

## Sommario\*

*L'economia mondiale mostra segni di resistenza e adattamento al conflitto in Ucraina, che persiste da quasi un anno e mezzo. Si assestano i prezzi delle materie prime che nel 2022 più avevano risentito delle tensioni con la Russia; in particolare, le quotazioni del gas naturale sono rientrate su valori inferiori a quelli registrati prima della guerra. Tuttavia il ciclo economico globale si sta chiaramente indebolendo. In Europa e negli Stati Uniti l'inflazione oltre l'obiettivo della politica monetaria induce le banche centrali ad aumentare i tassi di interesse, determinando un inasprimento delle condizioni creditizie che frena la domanda aggregata. In Cina l'attività stenta, nonostante l'azzeramento dell'inflazione e una politica monetaria espansiva. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha recentemente confermato le attese di rallentamento del PIL mondiale per quest'anno.*

*Dopo il marcato recupero del primo trimestre l'economia italiana ha registrato una battuta d'arresto in primavera, soprattutto nel settore industriale e nell'edilizia. I dati preliminari sul PIL, recentemente diffusi dall'Istat, delineano una flessione dell'attività economica nel secondo trimestre (-0,3 per cento), ascrivibile alla contrazione della domanda aggregata interna, in particolare per consumi. L'occupazione ha comunque confermato la fase di crescita, le pressioni salariali sono appena più pronunciate e resta elevata la quota di posti di lavoro vacanti. L'inflazione continua a ridursi, per la prima volta da oltre un anno e mezzo anche per quanto attiene alla componente di fondo, che essendo più persistente flette molto lentamente. L'incertezza delle famiglie si attenua ma la fiducia delle imprese peggiora; sulla base degli indicatori congiunturali prospettici l'attività economica si espanderebbe nella seconda metà dell'anno, ma in misura moderata.*

*Secondo le stime dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) il PIL dell'Italia aumenterebbe dell'1,0 per cento quest'anno e similmente (1,1 per cento) nel 2024. Rispetto a quanto previsto in primavera, in occasione dell'esercizio di validazione del Documento di economia e finanza (DEF) 2023, si è apportata una marginale revisione al rialzo sul 2023, in virtù dei migliori dati osservati nel primo trimestre; le attese sul 2024 sono invece state corrette al ribasso, per il deterioramento della domanda estera e delle condizioni finanziarie.*

*Il quadro macroeconomico dell'economia italiana resta circondato da un'incertezza molto ampia e dalla prevalenza di rischi al ribasso. I rischi principali sono di natura internazionale, con riferimento in particolare al ciclo europeo e alla volatilità dei mercati delle materie prime. Tuttavia, vi sono rilevanti fattori d'incertezza anche all'interno del nostro Paese, in primo luogo sull'evoluzione del PNRR per il quale il Governo ha recentemente proposto alcune modifiche.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 1° agosto 2023.

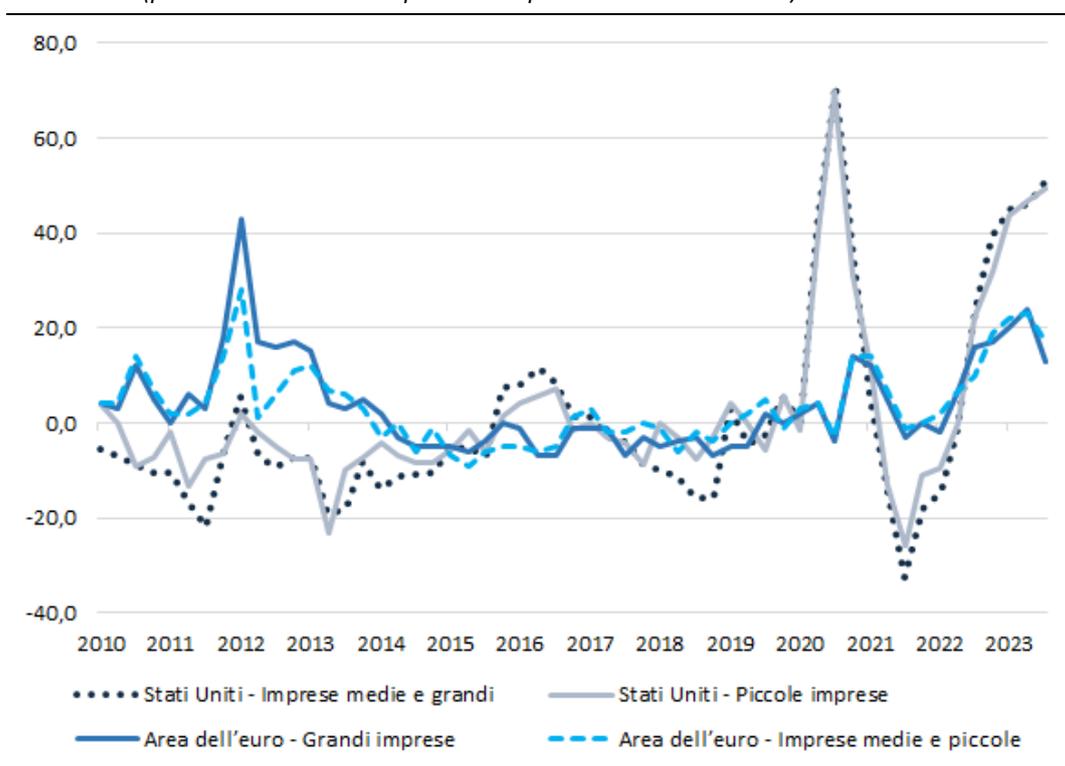
## Il contesto internazionale

### Le condizioni di credito diventano più stringenti

Dopo oltre 500 giorni dall'invasione russa dell'Ucraina, che ha causato immense perdite umane per entrambe le parti nonché una profonda devastazione dei territori ucraini, l'economia mondiale sembra avere fronteggiato gli effetti economici avversi del conflitto. In particolare, i prezzi del gas naturale e del grano sono tornati al di sotto dei livelli che si registravano nei giorni immediatamente precedenti all'inizio delle ostilità, sebbene il secondo stia risentendo del mancato rinnovo, da parte della Russia, dell'accordo sulle esportazioni di grano. Il ciclo economico globale sta rallentando; in Cina l'attività è debole nonostante il sostegno della politica monetaria, mentre nell'area dell'euro e negli Stati Uniti l'inflazione induce le banche centrali ad aumentare i tassi di interesse di *policy*, determinando un inasprimento delle condizioni creditizie (fig. 1).

In Cina, dopo la rimozione delle restrizioni anti COVID-19 l'attività manifatturiera stenta a rafforzarsi anche per via della debole domanda estera e delle difficoltà finanziarie di grandi imprese del settore immobiliare, le cui condizioni incidono sul settore delle

**Fig. 1** – Variazione delle condizioni creditizie (1)  
(percentuale netta di imprese che riportano criteri restrittivi)



Fonte: Banca centrale europea e Federal Reserve.  
(1) Valori positivi indicano criteri più restrittivi.

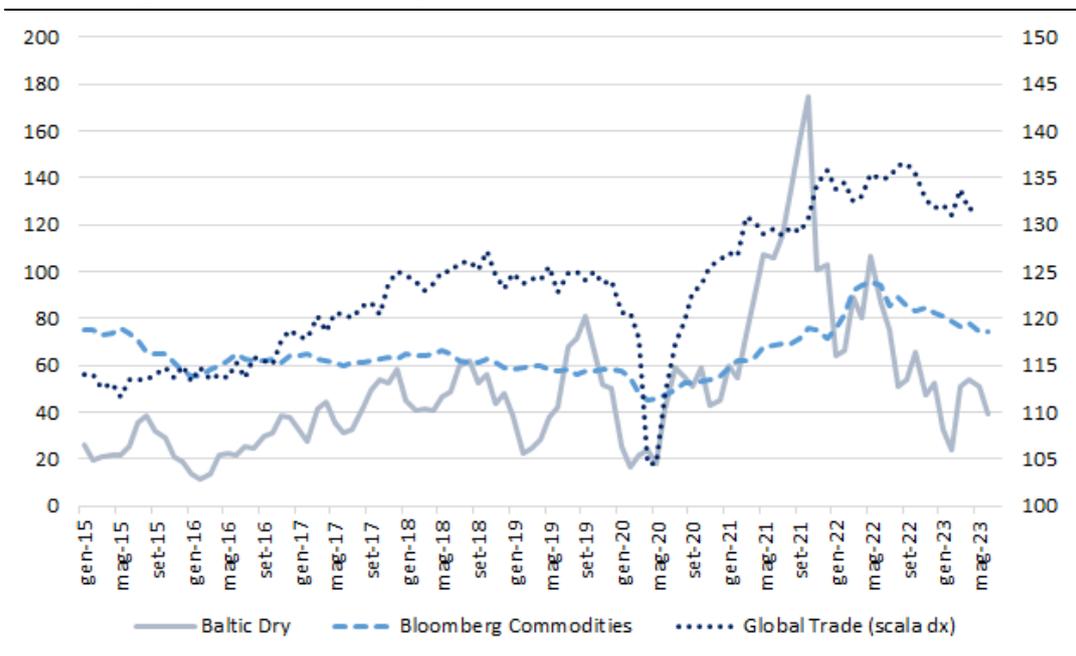
costruzioni nel suo complesso; nella prima metà dell'anno l'aumento del PIL del 5,5 per cento rispetto al primo semestre del 2022 difficilmente sarà sufficiente a raggiungere l'obiettivo delle autorità (5,0 per cento) per il complesso del 2023, sia per la citata debolezza della domanda interna sia per il peggioramento del ciclo internazionale.

