenziale identico a quello della Spagna e lievemente superiore a quelli della Francia e dell'area dell'euro (entrambi prossimi al 4,0 per cento); al contrario i livelli di PIL della Germania risultano sostanzialmente allineati a quelli della fine del 2019 (fig. 6).

Gli orientamenti di spesa delle famiglie sono improntati alla cautela

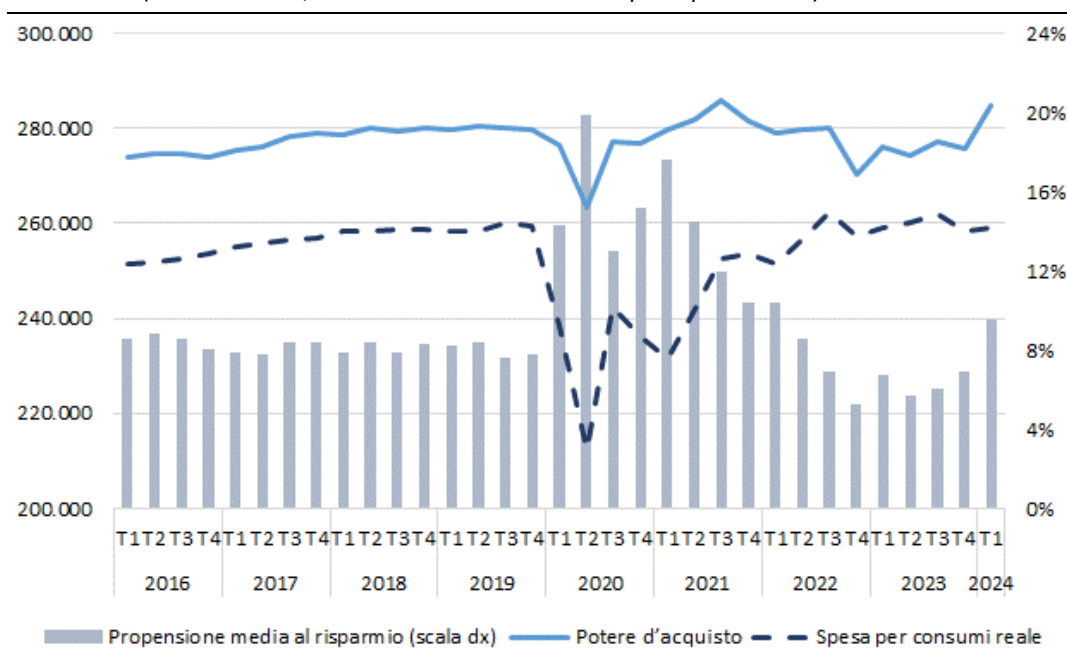
Nei primi tre mesi di quest'anno i consumi privati hanno registrato un lieve recupero (0,3 per cento su base congiunturale), dopo il calo marcato nello scorcio finale del 2023 (-1,4 per cento nella media ottobre-dicembre rispetto al terzo trimestre). Gli acquisti delle famiglie in inverno sono stati eterogenei tra le diverse componenti: sono aumentati in misura non trascurabile gli acquisti di beni durevoli e non durevoli (rispettivamente 1,3 e 1,7 per cento), mentre si sono ridotti quelli di semi-durevoli (-1,5 per cento) e di servizi (-0,6 per cento) che ancora non recuperano i livelli pre-pandemia.

La spesa privata nel primo trimestre dell'anno in corso ha beneficiato del buon andamento del mercato del lavoro e della fiducia dei consumatori. Il potere d'acquisto delle famiglie è rapidamente cresciuto (3,3 per cento nel primo trimestre), portandosi sui massimi degli ultimi due anni e oltre i livelli pre-pandemici. Il reddito disponibile delle famiglie nel primo trimestre ha beneficiato anche della disinflazione, in quanto la correzione per i prezzi è stata modesta. La dinamica dei consumi è stata più moderata di quella dei redditi, determinando una crescita della propensione al risparmio di quasi tre punti, al 9,5 per cento (fig. 7), un valore elevato anche in rapporto alle medie del periodo pre-pandemia.

Nel secondo trimestre si è mantenuta la cautela negli orientamenti di spesa dei consumatori. Sulla base di elaborazioni dell'UPB l'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio sarebbe diminuito rispetto al trimestre precedente, a riflesso di cali sia per la componente dei beni sia per quella dei servizi. Indicazioni di una sostanziale stasi, sebbene limitata ai mesi di aprile e maggio, giungono anche dai dati Istat sulle vendite al dettaglio, sia per i beni alimentari che per i non alimentari.

Le opinioni dei consumatori sono rimaste pressoché invariate fra il primo e il secondo trimestre, comunque maggiormente orientate all'ottimismo rispetto al semestre precedente, sia nella dimensione personale sia per il clima generale dell'economia. Le indagini più recenti, riferite a luglio, confermano tale tendenza, con un rafforzamento della fiducia dei consumatori in tutte le dimensioni dell'indagine.

Fig. 7 – Potere d’acquisto, consumi e propensione al risparmio delle famiglie
(milioni di euro, valori concatenati al 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

L’accumulazione di capitale sta decelerando e le prospettive sono incerte

Nel trimestre iniziale dell’anno l’accumulazione di capitale ha registrato una crescita dello 0,5 per cento, più contenuta rispetto a quella osservata nello scorcio finale del 2023 (due per cento). Gli investimenti in attività immobiliari residenziali hanno rallentato su base congiunturale (1,5 per cento) pur mantenendosi in forte crescita rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Gli investimenti in fabbricati non residenziali continuano a crescere stabilmente, a ritmi analoghi a quelli registrati nel semestre precedente (2,2 per cento), mentre flette l’accumulazione di impianti e macchinari (-1,5 per cento).

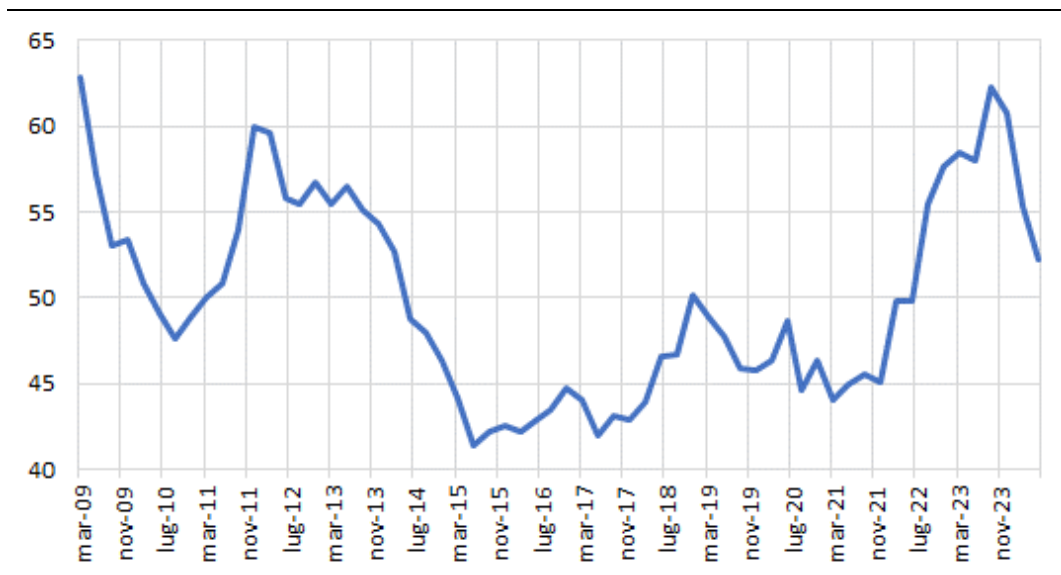
La quota di profitto (misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie) si è ridotta al 42,7 per cento, confermando la tendenza in atto dallo scorso anno. A partire dalla seconda metà del 2023 il *mark-up* per il totale dell’economia si è pressoché stabilizzato, con una lieve flessione nei servizi e nell’industria.