Negli Stati Uniti il PIL è cresciuto in misura moderata (0,5 e 0,6 per cento le variazioni congiunturali del primo e secondo trimestre 2023 sui precedenti) superando comunque le attese di trimestri fiacchi; l'attività dell'area dell'euro, che aveva ristagnato tra la fine del 2022 e l'inizio di quest'anno, ha mostrato una timida accelerazione nel secondo trimestre (0,3 per cento rispetto al periodo precedente), in larga parte riconducibile ad andamenti erratici in Irlanda e Lituania.

I dati ad alta frequenza relativi all'attività economica globale delineano un rallentamento nel secondo quarto d'anno (fig. 2). Gli indici *Baltic Dry*, *Bloomberg Commodities* e quello del commercio di fonte Central Plan Bureau (CPB) hanno infatti mostrato variazioni tendenziali negative, più o meno pronunciate; per l'indicatore che sintetizza le pressioni sui prezzi delle materie prime la contrazione nella media di giugno è stata di poco superiore al 21 per cento.

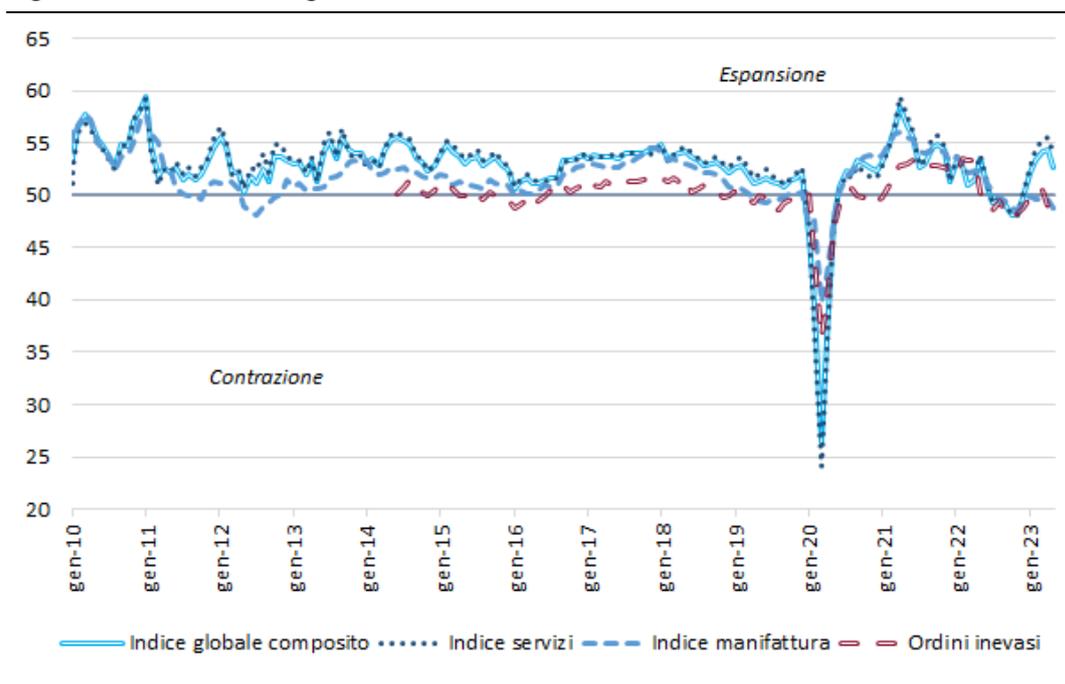
Anche le inchieste qualitative segnalano un'inversione ciclica nella manifattura, con l'indice S&P Global PMI che nella media del secondo trimestre è sceso sotto la soglia che delimita l'espansione dell'attività produttiva. Ancora in crescita risulta invece il settore dei servizi, ma si evidenzia un indebolimento in giugno (fig. 3).

**Fig. 2** – Indici di attività globale  
(numeri indice, 2010=100)



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

**Fig. 3** – Indice JP Morgan Globale PMI



Fonte: S&P Global.

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

Il 25 luglio il FMI ha pubblicato l'aggiornamento del *World Economic Outlook*. Secondo il FMI sono venuti meno alcuni elementi che rappresentavano un freno all'espansione, quali la pandemia e le restrizioni alle catene internazionali degli approvvigionamenti, ma il contrasto all'inflazione attraverso l'innalzamento dei tassi ufficiali incide sfavorevolmente sulle possibilità di ripresa. Nelle attese del Fondo quest'anno il prodotto mondiale rallenterebbe al 3,0 per cento (dal 3,5 nel 2022), lievemente al di sopra delle stime di primavera a sintesi di una revisione simile per i paesi avanzati e per le economie emergenti (tab. 1). Il PIL globale sarebbe trainato dai consumi, in particolare dei servizi, che dopo la contrazione occorsa durante la pandemia hanno rapidamente recuperato in seguito alla rimozione delle restrizioni, grazie al sostegno esercitato dall'occupazione e dai risparmi accumulati. Le attese sul PIL mondiale del 2024 sono rimaste pressoché immutate. Il commercio mondiale si indebolirebbe decisamente nel 2023, al 2,0 per cento (quattro decimi di punto in meno rispetto alle previsioni di primavera), per poi rafforzarsi l'anno successivo al 3,7 per cento. L'inflazione dovrebbe diminuire di circa due punti percentuali quest'anno, al 6,8 per cento, a sintesi di un rallentamento dei prezzi ampio nelle economie avanzate (4,7 per cento dal 7,3) e più contenuto nelle economie emergenti (8,3 per cento dal 9,8). Nel 2024 ci sarebbe una ulteriore riduzione dell'inflazione, che tuttavia resterebbe ancora molto distante dalla soglia del due per cento, valore di riferimento in molte economie.

**Tab. 1** – Previsioni del Fondo monetario internazionale

	WEO <i>update</i> luglio 2023			Differenze da WEO aprile 2023	
	2022	2023	2024	2023	2024
Prodotto mondiale	3,5	3,0	3,0	0,2	0,0
<i>Economie avanzate</i>	2,7	1,5	1,4	0,2	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,1	1,8	1,0	0,2	-0,1
<i>Area dell'euro</i>	3,5	0,9	1,5	0,1	0,1
<i>Economie emergenti</i>	4,0	4,0	4,1	0,1	-0,1
<i>Cina</i>	3,0	5,2	4,5	0,0	0,0
Commercio mondiale	5,2	2,0	3,7	-0,4	0,2

Fonte: FMI.

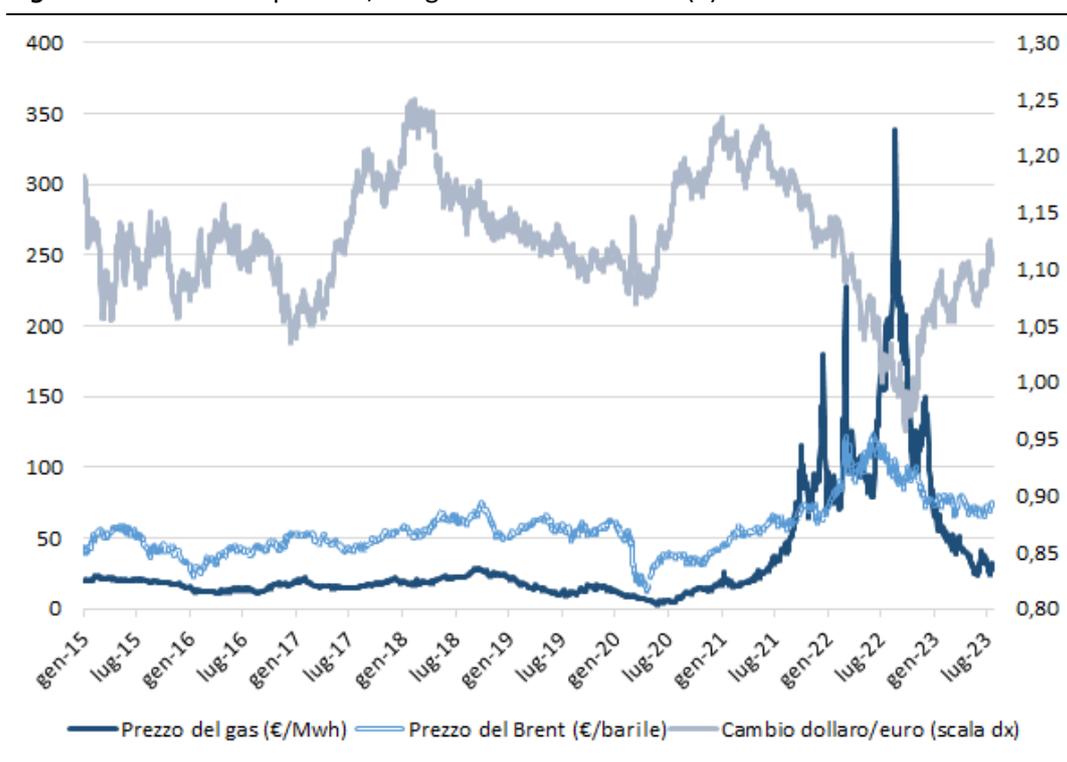
### ***Le quotazioni del gas sono fortemente diminuite, quelle del petrolio restano stabili***

Attraverso un'efficace strategia di diversificazione delle fonti di approvvigionamento l'Unione europea (UE) è stata in grado di attenuare considerevolmente gli effetti sul prezzo del gas della riduzione dei flussi acquistati dalla Russia. Tra il quarto trimestre del 2021 e il secondo dell'anno corrente la quota delle importazioni provenienti dal corridoio a Est, che trasporta prevalentemente gas russo, si è infatti ridotta dal 29 all'8 per cento; per contro, la quota di gas naturale liquefatto, acquistato prevalentemente dagli Stati Uniti e dal Qatar, è passata dal 17 al 42 per cento. Gli stoccaggi della UE alla fine del mese scorso hanno raggiunto l'85 per cento della capacità, un livello mai registrato nello stesso periodo dell'anno escludendo il 2020, ossia durante la pandemia. Questo ha permesso al prezzo del gas di diminuire al di sotto della quotazione registrata prima dello scoppio della guerra in Ucraina; in particolare, in luglio il prezzo medio del gas in Europa si è aggirato intorno ai 30 euro per MWh, circa un terzo del valore di gennaio dello scorso anno (fig. 4).

Il prezzo del petrolio è risultato più stabile, pur risentendo del rallentamento economico degli ultimi mesi. La tenuta relativa è stata determinata anche dalla decisione dei paesi appartenenti all'OPEC+ di limitare l'offerta con tagli alla produzione. Tra maggio e luglio il prezzo del greggio ha oscillato intorno a una media di 75 dollari per barile, mentre negli ultimi giorni del mese si è consolidato sopra agli 80 dollari.

Negli ultimi mesi, dopo il forte recupero avvenuto tra novembre e dicembre dello scorso anno, la valuta europea si è mantenuta nella fascia di oscillazione compresa tra 1,05 e 1,10 dollari per euro. In seguito alla pubblicazione del dato sull'inflazione statunitense relativa al mese di giugno, risultata in deciso calo, molti operatori hanno intravisto la possibilità di una pausa nel percorso di rialzo dei tassi di riferimento da parte della Fed. Per tale motivo, il dollaro si è deprezzato verso le altre valute; in particolare, rispetto all'euro il tasso di cambio è arrivato a superare temporaneamente 1,12 dollari, per poi tornare intorno a 1,10 negli ultimi giorni di luglio quando sia la Fed sia la Banca centrale europea (BCE) hanno varato analoghi rialzi dei tassi.

**Fig. 4** – Prezzo del petrolio, del gas e tasso di cambio (1)



Fonte: S&P Global.

(1) Le quotazioni del petrolio e del gas sono espresse in euro.

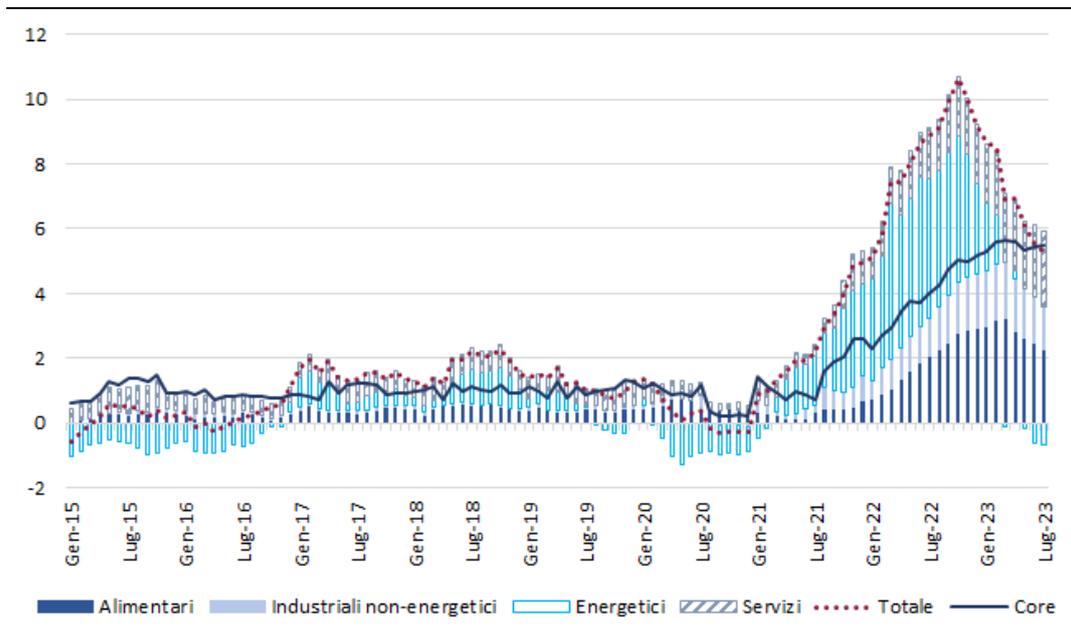
### ***L'inflazione diminuisce lentamente in Europa***

I prezzi stanno rallentando sulle due sponde dell'Atlantico, in misura più marcata negli Stati Uniti e moderata nell'area dell'euro. In quest'ultima l'inflazione complessiva si è quasi dimezzata tra il picco dello scorso novembre e luglio (dal 10,1 al 5,3 per cento), nello stesso periodo l'inflazione di fondo è invece lievemente aumentata (al 5,5 per cento). Nel Vecchio Continente l'inflazione è determinata principalmente dalle componenti degli alimentari e dei servizi, seguiti dai beni industriali, mentre il contributo degli energetici è negativo (fig. 5). Anche negli Stati Uniti, dove l'inflazione *headline* di giugno si è ridotta al 3,0 per cento, la componente *core* appare più persistente risultando nello stesso mese al 4,8 per cento.

In questo contesto di vischiosità dei prezzi le aspettative degli operatori hanno ripreso a crescere negli ultimi mesi e sembrano ora attestarsi all'interno della fascia 2,5-3,0 per cento sui vari orizzonti (fig. 6).