Le prospettive dell’accumulazione di capitale sono incerte ed eterogenee. Le rilevazioni qualitative condotte in primavera riportano condizioni per investire sfavorevoli e l’indagine di giugno della Banca d’Italia sulle aspettative di inflazione e crescita segnala un diffuso peggioramento dei giudizi sulla situazione economica generale. Le aspettative sulla domanda si sono ridimensionate nell’industria e il grado di utilizzo degli impianti nel secondo trimestre ha proseguito la tendenza al ribasso degli ultimi anni, collocandosi al 75,6 per cento.

Per contro la quota di imprese che dichiarano di fronteggiare ostacoli alla produzione è ancora diminuita, come osservato a partire dalla fine del 2022; inoltre si profila una distensione nel mercato del credito. L'ultima indagine della Banca d'Italia presso gli agenti immobiliari indica un'attenuazione delle difficoltà per ottenere un mutuo. Anche la più recente rilevazione sul credito bancario della Banca d'Italia mostra un allentamento delle restrizioni sui prestiti bancari a imprese e famiglie, prospettando una ripresa della domanda finalizzata all'acquisto di abitazioni da parte di queste ultime nel secondo trimestre. Questi sviluppi sono in linea con l'andamento dell'indicatore sulle difficoltà di accesso al mercato del credito dell'UPB, che nei trimestri più recenti ha mostrato una progressiva diminuzione delle tensioni rispetto ai picchi registrati lo scorso anno (fig. 8).

Sul fronte della raccolta, i costi sostenuti dagli intermediari finanziari rimangono elevati, contribuendo a frenare l'erogazione del credito alle imprese.

Fig. 8 – Indicatore dell'UPB sulle difficoltà di accesso al credito (1)
(indice di diffusione; soglia tra condizioni restrittive ed espansive = 50)



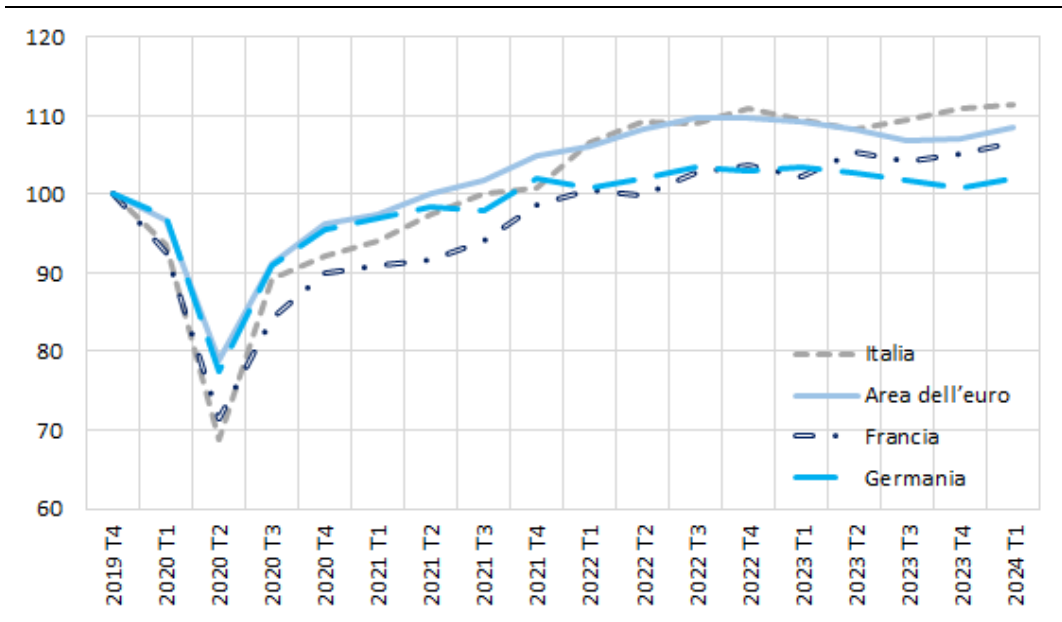
Fonte: elaborazioni UPB su dati Istat.

(1) Per i dettagli metodologici si rimanda alla [Nota sulla congiuntura di ottobre 2023](#) dell'UPB.

Le esportazioni si mantengono su livelli elevati nel confronto europeo

Nel primo trimestre dell'anno corrente il volume delle esportazioni di beni e servizi dell'Italia ha registrato un'espansione di sei decimi di punto percentuale, a prosecuzione della tendenza in atto dalla primavera dello scorso anno. All'incremento delle vendite all'estero di servizi ha fatto riscontro una lieve flessione congiunturale di quelle di beni (soprattutto quelle del comparto farmaceutico, dei mezzi di trasporto e dei prodotti della meccanica). L'evoluzione delle esportazioni italiane si mantiene più favorevole di quella dei principali partner commerciali europei e dell'area dell'euro (fig. 9).

Fig. 9 – Esportazioni dell’area dell’euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

L'avanzo di conto corrente nel primo trimestre, al netto dei fattori stagionali, è aumentato rispetto al periodo precedente, raggiungendo il 2,0 per cento del PIL. Questo miglioramento è stato guidato dal surplus dei beni, dovuto sia alla riduzione del deficit nella componente energetica, sia al maggiore avanzo di beni non energetici.

Nel bimestre aprile-maggio le vendite all'estero di beni (in valore) si sono mantenute pressoché invariate rispetto alla media del primo trimestre, sia all'interno dell'Unione europea sia sui mercati extra-UE. Il dato di giugno di commercio estero, limitato alle sole vendite in valore per i mercati extra-UE, ha registrato una lieve flessione congiunturale (-0,8 per cento). Le inchieste qualitative Istat sugli ordinativi esteri e il corrispondente indice PMI sembrano delineare nel breve termine una fase di debolezza per gli scambi con l'estero.

Le importazioni all'inizio dell'anno sono diminuite in misura marcata (-1,7 per cento rispetto al quarto trimestre del 2023), sia nella componente dei beni sia in quella dei servizi. L'aumento degli acquisti di beni dai paesi dell'area dell'euro è stato più che compensato dalla brusca contrazione degli acquisti dal resto del mondo, che ha interessato principalmente i prodotti della meccanica e le materie prime energetiche; hanno inciso pure le difficoltà nei trasporti intercontinentali, a causa degli attacchi delle milizie Huthi nel Mar Rosso. La flessione delle importazioni, accompagnata dalla crescita delle vendite all'estero, ha determinato un contributo positivo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel primo trimestre (0,7 punti percentuali), sostanzialmente in linea con quanto registrato in media nella seconda metà dello scorso anno.