La persistenza dei prezzi induce le autorità monetarie a mantenere un orientamento restrittivo. Dopo i numerosi incrementi nei tassi di interesse di riferimento adottati dal 2022 (11 per la Fed con il target tra il 5,25 e 5,50 per cento e 9 per la BCE con il tasso sulle

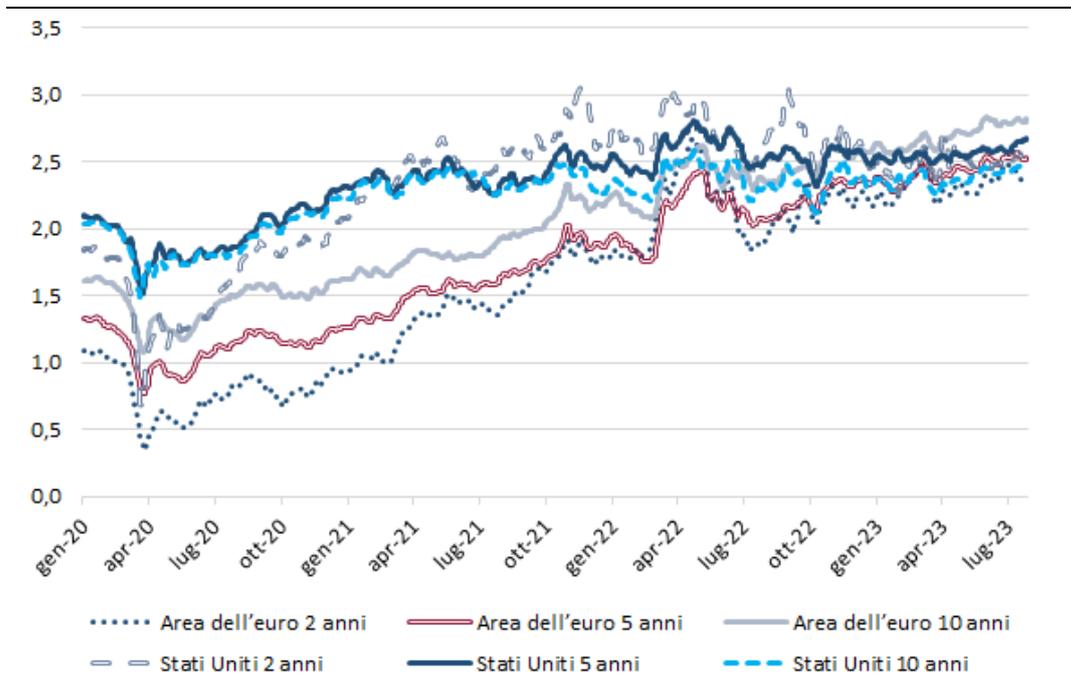
**Fig. 5** – Inflazione dell'area dell'euro (1)  
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



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



Fonte: S&P Global.

operazioni principali al 4,25 per cento), sembra avvicinarsi il picco dei tassi di riferimento, soprattutto negli Stati Uniti. Come anticipato, la restrizione monetaria sta rendendo più stringenti le condizioni creditizie, contribuendo in misura non trascurabile al rallentamento dell'attività economica. L'economia cinese invece fronteggia il problema opposto. Nonostante il recente taglio dei tassi da parte della Banca Popolare Cinese, la fase ciclica resta debole e le dinamiche nominali arretrano; in giugno l'inflazione al consumo è risultata nulla e i prezzi alla produzione sono diminuiti del 5,4 per cento.

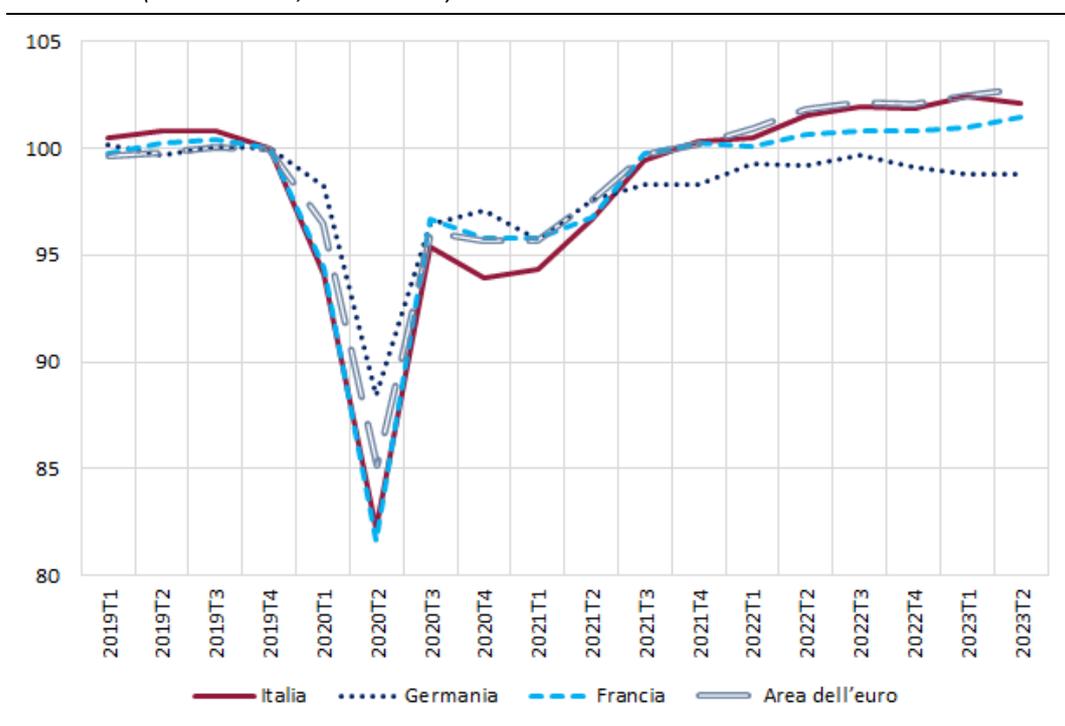
## L'economia italiana

### Il PIL si è ridotto nel secondo trimestre

Dopo la crescita congiunturale dello 0,6 per cento in inverno, l'economia italiana ha registrato una frenata nel secondo trimestre; secondo i dati preliminari diffusi dall'Istat a fine luglio il PIL si è ridotto dello 0,3 per cento su base congiunturale, corrispondente a un incremento dello 0,6 per cento rispetto allo stesso periodo del 2022. La dinamica congiunturale del PIL dell'Italia è risultata inferiore a quella dell'area dell'euro, a differenza di quanto avvenuto negli ultimi cinque trimestri. Nel confronto con i livelli pre-pandemia l'attività economica del nostro Paese resta comunque al di sopra, per circa due punti percentuali (poco più della Francia), mentre quella della Germania è al di sotto per oltre un punto percentuale (fig. 7).

La battuta d'arresto del PIL in Italia nel secondo trimestre ha riflesso la contrazione del valore aggiunto della manifattura, delle costruzioni e dell'agricoltura, parzialmente controbilanciata da un lieve incremento del terziario. Dal lato della domanda, la spesa interna al lordo delle scorte ha fornito un apporto negativo alla crescita, mentre per la componente estera netta il contributo è stato nullo. Il trascinarsi sul PIL per l'anno in corso è di 0,8 punti percentuali nei conti trimestrali, che beneficiano di una lieve correzione per gli effetti di calendario nel 2023.

**Fig. 7** – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie  
(numeri indice, 2019T4=100)



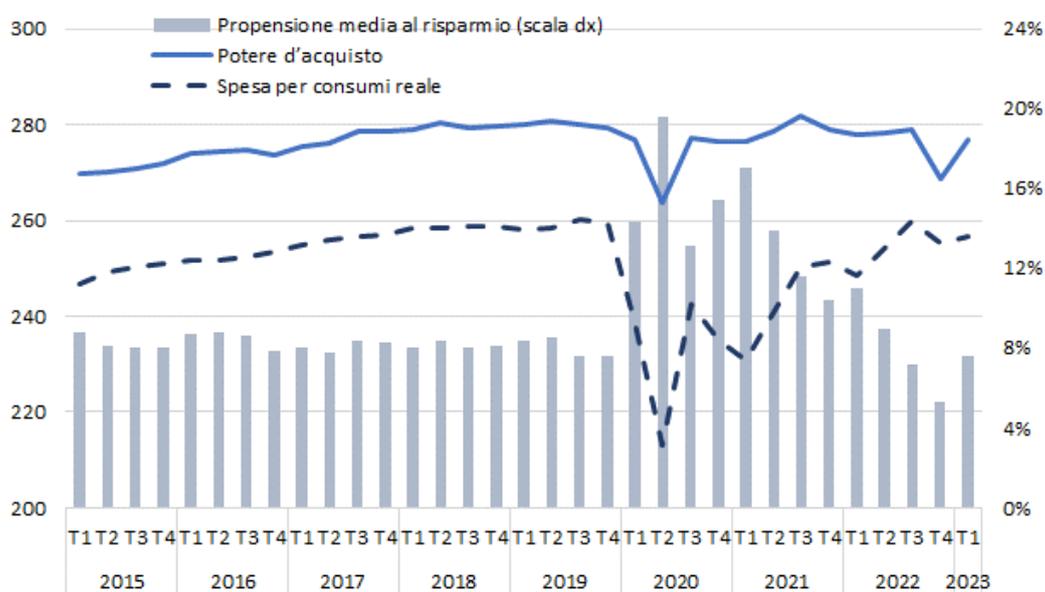
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

### **La spesa per consumi è volatile, ma tiene la fiducia delle famiglie**

Nei primi tre mesi di quest'anno i consumi delle famiglie hanno registrato un recupero (0,5 per cento su base congiunturale), dopo il calo marcato nello scorcio finale del 2022 (-1,7 per cento nella media ottobre-dicembre rispetto al terzo trimestre). L'incremento degli acquisti in inverno è prevalentemente ascrivibile alla spesa per beni durevoli e non durevoli (rispettivamente 2,0 e 1,4 per cento), contro la diminuzione di quelli semi-durevoli (-3,1 per cento); la componente dei servizi si è mantenuta pressoché stabile (0,1 per cento), largamente al di sotto dei livelli pre-COVID (circa quattro punti percentuali in meno rispetto al dato del quarto trimestre del 2019).