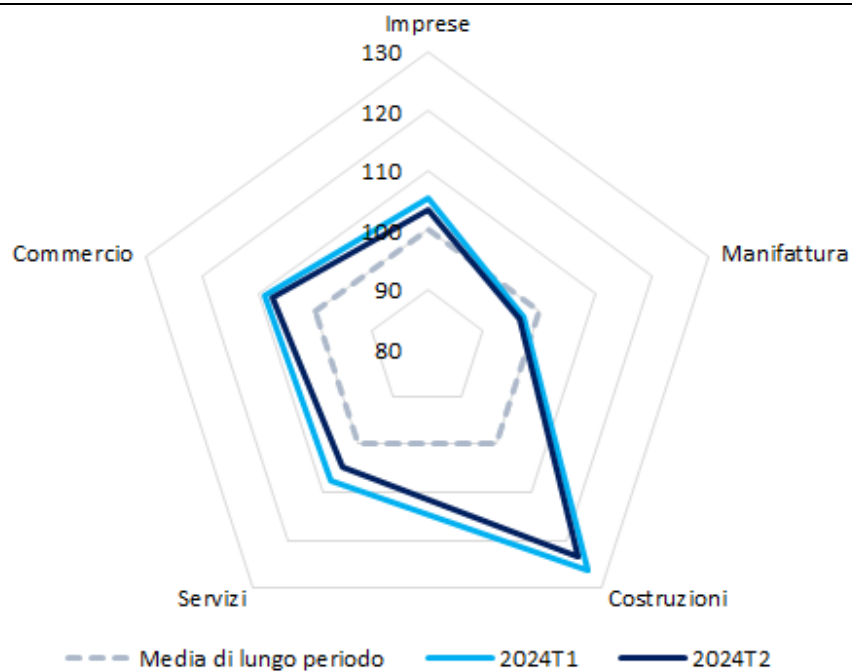
L'industria rimane debole e le costruzioni rallentano, mentre il terziario si espande

La produzione nell'industria è in flessione dalla fine del 2022. Nonostante la modesta crescita mensile osservata a maggio (0,5 per cento su aprile), nella media del periodo marzo-maggio si registra una contrazione della produzione dell'1,6 per cento rispetto ai tre mesi precedenti. Tale tendenza si riscontra in tutti i raggruppamenti eccetto il farmaceutico, la fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche e la fornitura di energia. Nelle costruzioni l'indice della produzione ha segnato due incrementi in aprile e maggio, pur flettendo rispetto al trimestre precedente nella media marzo-maggio in virtù del brusco calo di marzo. Le rilevazioni presso le imprese non sembrano anticipare inversioni di rotta nel breve termine: in giugno il PMI manifatturiero si è infatti confermato al di sotto della soglia di espansione di 50 (a 45,7 da 45,6) e l'indice Istat sulla fiducia del comparto flette nel secondo trimestre rispetto al primo, collocandosi ai minimi dal 2021. Una dinamica affine si osserva nell'edilizia, in cui la fiducia s'indebolisce di oltre due punti percentuali nel secondo trimestre e l'indice PMI mostra un rapido calo in giugno (da 49,0 a 46,0). Tale tendenza è confermata dai dati Istat sulla fiducia di luglio.

Nei primi tre mesi dell'anno il valore aggiunto dei servizi è tornato a crescere (0,3 per cento su base congiunturale) dopo la lieve flessione dell'autunno scorso. Il PMI del terziario si mantiene ampiamente oltre la soglia che delimita le fasi di espansione, ma nella media dei mesi primaverili il clima di fiducia nel comparto si è indebolito (di circa tre punti rispetto al primo trimestre). Ciononostante, sulla base degli ultimi dati Istat nel trimestre marzo-maggio il fatturato ha registrato una lieve crescita congiunturale sia in valore sia in volume. Il turismo rimane un fattore trainante per l'economia italiana. Nel 2023 si sono registrati i valori più elevati di sempre nelle rilevazioni sul settore dell'Istat; gli arrivi dall'estero sono consistenti e nel primo trimestre del 2024 il saldo della bilancia dei pagamenti turistica ha mostrato una decisa crescita tendenziale sulla base delle rilevazioni della Banca d'Italia.

Nel complesso, nella media del secondo trimestre l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, si riduce di circa due punti, riflettendo una flessione diffusa tra le componenti (fig. 10). Nel periodo più recente l'incertezza di famiglie e imprese, secondo la misura elaborata dall'UPB, si è marginalmente incrementata, sospinta prevalentemente dalla componente relativa alle imprese (fig. 11).

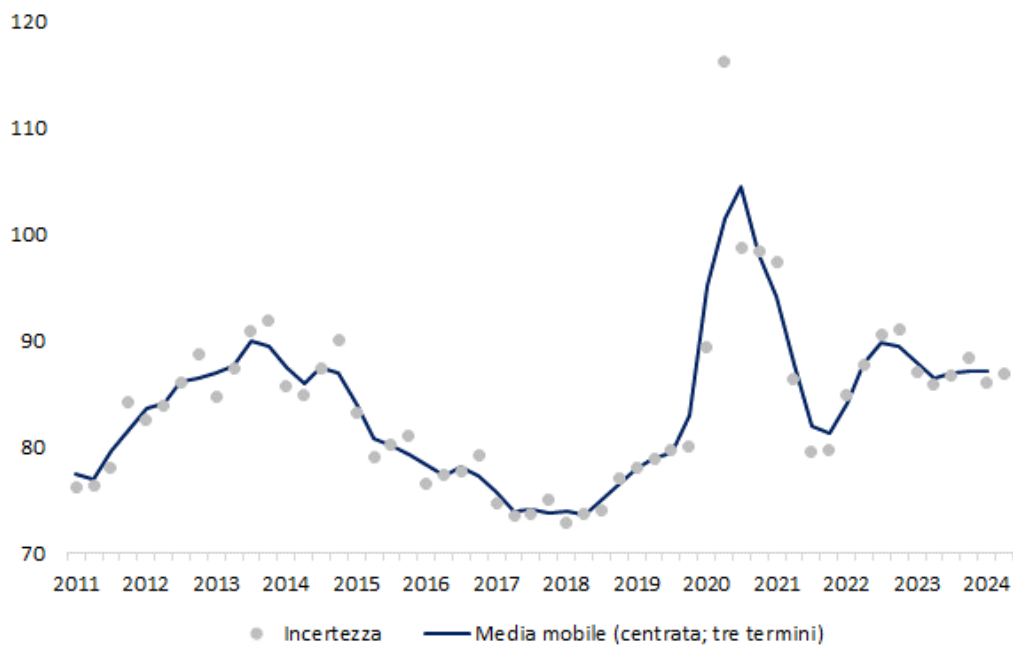
Fig. 10 – Indice della fiducia dei comparti produttivi (1)



Fonte: Istat.

(1) La media di lungo periodo è calcolata tra gennaio 2010 e giugno 2024.

Fig. 11 – Indice di incertezza dell'UPB
(numero indice, 1993 T1=100)



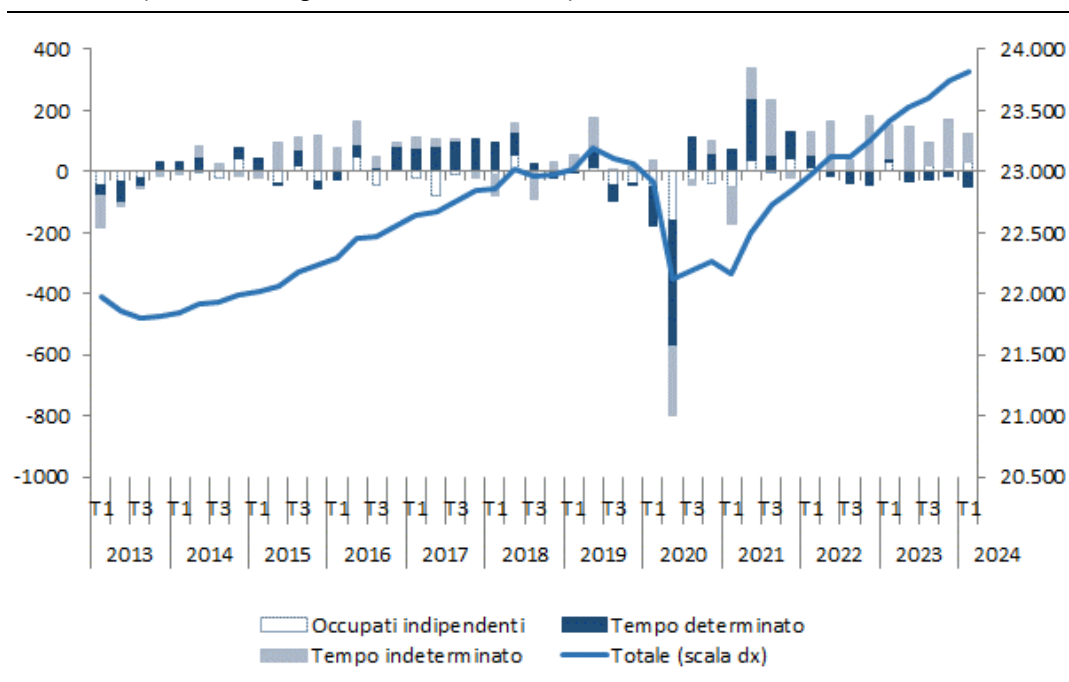
Fonte: elaborazioni UPB su dati Istat.

L'occupazione continua ad aumentare e la dinamica salariale si rafforza moderatamente

Il mercato del lavoro è rimasto in espansione nei mesi invernali. Le ore lavorate sono aumentate, sebbene rallentando (0,6 per cento, da 0,8 nei precedenti tre mesi); le dinamiche si sono differenziate tra i settori di attività economica, risultando stabili nei servizi, in rafforzamento nelle costruzioni e in moderazione nel comparto manifatturiero. L'evoluzione dell'*input* di lavoro è apparsa nel complesso più sostenuta rispetto alla dinamica della produzione, per cui ne è risultata una flessione, contenuta, della produttività oraria. L'evoluzione delle ore per addetto (0,3 per cento), analoga a quella dei precedenti tre mesi, ha interamente beneficiato del traino delle attività del terziario, in cui l'incremento dell'*input* di lavoro si è contrapposto al rallentamento del numero di persone occupate.

Sulla base della Rilevazione trimestrale sulle Forze di lavoro, la crescita occupazionale si è dimezzata nei primi tre mesi dell'anno (0,3 per cento), nonostante il traino dell'occupazione dipendente a carattere permanente e del lavoro autonomo (fig. 12). Secondo indicazioni preliminari, tali componenti hanno spinto l'occupazione anche nei mesi primaverili, soprattutto nella componente femminile. Il tasso di occupazione (15-64 anni) ha registrato i valori più elevati dall'inizio della rilevazione (62,2 per cento in maggio), nella classe di età intermedia e in quella più anziana, ma è diminuito tra i più giovani.

Fig. 12 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



Fonte: Istat.

Secondo i dati di flusso dell'Osservatorio INPS sul mercato del lavoro, relativi al settore privato non agricolo, le dinamiche moderate dell'occupazione nello scorcio iniziale di quest'anno hanno riflesso un'evoluzione più cauta delle nuove assunzioni da parte dei datori di lavoro, in particolare per le posizioni permanenti; l'attivazione di posizioni lavorative a termine (al netto delle cessazioni) ha tenuto, per effetto delle minori trasformazioni a tempo indeterminato. La creazione di posti di lavoro è stata trainata dai servizi, in particolare dalle attività del commercio e del turismo, mentre la manifattura ha contribuito negativamente.

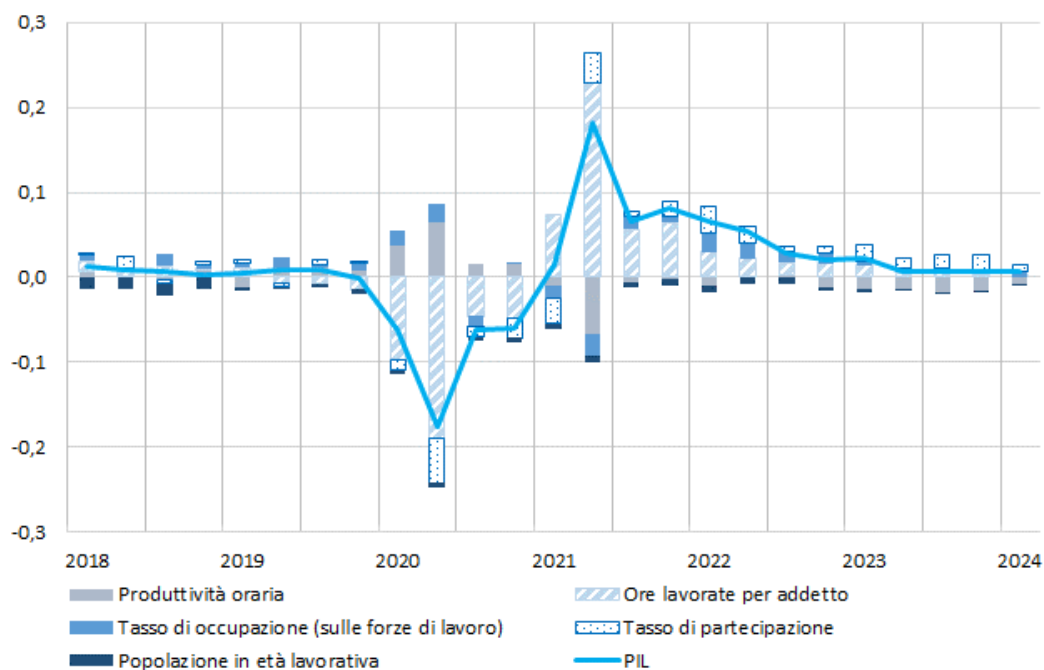
Le misure di integrazione salariale hanno registrato un rialzo nel primo trimestre di quest'anno (7,0 per cento rispetto a un anno prima), dopo un periodo di tre anni di riduzioni consecutive. Il ricorso alle integrazioni si è accentuato nei mesi primaverili, in massima parte per le richieste nell'industria in senso stretto di ore autorizzate della Cassa integrazione guadagni. Il persistere di difficoltà nella ricerca di forza lavoro qualificata, insieme alla debolezza della fase ciclica che contraddistingue alcuni settori del comparto, avrebbero indotto gli imprenditori manifatturieri a preservare i rapporti di lavoro in essere, trattenendo i lavoratori. Le ore autorizzate di misure integrative sono invece diminuite nel commercio.