La favorevole dinamica della spesa privata in inverno ha beneficiato del buon andamento del mercato del lavoro e della fiducia dei consumatori. Il reddito disponibile delle famiglie nel primo trimestre ha segnato un balzo, del 3,2 per cento, a riflesso degli incrementi occupazionali, in un periodo ancora caratterizzato da misure governative di sostegno contro il caro energia. L'incremento dei redditi in termini nominali è stato solo marginalmente eroso dall'inflazione, in quanto il deflatore dei consumi è cresciuto dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente. La dinamica dei consumi è stata più moderata di quella dei redditi, quindi la propensione al risparmio è tornata in inverno su valori prossimi a quelli osservati prima della pandemia, al 7,6 per cento del reddito disponibile, in recupero di 2,3 punti percentuali rispetto al dato minimo di fine 2022 (fig. 8).

**Fig. 8** – Potere di acquisto, consumi e risparmio delle famiglie  
(miliardi di euro, valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

Nel secondo trimestre si sono osservati segnali di maggiore cautela negli orientamenti di spesa dei consumatori. Sulla base di elaborazioni dell'UPB l'incremento congiunturale dell'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio sarebbe risultato in diminuzione rispetto al trimestre precedente, a riflesso di cali sia per la componente dei beni sia per quella dei servizi. Indicazioni di un decremento, sebbene limitato ai mesi di aprile-maggio, giungono anche dalle vendite al dettaglio (in volume), soprattutto quelle dei beni alimentari il cui tasso di variazione acquisito è negativo per oltre mezzo punto percentuale nel secondo trimestre.

Le opinioni dei consumatori sono risultate tuttavia in miglioramento in corso d'anno: nella media del secondo trimestre l'indice di fiducia si è attestato a 106,4, oltre tre punti in più rispetto al periodo gennaio-marzo. La scomposizione secondo la coppia di dimensioni economico/personale evidenzia come al miglioramento dell'indice nel trimestre abbiano contribuito prevalentemente le valutazioni sul clima generale. Le indagini più recenti, riferite a luglio, mostrano un lieve ripiegamento dell'indice, soprattutto per quanto attiene alle componenti relative al clima economico.

### ***Gli investimenti sono frenati dall'inasprimento delle condizioni creditizie***

Nel trimestre iniziale dell'anno l'accumulazione di capitale ha registrato una crescita dello 0,8 per cento, decisamente più contenuta di quella osservata nello scorcio finale del 2022 (1,5 per cento). Gli investimenti in attività immobiliari residenziali sono aumentati su base congiunturale, pur registrando la prima flessione tendenziale degli ultimi dieci trimestri. L'indebolimento degli investimenti delle famiglie in inverno, nonostante il clima di fiducia ancora elevato, si è accompagnato all'aumento dei tassi d'interesse e al graduale esaurirsi degli incentivi fiscali relativi al Superbonus. Nello stesso periodo è proseguita la dinamica positiva degli investimenti in fabbricati, impianti e, soprattutto, mezzi di trasporto: per questi ultimi i livelli sono prossimi a quelli mediamente osservati nel periodo pre-pandemico. Il tasso d'investimento delle società non finanziarie (rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto) permane fra i maggiori dell'ultimo decennio al 24 per cento, sebbene in lieve flessione; la quota di profitto (misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie) si è ridotta su base congiunturale al 43,7 per cento, rimanendo comunque decisamente superiore rispetto alla media del biennio scorso. Nel primo trimestre il *mark-up* per il totale dell'economia si è invece ampliato, come già avvenuto al termine del 2022. A fronte di una stabilità dei margini nell'agricoltura e di una crescita contenuta di quelli nelle costruzioni, si è registrato un recupero sostenuto nei servizi e nell'industria in senso stretto.

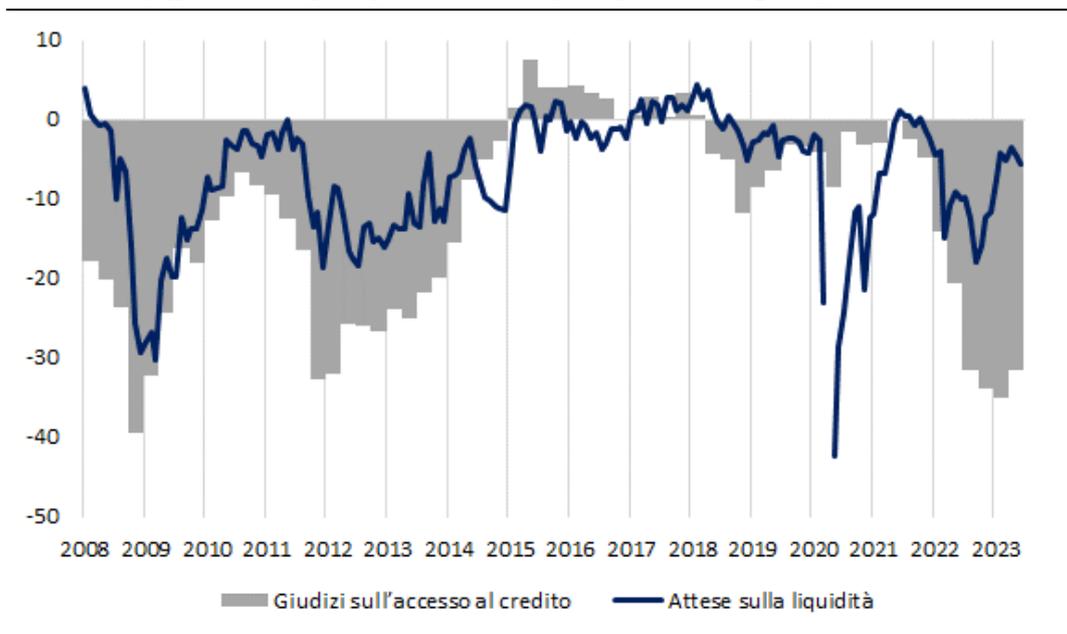
Le rilevazioni qualitative condotte in primavera riportano condizioni per investire ancora avverse, anche per l'affievolirsi della domanda, ma prefigurano comunque una moderata espansione degli investimenti nel 2023. In particolare, l'indagine di maggio/giugno della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita segnala un deterioramento dei

giudizi sulla situazione economica generale, interamente ascrivibile al settore industriale. Anche le aspettative sulla domanda appaiono in netto ridimensionamento nell'industria, ma in miglioramento nelle costruzioni, che riportano una minore difficoltà nel reperire *input* intermedi.

Nell'indagine dell'Istat sulla capacità produttiva e gli ostacoli alla produzione delle imprese manifatturiere il grado di utilizzo degli impianti nel secondo trimestre si è mantenuto intorno al 77 per cento; la quota di imprese che ha dichiarato di fronteggiare ostacoli alla produzione è ancora diminuita, come osservato a partire dalla fine del 2022, manifestando tuttavia difficoltà crescenti nel reperire manodopera.

Riguardo l'accesso al credito, le imprese manifatturiere segnalano un marginale miglioramento nel secondo trimestre, comunque su valori fortemente negativi prossimi a quelli osservati durante la crisi del debito sovrano. Le attese sulla liquidità hanno interrotto a partire da maggio la fase di miglioramento che perdurava dal quarto trimestre del 2022 (fig. 9). Nel complesso, la restrizione monetaria sembra si stia trasmettendo al mercato immobiliare: nel primo trimestre le compravendite di abitazioni sono diminuite, i prezzi hanno rallentato e gli agenti immobiliari intervistati in primavera nelle indagini della Banca d'Italia prospettano una contrazione della domanda legata a maggiori difficoltà di accesso ai mutui e ai rialzi dei tassi. I risultati dell'inchiesta trovano riscontro nei dati sull'erogazione di prestiti bancari, che mostrano una riduzione dei finanziamenti erogati a famiglie e imprese nei primi mesi dell'anno. Di conseguenza, l'accumulazione di capitale delle imprese è finanziata in misura crescente tramite fondi propri.

**Fig. 9** – Giudizi sul credito nella manifattura e attese sulla liquidità  
(differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



Fonte: Istat.

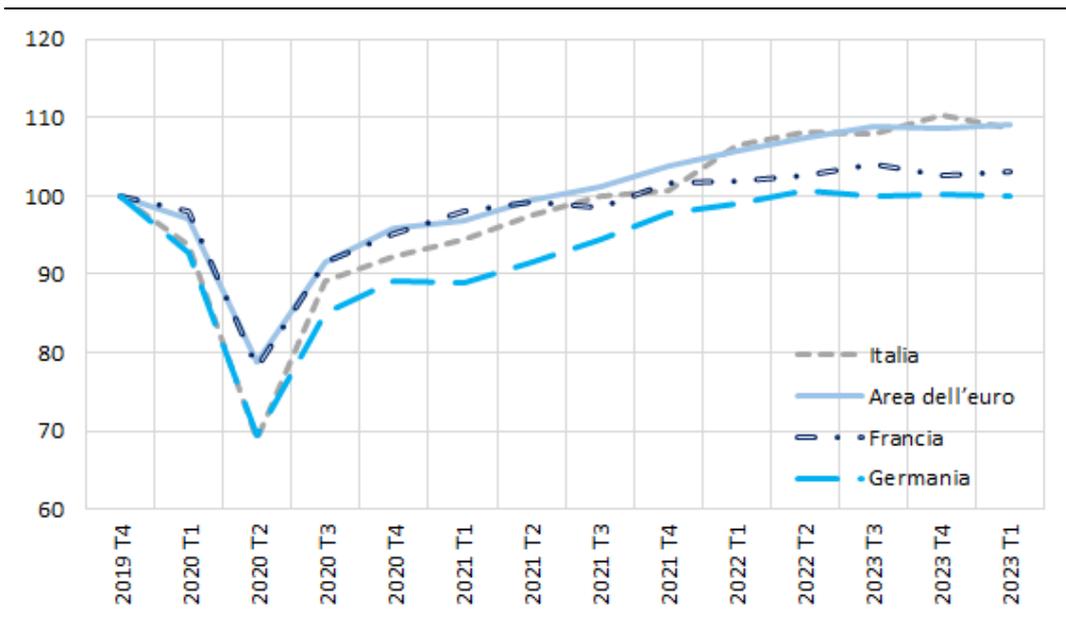
Dal lato dell'attivo bancario, l'incidenza dei crediti deteriorati è rimasta stabile nel primo trimestre dell'anno. Sul fronte della raccolta, già diminuita del 3,1 per cento nel 2022, gli istituti hanno fronteggiato un calo tendenziale del 4,5 per cento in maggio, con una flessione delle passività verso l'Eurosistema e minori depositi di residenti. In un contesto di ricomposizione del risparmio aumenta il costo della raccolta: le politiche monetarie esercitano infatti pressioni al rialzo anche sui rendimenti dei depositi.

### *Le esportazioni si sono indebolite, ma restano elevate nel confronto europeo*

Sulla base dei conti nazionali, nel primo trimestre dell'anno in corso il volume delle esportazioni di beni e servizi dell'Italia ha segnato un calo congiunturale (-1,4 per cento), erodendo i guadagni registrati nell'ultimo scorcio del 2022. Nonostante tale dinamica, per il nostro Paese meno favorevole rispetto a quella dei principali *partner* commerciali dell'area (Germania e Francia), le vendite all'estero si sono mantenute elevate rispetto a quelle dei maggiori paesi dell'area dell'euro (fig. 10), avendo beneficiato anche di una specializzazione verso settori a limitata intensità energetica.

Nei primi mesi dell'anno le esportazioni italiane sono state sfavorite da un peggioramento della competitività, in quanto i rialzi dei prezzi interni sono stati relativamente più pronunciati di quelli dei nostri competitori esteri, a differenza di quanto accaduto nel 2022. La flessione delle esportazioni di beni nel periodo invernale ha riguardato prevalentemente i mercati extra-UE, a riflesso anche dell'entrata in vigore delle sanzioni imposte a livello comunitario riguardo gli scambi commerciali con la Federazione Russa.

**Fig. 10** – Esportazioni dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie (numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

Nel bimestre aprile-maggio le vendite all'estero di beni si sono indebolite, sia all'interno del Unione europea sia sui mercati extra-UE, sebbene queste ultime in giugno abbiano lievemente recuperato. Tali dinamiche contrastano con gli ingenti flussi turistici verso l'Italia, che nei primi quattro mesi dell'anno hanno garantito un saldo commerciale favorevole per oltre due miliardi di euro, in aumento di quasi dieci punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2022.

Le inchieste qualitative sugli ordinativi sembrano prospettare una fase di debolezza per gli scambi con l'estero nel breve termine, coerentemente con le indicazioni sui flussi di commercio internazionale (si veda il paragrafo Il Contesto Internazionale).

Anche le importazioni all'inizio dell'anno sono diminuite (-1,0 per cento rispetto al quarto trimestre del 2022), a causa principalmente dei minori acquisti sui mercati extra-europei. La minore flessione delle importazioni rispetto alle esportazioni ha determinato un contributo negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel primo trimestre (-0,1 punti percentuali), dopo il forte stimolo positivo apportato nel periodo precedente (1,5 punti percentuali).

### ***L'attività si è indebolita in primavera ma diminuisce l'incertezza delle famiglie***

La produzione nell'industria è in flessione da tre trimestri consecutivi. In primavera l'andamento mensile è risultato oscillante, diminuendo ulteriormente in aprile (-2,0 per cento rispetto al mese precedente), per poi segnare una correzione al rialzo in maggio (1,6 per cento). Il tasso di crescita acquisito per il secondo trimestre dell'anno è fortemente negativo, per circa 1,5 punti percentuali, riflettendo la debolezza del ciclo globale della manifattura per l'esaurimento degli ordini arretrati e il calo della domanda corrente e attesa. Le rilevazioni presso le imprese delineano sviluppi sfavorevoli nel breve termine: in luglio il PMI manifatturiero si è infatti confermato ben al di sotto della soglia di espansione (44,5 da 43,8 di giugno) e l'indice Istat sulla fiducia del comparto è diminuito sui valori minimi dell'ultimo biennio.

Nella media dei primi tre mesi dell'anno la produzione nelle costruzioni si è incrementata di otto decimi di punto percentuale rispetto all'ultimo trimestre del 2022. Tra aprile e maggio l'andamento congiunturale è rapidamente peggiorato, con la variazione acquisita per il secondo trimestre divenuta ampiamente negativa (-3,9 per cento). L'indice sul clima di fiducia dell'edilizia ha mostrato invece ulteriori incrementi, a consolidamento della fase iniziata nella seconda metà del 2020; il dato di luglio ha segnato un nuovo massimo storico.