La popolazione in età lavorativa ha registrato una leggera crescita nel primo trimestre, anche per effetto delle riforme previdenziali che trattengono i lavoratori più anziani sul posto di lavoro. Il tasso di partecipazione (15-64 anni) è rimasto invariato, sui livelli storicamente elevati della frazione finale dello scorso anno (66,9 per cento), riflettendo la moderata espansione delle forze di lavoro. Il tasso di disoccupazione è diminuito (al 7,2 per cento) e ha continuato a flettere nel bimestre aprile-maggio (6,8 per cento in media), soprattutto per via dell'aumento dell'occupazione femminile.

Scomponendo la crescita del PIL in termini dei contributi delle principali variabili del mercato del lavoro, della produttività del lavoro e delle tendenze demografiche, si rileva come i livelli produttivi negli ultimi trimestri siano stati soprattutto sospinti dal tasso di partecipazione al mercato del lavoro (fig. 13), mentre è venuto meno il sostegno delle ore lavorate per addetto, risultato determinante nella fase di uscita dalla crisi pandemica. L'apporto della produttività oraria e della popolazione in età lavorativa è risultato sfavorevole.

Le buone condizioni della domanda di lavoro favoriscono la graduale riduzione del numero di individui inattivi più vicini al mercato del lavoro (coloro che si dichiarano disponibili a lavorare pur non cercando un impiego). È proseguito pertanto nel primo trimestre di quest'anno il calo del grado di inutilizzo del fattore lavoro (al 17,3 per cento). Il disallineamento tra domanda e offerta di lavoro, misurato dal tasso di posti vacanti, è ancora elevato, ma con eterogeneità settoriali: l'indicatore è diminuito sia nella manifattura sia nei servizi, riportandosi sui valori medi della seconda metà del 2021; nelle costruzioni si è invece attestato appena al di sotto dei livelli massimi del periodo post-pandemia.

Fig. 13 – Crescita del PIL in termini reali e mercato del lavoro
(variazioni percentuali tendenziali; contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Le retribuzioni contrattuali orarie hanno accelerato nel settore privato (3,3 per cento su base tendenziale nel periodo gennaio-marzo), a seguito degli aumenti corrisposti in comparti della manifattura (legno, carta e stampa, chimica, settore metalmeccanico) e dei servizi (trasporti, credito e assicurazioni). Tale tendenza si è accentuata nel trimestre primaverile, per effetto di alcuni contratti siglati nel terziario, in particolare nel commercio. Si è invece registrato un marcato rallentamento nella pubblica amministrazione, principalmente in conseguenza dell'erogazione anticipata lo scorso dicembre dell'intera indennità di vacanza contrattuale per i dipendenti a tempo indeterminato delle amministrazioni statali. Nel complesso dell'economia la dinamica dei salari contrattuali si è rafforzata moderatamente (3,1 per cento la variazione tendenziale nel periodo gennaio-giugno), spinta dall'accelerazione nel settore privato, in cui la ripresa del processo negoziale ha fortemente ridotto la quota di dipendenti in attesa di rinnovo (al 18,2 per cento in giugno, dal 40,6 nella media del 2023). La variazione attesa per quest'anno dall'indice di riferimento per i rinnovi contrattuali (IPCA al netto degli energetici importati) è stata rivista recentemente al ribasso dall'Istat (1,9 per cento, un punto percentuale in meno rispetto alla proiezione formulata in giugno 2023). Nel primo trimestre la variazione delle retribuzioni orarie di fatto nel complesso dell'economia si è intensificata (al 3,4 per cento, dall'1,0 nel quarto dello scorso anno), ritornando positiva in termini reali; tuttavia, nel confronto con tre anni prima la perdita dei salari reali dei lavoratori italiani è ancora ampia (-5,0 per cento rispetto al primo trimestre del 2021). Il CLUP ha accelerato, riflettendo principalmente l'aumento del costo orario del lavoro e una riduzione più contenuta della produttività.

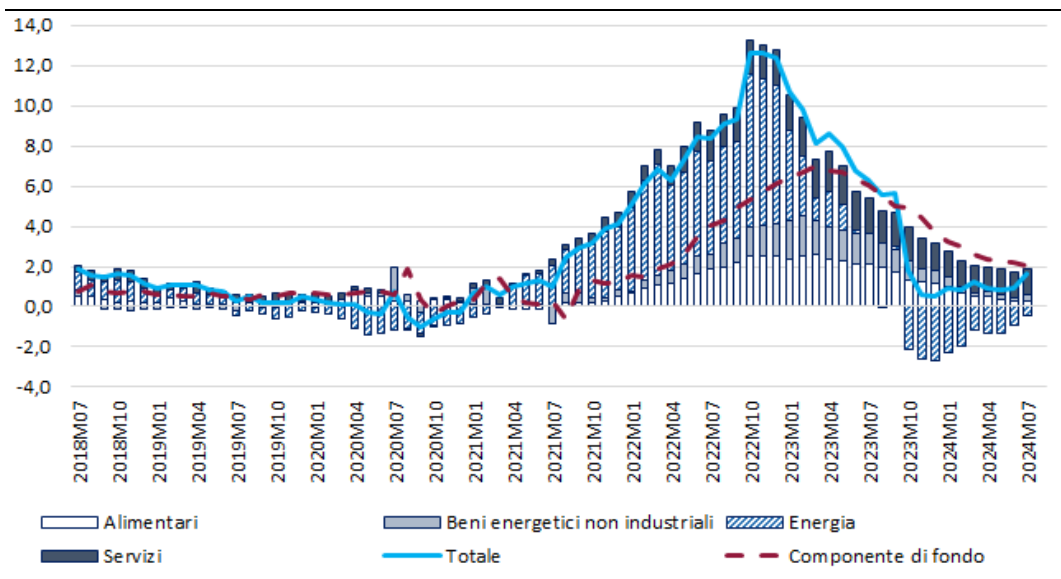
L'inflazione si riporta sopra l'uno per cento, ma resta al di sotto di quella dell'area dell'euro

L'inflazione resta su livelli moderati e inferiori a quelli dell'area dell'euro, anche nelle componenti meno volatili. Le aspettative sono contenute, influenzate dal rallentamento dei prezzi. Le componenti più persistenti dell'inflazione, relative ai servizi e ai beni alimentari, flettono lentamente.

La variazione tendenziale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (NIC) è rimasta stabile appena sotto l'uno per cento per tutto il secondo trimestre; le spinte deflazionistiche del settore energetico, si sono attenuate rispetto all'inizio dell'anno (-10,9 nel secondo trimestre rispetto a -16,5 del primo), al contempo si sono allentate le tensioni sui prezzi dei beni alimentari e di alcuni servizi, come quelli ricreativi, culturali e per la cura della persona (fig. 14). Le componenti meno volatili sono rientrate lentamente, seppure lentamente, cosicché l'inflazione di fondo è diminuita di mezzo punto in un trimestre (2,2 per cento nella media aprile-giugno rispetto ai tre mesi precedenti).

Nei dati provvisori dell'Istat l'inflazione al consumo è aumentata in misura non trascurabile in luglio, all'1,3 per cento (dallo 0,8 del mese precedente), per lo più a causa dell'attenuazione della riduzione dei prezzi dei beni energetici; accelerano le voci relative al comparto regolamentato, anche a riflesso della transizione dei consumatori dal mercato tutelato a quello libero. Si attenua per contro la crescita dei prezzi dei beni alimentari e, di riflesso, quella dei prodotti del cosiddetto "carrello della spesa" (che passa dall'1,2 per cento allo 0,8 in luglio).