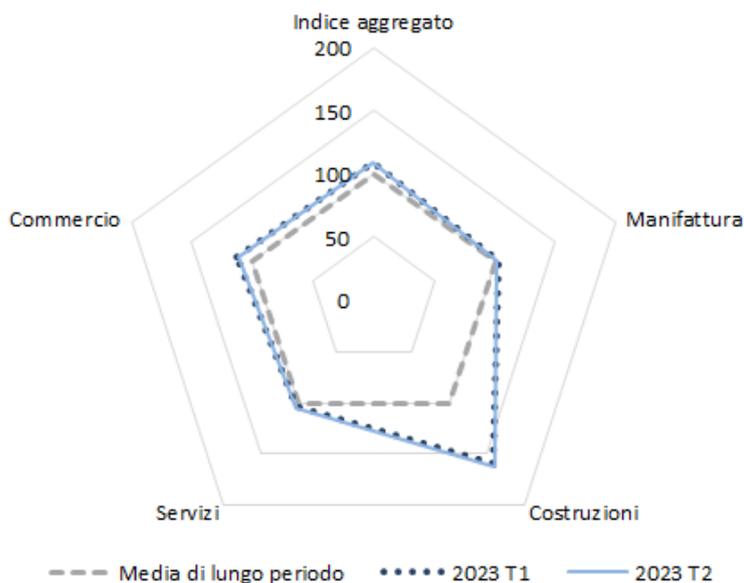
Nei primi tre mesi dell'anno il valore aggiunto del terziario è aumentato in termini congiunturali dello 0,8 per cento, beneficiando della favorevole dinamica delle componenti relative alle attività immobiliari (2,4 per cento), alle attività professionali e di supporto (3,0 per cento) e alle altre attività dei servizi (5,7 per cento). Gli indicatori

qualitativi sembrano prospettare nel breve termine andamenti eterogenei tra i comparti. Il PMI del terziario si è ridotto in maggio e giugno. Nella media dei mesi primaverili anche la fiducia del commercio è peggiorata, mentre quella degli altri servizi di mercato è lievemente migliorata; in luglio il clima di fiducia ha recuperato in entrambi i comparti.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, ha segnato nel secondo trimestre dell'anno una lieve flessione rispetto alla media gennaio-marzo (fig. 11). Nei mesi primaverili l'incertezza di famiglie e imprese, misurata dall'indice dell'UPB, si è nuovamente attenuata, soprattutto tra i consumatori (fig. 12), confermando l'inversione di tendenza osservata a partire dai primi mesi dell'anno in corso.

Segnali contrastanti emergono dalle variabili quantitative mensili tempistiche (fig. 13). Nel periodo giugno-luglio i consumi elettrici si sono collocati sui minimi post-pandemia, nonostante l'incremento nel mese scorso verosimilmente ascrivibile alle temperature sopra le media; il consumo di gas per usi industriali si è pressoché stabilizzato, quasi venti punti percentuali al di sotto dei valori precedenti l'emergenza sanitaria, anche in conseguenza della riconversione operata dalle imprese per fare fronte ai rincari. Il traffico aereo di passeggeri in giugno ha completato la fase di recupero, dopo i minimi raggiunti nella primavera del 2020; le immatricolazioni di nuove autovetture hanno mostrato ulteriori segnali di ripresa, grazie anche all'allentamento delle restrizioni nelle catene di fornitura, ma permangono margini di incremento prima di tornare sui livelli di fine 2020.

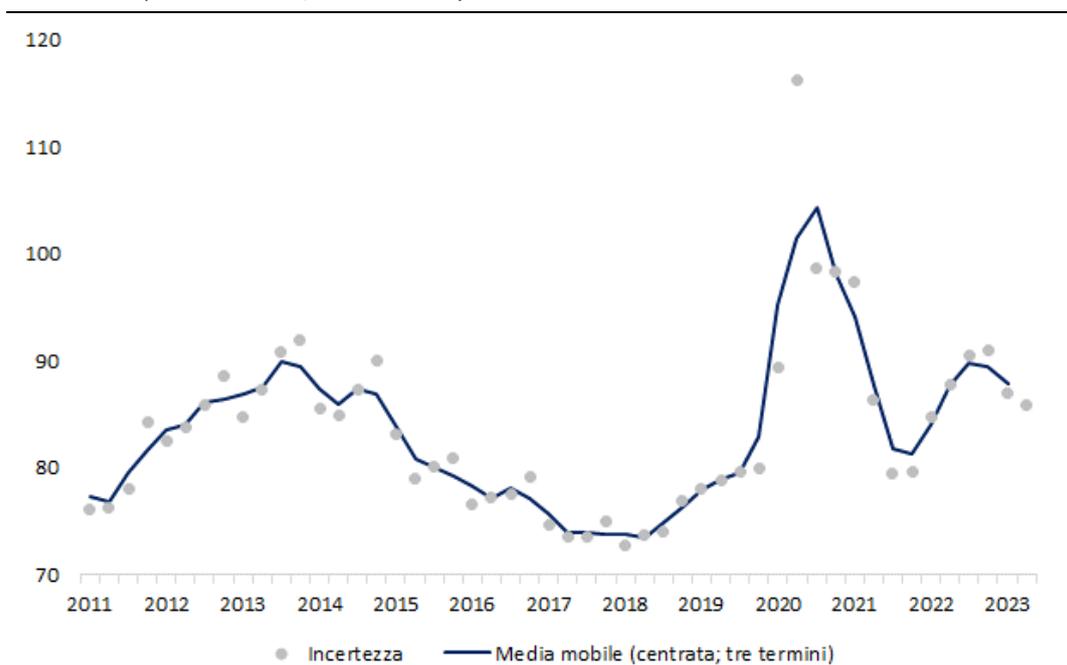
**Fig. 11** – Indice della fiducia dei comparti produttivi (1)



Fonte: Istat.

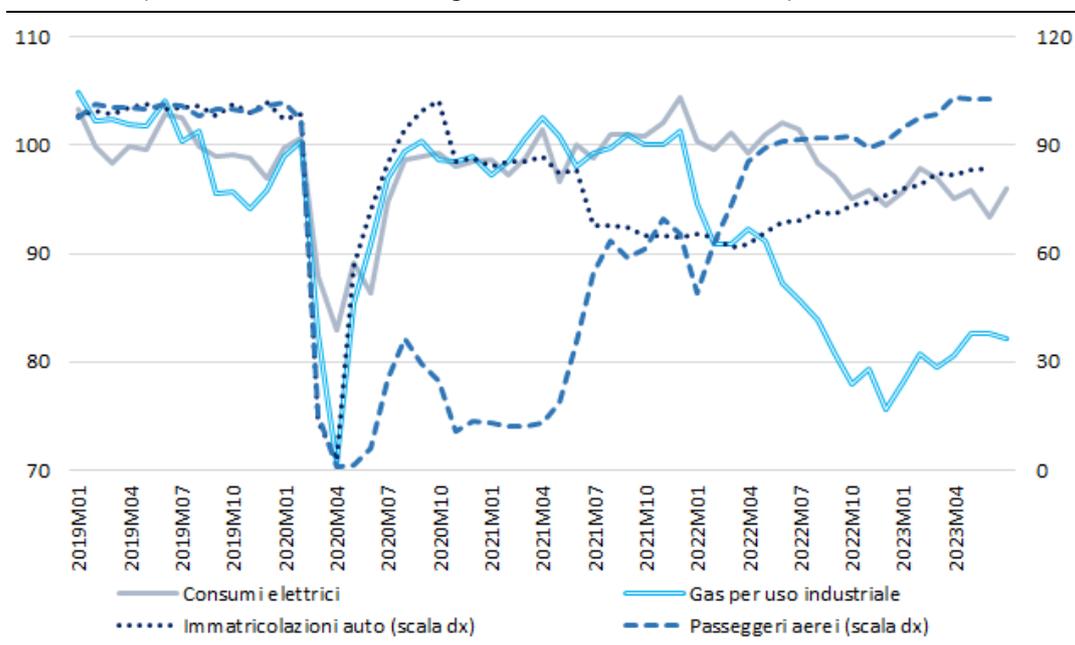
(1) La media di lungo periodo è calcolata tra gennaio del 1990 e giugno del 2023.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 13** – Indicatori tempestivi dell'attività economica  
(numeri indice su serie destagionalizzate, media 2019 = 100)