Fig. 14 – Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), contributi delle componenti e componente di fondo (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, oltre alla variazione della componente di fondo. La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

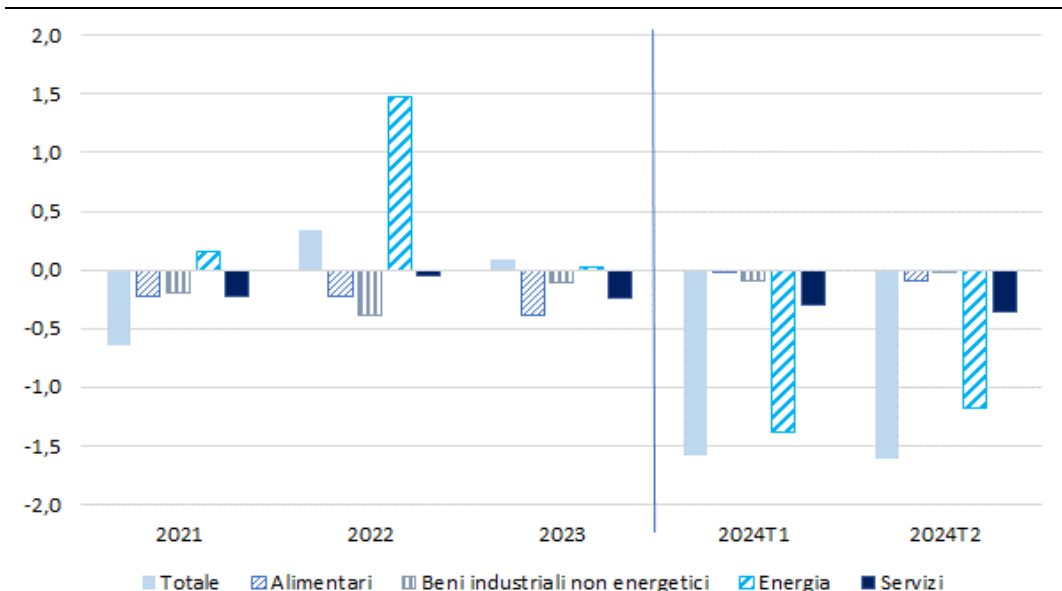
Nella misura armonizzata l'inflazione italiana ha raggiunto il mese scorso l'1,7 per cento; la differenza rispetto all'indice nazionale dipende in gran parte dai saldi estivi, che nel NIC non sono considerati. La componente di fondo permane nell'intorno dell'obiettivo della BCE, all'1,9 per cento nella misura nazionale (2,5 rispetto all'indice armonizzato). L'inflazione acquisita (NIC) per il 2024 in luglio è pari all'1,0 per cento per l'indice generale e al 2,0 per la componente di fondo.

L'inflazione in Italia resta nettamente inferiore a quella dell'area dell'euro; il differenziale negativo (di circa un punto percentuale nei dati di luglio) è ancora principalmente dovuto alla deflazione delle voci energetiche, ma risente anche delle dinamiche nei servizi, che nel nostro Paese sono inferiori a quelle europee per circa mezzo punto percentuale (fig. 15). I divari sono evidenti per i servizi dei trasporti aerei e via mare, quelli assicurativi, dell'ambito medico e dell'istruzione. Anche la misura *core* italiana appare decisamente più debole di quella europea (2,6 per cento in luglio) che fatica maggiormente a rientrare.

Continua a crescere il numero di voci del paniere che registrano dinamiche dei prezzi contenute in Italia: dalla primavera circa la metà delle serie mostra un'inflazione sotto il 2,0 per cento, mentre si spopolano le code estreme della distribuzione, restando ormai residuali le voci con inflazione sopra il 5,0 per cento.

I prezzi a monte della catena di produzione continuano a diminuire ma la spinta deflattiva appare ridimensionata rispetto ai mesi precedenti e in generale esaurimento. I prezzi dei beni importati in maggio sono ancora in lieve riduzione rispetto allo scorso anno,

Fig. 15 – Differenziali d'inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)
(punti percentuali)



Fonte. elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Differenze, sull'inflazione armonizzata totale e sui contributi delle sue componenti, tra l'Italia e l'area dell'euro.

soprattutto quelli intermedi e al consumo, ma si intravede una tendenza alla stabilizzazione. Anche nell'industria la deflazione dei prezzi alla produzione si va smorzando (-2,5 per cento in giugno, da -3,5 di maggio), per l'esaurirsi della fase di discesa dei ribassi nel comparto energetico. Nei servizi la crescita dei prezzi alla produzione resta stabile e moderata (2,8 per cento nel primo trimestre del 2024), con situazioni diversificate tra i comparti (in accelerazione nei servizi di trasporto e magazzinaggio e nelle attività immobiliari).

Le aspettative di consumatori e imprese sono complessivamente orientate alla stabilità. La percentuale di imprese intervistate nelle indagini Istat che si attende una possibile ripresa dell'inflazione è residuale (7,8 per cento in luglio). Anche l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative delle imprese mostra che nel secondo trimestre dell'anno le attese si sono stabilizzate su valori contenuti (1,4 per cento su tutti gli orizzonti), simili a quelli registrati prima dell'impennata del 2022. I direttori degli acquisiti intervistati per l'indice PMI segnalano che i prezzi di vendita sono stati ulteriormente ridotti, per mantenere le imprese competitive, nonostante i rincari delle materie prime e dei trasporti. Anche i consumatori sono ottimisti circa le tensioni sui prezzi: la quota di famiglie che attende un aumento dell'inflazione è scesa al 10 per cento in luglio. I consumatori beneficiano di un differenziale positivo apertosi dall'inizio dell'anno tra la crescita salariale e quella dei prezzi al consumo (1,9 punti percentuali nel primo trimestre dell'anno) che potrebbe incidere sulle loro decisioni di spesa.

Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana

Si presentano di seguito le previsioni macroeconomiche dell'UPB per l'economia italiana nel biennio 2024-25. Rispetto al quadro di aprile, predisposto per la validazione dello scenario macroeconomico del DEF 2024, si considera l'evoluzione recente delle variabili esogene internazionali e si recepiscono le informazioni più aggiornate sulla fase ciclica. Riguardo alla politica di bilancio, si assume il completo utilizzo delle risorse del programma europeo *Next Generation EU* (NGEU), secondo gli interventi delineati nel Programma nazionale di riforma 2024.

L'attività economica nel biennio 2024-25

Le stime incorporano le informazioni sulla crescita del PIL nel secondo trimestre, in virtù della quale la variazione acquisita per il 2024 ha raggiunto sette decimi di punto percentuale, correggendo i dati per gli effetti di calendario. Secondo i modelli di previsione di breve periodo dell'UPB, l'attività economica si espanderebbe nel terzo e nel quarto trimestre a ritmi ancora moderati.

Si stima che quest'anno il PIL dell'Italia aumenti dell'1,0 per cento (tab. 2); l'attività produttiva verrebbe sostenuta dalla flessione dell'inflazione e dall'incremento dell'occupazione, oltre che dal rafforzamento del commercio mondiale. Nel 2025 la dinamica del PIL si confermerebbe all'1,0 per cento, trainata dalle esportazioni e dalla domanda interna, in particolare per gli investimenti finanziati con i fondi europei.

Le previsioni presentate in questa Nota tengono conto, a differenza di quelle degli altri istituti (tab. 3), della stima preliminare del PIL nel trimestre scorso (comunicata dall'Istat il 30 luglio), che comunque ha confermato le attese di diversi analisti. Nel comparare le proiezioni per il 2025, invece, occorre considerare l'eterogeneità delle ipotesi per le esogene internazionali, la finanza pubblica e l'impatto atteso del PNRR (per le valutazioni dell'UPB si veda al riguardo il Riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo e gli impatti del PNRR.").

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

	2023	2024	2025
ESOGENE INTERNAZIONALI			
Commercio internazionale	0,8	3,2	3,6
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	82,5	84,1	79,5
Cambio dollaro/euro	1,08	1,09	1,10
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	41,4	31,6	36,7
QUADRO ITALIANO			
PIL	0,9	1,0	1,0
Importazioni beni e servizi	-0,5	1,0	3,1
Consumi finali nazionali	1,2	0,8	0,8
- Consumi famiglie e ISP	1,2	0,7	1,0
- Spesa della PA	1,2	0,9	0,1
Investimenti	4,7	0,4	0,8
Esportazioni beni e servizi	0,2	2,7	3,4
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL			
Esportazioni nette	0,3	0,6	0,2
Scorte	-1,3	-0,3	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	2,0	0,7	0,8
PREZZI E CRESCITA NOMINALE			
Deflatore importazioni	-5,7	-1,9	1,1
Deflatore esportazioni	1,8	1,2	1,4
Deflatore consumi	5,2	1,2	1,5
Deflatore PIL	5,3	2,4	2,0
PIL nominale	6,2	3,4	3,1
MERCATO DEL LAVORO			
Costo del lavoro per dipendente	1,8	3,3	2,6
Occupazione (ULA)	2,2	1,2	1,1
Tasso di disoccupazione	7,7	7,1	6,9

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione (percentuale), il tasso di cambio e il prezzo del petrolio (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.

Tab. 3 – Previsioni recenti sul PIL e i prezzi al consumo dell'Italia
(variazioni percentuali annue)

		PIL			Inflazione		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Fondo monetario internazionale ⁽¹⁾	23-lug	0,7	0,9	0,6	1,3	2,0	2,0
Svimez	22-lug	0,8	1,3		1,4	2,0	
Oxford Economics ⁽²⁾	15-lug	0,8	1,1	0,8	1,0	1,6	1,7
REF -Ricerche ⁽²⁾	10-lug	1,0	0,8	0,9	1,3	2,0	2,1
Consensus Economics: ⁽²⁾	08-lug						
- media		0,9	1,0		1,2	1,7	
- minimo		0,6	0,4		0,5	0,7	
- massimo		1,1	1,3		1,7	2,1	
Prometeia ⁽²⁾	02-lug	0,9	0,9	0,7	1,2	2,1	2,0
Banca d'Italia ⁽¹⁾	13-giu	0,8	0,8	1,2	1,1	1,5	1,6
MEF DEF 2024 ⁽³⁾	10-apr	1,0	1,2	1,1	1,6	1,9	1,9

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

Le previsioni sulle componenti della spesa

Nel complesso del biennio di previsione l'attività economica resterebbe prevalentemente trainata dalla spesa interna al netto delle scorte, con contributi simili tra i consumi delle famiglie e gli investimenti fissi lordi. L'apporto alla crescita della variazione dello stock di magazzino, che secondo gli attuali dati di contabilità nazionale ha pesantemente inciso sulla crescita del 2023, sarebbe lievemente negativo nell'anno in corso e poi nullo nel prossimo; il contributo alla crescita del PIL della domanda estera netta risulterebbe invece positivo, in particolare nel 2024.

Nell'anno in corso i consumi privati sono attesi in aumento dello 0,7 per cento, un ritmo lievemente inferiore rispetto a quello del PIL. Nel 2025, beneficiando anche della prosecuzione della fase di crescita occupazionale, la spesa delle famiglie si rafforzerebbe; l'incremento sarebbe moderato (1,0 per cento) rispetto al potere d'acquisto (1,9 per cento), per cui ne deriverebbe un recupero della propensione al risparmio.

L'accumulazione di capitale, dopo il balzo dello scorso anno (4,7 per cento), proseguirebbe a ritmi più modesti nel biennio 2024-25 (0,6 per cento annuo in media). La stasi nelle costruzioni in particolare rifletterebbe principalmente la rimodulazione del Superbonus, in buona parte compensato dal rafforzamento degli investimenti del PNRR. L'espansione del capitale in macchine e attrezzature è prevista più sostenuta (1,1 per cento in media nel periodo di previsione), in quanto beneficerebbe maggiormente della ripresa del commercio mondiale e, soprattutto, delle ipotesi sul calo dei tassi di interesse nominali. L'incidenza tra gli investimenti complessivi e il PIL si attesterebbe intorno al 21,0 per cento nel 2025, un valore elevato nel confronto storico.

La variazione delle esportazioni di quest'anno (2,7 per cento) è attesa più moderata rispetto a quella del commercio mondiale, prefigurando una perdita di quote di mercato internazionale, dopo i guadagni registrati nel biennio 2021-22. L'aumento delle importazioni (1,0 per cento) dovrebbe risultare inferiore a quello delle vendite all'estero, a riflesso di una minore attivazione della domanda interna rispetto al biennio precedente. Le esportazioni si irrobustirebbero nel 2025 (al 3,4 per cento), convergendo verso i ritmi del commercio internazionale. Una dinamica appena più contenuta (3,1 per cento) è prevista nel 2025 per gli acquisti dall'estero, a seguito di una evoluzione favorevole dei prezzi, soprattutto per la flessione delle quotazioni petrolifere, oltre che per la maggiore attivazione da parte delle esportazioni.

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL, tornato appena positivo lo scorso anno in massima parte grazie al riassorbimento del disavanzo della bilancia energetica, è atteso ampliarsi nel biennio di previsione (all'1,4 per cento in media).

Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione

L'occupazione, misurata in termini di unità di lavoro standard (ULA), è attesa aumentare più del prodotto nella media del biennio 2024-25 (1,2 per cento), analogamente alle ore lavorate. L'espansione dell'offerta di lavoro, risultata marcata nel 2023, è stimata in attenuazione nel biennio di previsione, in larga parte per effetto della contrazione della popolazione in età lavorativa. Il tasso di occupazione (15-64 anni) è previsto salire gradualmente, in misura superiore al tasso di partecipazione, che aumenterebbe anche in risposta all'elevata domanda di lavoro. Il tasso di disoccupazione è previsto in flessione, per attestarsi al 6,9 per cento al termine del periodo previsivo (dal 7,6 nel 2023).

Riguardo ai prezzi, il deflatore dei consumi è proiettato in netta attenuazione, all'1,3 per cento in media nel biennio 2024-25 (dal 5,2 del 2023). La considerevole decelerazione dei prezzi di quest'anno riflette una tendenza favorevole delle quotazioni delle materie prime energetiche, accompagnata da una evoluzione contenuta dei prezzi dei beni intermedi, che terrebbero basse le pressioni a monte. Nel biennio di previsione le condizioni moderate della domanda aggregata contribuiscono a contenere le spinte al rialzo sui prezzi al consumo.

La dinamica retributiva più sostenuta si associa a un contenuto recupero del potere d'acquisto dei consumatori, dopo le forti flessioni del precedente biennio, ma non esercita significative pressioni sull'inflazione al consumo. Nella media del biennio 2024-25 la variazione delle retribuzioni *pro capite* e del costo del lavoro (circa il tre per cento in media) è prevista più elevata dell'inflazione al consumo e sosterrrebbe l'incremento dei redditi reali delle famiglie. La crescita del deflatore del PIL, pari a oltre il due per cento in media nell'orizzonte delle proiezioni, eccede la variazione del deflatore dei consumi privati, per via del guadagno delle ragioni di scambio. La dinamica del deflatore del PIL, valutata dal lato dei fattori di offerta, sarebbe quest'anno attivata principalmente dal costo del lavoro e soltanto parzialmente attenuata da una flessione dei margini di profitto delle imprese, mentre le due componenti contribuirebbero similmente alla crescita del deflatore nell'anno finale delle proiezioni.

Le principali revisioni rispetto alle previsioni di primavera

Nel confronto con il quadro macroeconomico formulato dall'UPB in aprile, ai fini dell'esercizio di validazione delle previsioni del DEF 2024, le proiezioni sull'attività economica sono state lievemente riviste al rialzo per quest'anno e al ribasso per il prossimo. La maggiore crescita del PIL nel 2024 (per due decimi di punto percentuale) ha incorporato il rafforzamento del commercio internazionale e il recupero ciclico osservato in Italia nel primo scorcio di quest'anno. La minore espansione del prodotto attesa per il 2025 (per un decimo di punto) risentirebbe delle quotazioni più elevate delle materie prime energetiche e dell'andamento meno sostenuto degli scambi mondiali. Rispetto alle

variabili di prezzo, la dinamica del deflatore dei consumi privati è rivista al ribasso per circa tre decimi di punto nella media del periodo di previsione. La variazione del deflatore del PIL è stata quindi corretta al ribasso (oltre quattro decimi in media nel 2024-25), anche per effetto di minori guadagni in termini di ragioni di scambio.

I rischi della previsione

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a rischi, soprattutto di natura esogena in quanto internazionali o legati all'evoluzione delle politiche economiche e monetarie. Nel complesso i rischi appaiono bilanciati nel breve termine ma prevalentemente orientati al ribasso nel medio termine.

La situazione geopolitica, tesa a causa dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente che già influenzano il commercio internazionale e i prezzi delle materie prime, potrebbe deteriorarsi ulteriormente nell'orizzonte di previsione. Le ipotesi sul commercio mondiale sono cruciali, poiché il suo rafforzamento non è uniforme in termini geografici e settoriali; persiste ad esempio la fase di stallo dell'economia tedesca, il cui settore industriale è strettamente connesso con quello del nostro Paese.

Gli investimenti sono la variabile più incerta del quadro macroeconomico. È difficile prevedere la tempistica e l'entità degli effetti economici delle modifiche normative al Superbonus per quest'anno. Nel medio termine, ulteriori criticità potrebbero derivare dall'evoluzione del programma NGEU per l'Italia, soprattutto considerando la concentrazione dei progetti nei prossimi due anni, che potrebbe causare colli di bottiglia nell'offerta. L'avvio della fase di diminuzione dei tassi ufficiali, da parte della BCE, darà un impulso positivo alla crescita, ma la tempistica dei prossimi ribassi e la catena di trasmissione degli effetti dipendono da molti fattori, per cui non possono essere anticipati con certezza.

I prezzi degli attivi azionari sono elevati e i premi al rischio sui titoli obbligazionari, nonostante la volatilità registrata nei mesi scorsi, sono diminuiti rispetto all'autunno. L'avversione al rischio degli operatori di mercato è attualmente bassa, ma potrebbe cambiare rapidamente per vari motivi; saranno cruciali le prossime decisioni delle banche centrali e gli eventuali cambiamenti delle politiche economiche globali che si realizzeranno in seguito alle diverse scadenze elettorali di quest'anno.

Restano sullo sfondo i rischi ambientali e in particolare quelli legati alle condizioni climatiche avverse. Oltre a ripercuotersi sui prezzi dei beni alimentari e dell'energia, eventi metereologici estremi rischiano di nuocere al tessuto produttivo di diverse attività economiche, dall'agricoltura al turismo.

Riquadro – Le ipotesi dell’esercizio previsivo e gli impatti del PNRR

Le ipotesi sul contesto internazionale. – L’esercizio si riferisce al biennio 2024-25 ed è basato su variabili esogene internazionali aggiornate sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 22 luglio. In particolare si assume: 1) il commercio mondiale di beni e servizi in ripresa nel 2024 (al 3,2 per cento dallo 0,8 del 2023) e in rafforzamento nel prossimo (al 3,6 per cento); 2) un lieve allentamento delle condizioni monetarie e creditizie, soprattutto per il prossimo anno, con il tasso di interesse a breve nell’area euro che si attesta nell’anno in corso al 3,6 per cento, per ridursi al 2,2 nel 2025; 3) il tasso di cambio del dollaro rispetto all’euro in leggero apprezzamento nel periodo 2024-25 (1,10) rispetto alla quotazione media del 2023 (1,08); 4) un lieve incremento del prezzo del greggio nel 2024 (84,1 dollari per barile) cui seguirebbe, secondo le quotazioni dei mercati *futures*, un calo intorno agli 80 dollari nel prossimo; 5) la flessione delle quotazioni in euro del gas a circa 34 euro/MWh nella media del biennio 2024-25, da 41,4 euro/MWh del 2023.

Una valutazione aggiornata dell’impatto macroeconomico del PNRR. – L’esercizio di simulazione è effettuato con riferimento alle risorse per progetti aggiuntivi (in termini di sovvenzioni e prestiti) finanziati sia con fondi europei sia con quelli nazionali. Rispetto alla precedente programmazione, il PNRR rivisto ha comportato per il Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza una maggiore dotazione di risorse, principalmente dovuta agli importi legati al piano per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili russi e accelerare la transizione verso l’energia pulita (REPowerEU). Nel PNRR rivisto è maggiore anche l’ammontare complessivo delle risorse per progetti aggiuntivi. Sulla base della simulazione con il modello econometrico MeMo-It in uso all’UPB, gli impatti del PNRR sull’economia italiana sono moderati nei primi tre anni, nell’ordine di un paio di decimi di punto percentuale in media sulla crescita annua fino al 2023. Nel successivo triennio gli impatti medi sulla variazione annuale si rafforzano, tra i sette e gli otto decimi di punto. Alla fine del periodo, nel 2026, l’effetto complessivo sul livello del PIL sarebbe maggiore del 2,9 per cento rispetto allo scenario di base, ovvero al livello del PIL che si sarebbe realizzato in assenza del Piano. Tale impatto risulta inferiore a quello prospettato nel DEF 2024 di mezzo punto percentuale, coerentemente con il divario riscontrato negli anni scorsi. Nel confronto con le valutazioni governative, gli impatti sul PIL stimati dall’UPB appaiono analoghi fino al 2023 (cumulativamente per 0,7 punti percentuali), mentre nel successivo triennio gli effetti espansivi tendono a essere meno elevati.