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

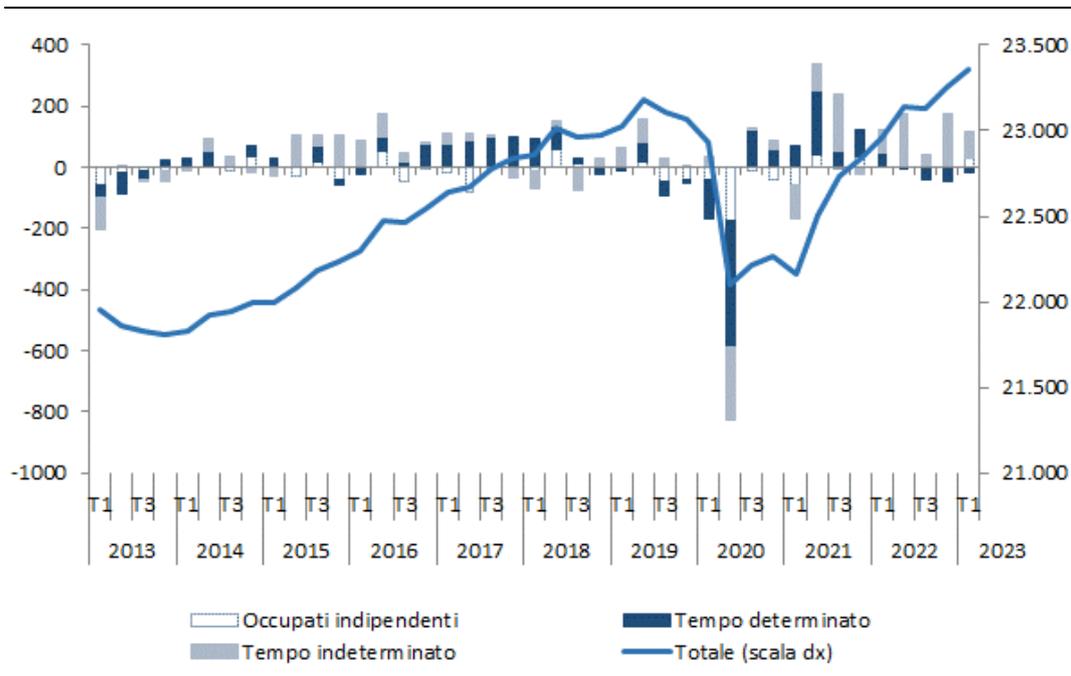
### *Prosegue la crescita degli occupati e si intensifica la dinamica salariale*

Il mercato del lavoro si è rafforzato nei mesi invernali. Le ore lavorate hanno accelerato nel primo trimestre dell'anno (1,3 per cento rispetto al quarto del 2022), per la seconda volta consecutiva. L'espansione dell'*input* di lavoro ha ecceduto quella dell'attività economica, per cui l'elasticità apparente del monte ore al prodotto ha largamente superato l'unità e la produttività oraria si è ancora ridotta. Le ore di lavoro hanno mostrato un balzo nell'industria in senso stretto (1,9 per cento), nonostante l'evoluzione pressoché stagnante del valore aggiunto; l'aumento è stato più graduale nei servizi, per i quali i livelli pre-pandemia sono stati superati soltanto nello scorcio finale dello scorso anno. Si è invece registrata una frenata nel settore delle costruzioni, che ha seguito il rallentamento dei livelli produttivi, e un andamento ancora in flessione nell'agricoltura. Alla dinamica dell'*input* di lavoro ha contribuito sia l'incremento delle ore per addetto, anche in conseguenza del minore ricorso alle misure di integrazione salariale, sia la crescita dell'occupazione.

L'aumento del numero di persone occupate in inverno (0,4 per cento, secondo la Rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro) ha riguardato sia la componente permanente alle dipendenze (0,6 per cento) sia quella del lavoro autonomo; l'occupazione a termine è invece diminuita, come avviene dal secondo trimestre del 2022 (fig. 14).

Sulla base di informazioni preliminari, nel periodo aprile-giugno il numero di occupati è aumentato a un ritmo analogo ai precedenti tre mesi, ancora al traino dell'occupazione

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



Fonte: Istat.

permanente e autonoma. Vi hanno concorso le due componenti di genere, gli occupati giovani (15-34 anni) e quelli della classe di età più elevata, anche per effetto della dinamica demografica. Il tasso di occupazione (15-64 anni), che già nel primo trimestre si era attestato sul valore (60,9 per cento) massimo dal 2004, è salito ulteriormente.

Secondo i dati amministrativi delle comunicazioni obbligatorie, relativi al settore privato non-agricolo, la domanda di lavoro ha ripreso vigore dall'inizio di quest'anno. Nel complesso dei primi sei mesi di quest'anno le attivazioni nette sono aumentate di oltre il 50 per cento rispetto al semestre finale del 2022, soprattutto per la componente permanente, che ha contribuito per circa l'80 per cento alla creazione di nuovi posti di lavoro. Si è contestualmente ampliato il ricorso ai contratti temporanei, anche per compensare precedenti trasformazioni in posti permanenti. L'aumento dei posti di lavoro a tempo determinato è principalmente ascrivibile al settore dei servizi, in particolare nel turismo, maggiormente orientato verso rapporti di lavoro di breve durata. La creazione di posizioni lavorative permanenti si è soprattutto manifestata nell'industria in senso stretto.

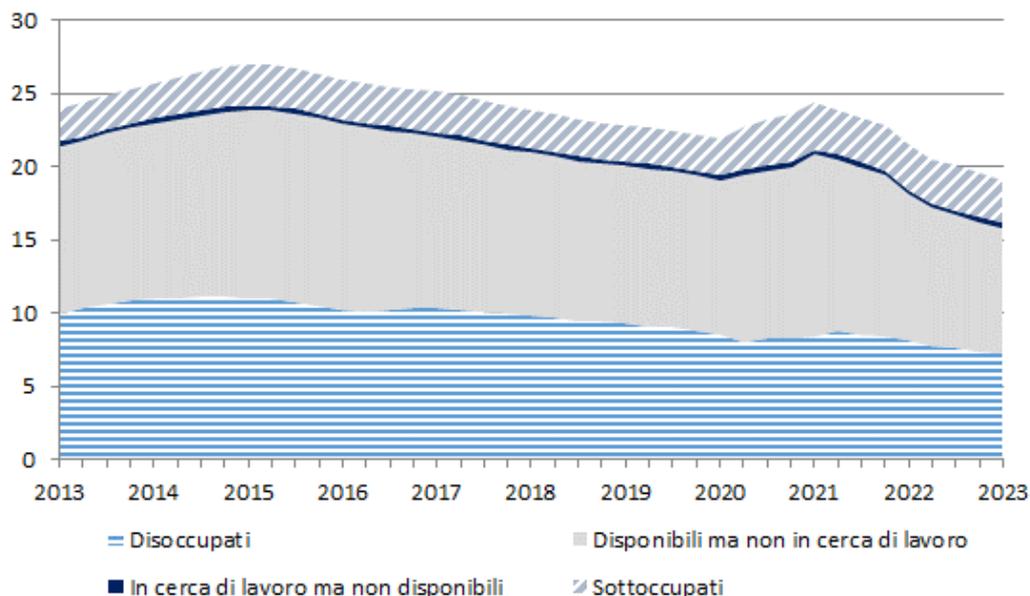
Nel primo semestre i trattamenti di integrazione salariale si sono ridotti in misura marcata (quasi il 40 per cento rispetto all'analogo periodo del 2022) e si è ulteriormente moderato l'effettivo utilizzo di questi strumenti rispetto alle ore autorizzate (21,7 per cento nei primi quattro mesi dell'anno, da 29,8 di un anno prima). Vi ha contribuito sia il minor ricorso alle ore autorizzate nei fondi di solidarietà (FSI), pari a circa un decimo rispetto al periodo gennaio-giugno di un anno prima, sia la riduzione delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (CIG), per oltre il 20 per cento. Nel commercio, nonostante la marcata contrazione delle ore autorizzate, gli interventi di integrazione salariale sono risultati superiori ai livelli pre-pandemia, soprattutto per i trattamenti FSI. Nell'industria in senso stretto sono invece le ore autorizzate di CIG a risultare ancora elevate, per le richieste nei settori della manifattura a maggiore intensità energetica<sup>2</sup>. Le ore complessive nelle costruzioni, in massima parte di CIG, si sono invece stabilizzate sui livelli pre-crisi.

Il numero di persone in cerca di occupazione ha mostrato un rialzo nel primo trimestre di quest'anno (23.000 persone in più, 1,2 per cento rispetto ai precedenti tre mesi), per la prima volta dopo circa due anni di riduzioni consecutive. L'aumento si è registrato nelle classi di età più elevate e ha soprattutto riguardato la componente maschile. L'espansione dell'offerta di lavoro (0,5 per cento) si è associata a una riduzione degli individui inattivi (-1,2 per cento). Il tasso di disoccupazione nel primo trimestre dell'anno è risultato sostanzialmente invariato (8,0 per cento), per un aumento del tasso di partecipazione di poco superiore a quello di occupazione. Il tasso di inattività, sceso ulteriormente dal valore minimo del precedente trimestre, ha raggiunto livelli storicamente bassi (33,7 per cento), grazie soprattutto alla diminuzione delle persone disponibili a lavorare ma non in cerca attiva di un impiego; il grado di inutilizzo del fattore lavoro si è quindi ridotto al 19 per cento (fig. 15). Il divario tra domanda e offerta di lavoro (fig. 16) è rimasto ampio

---

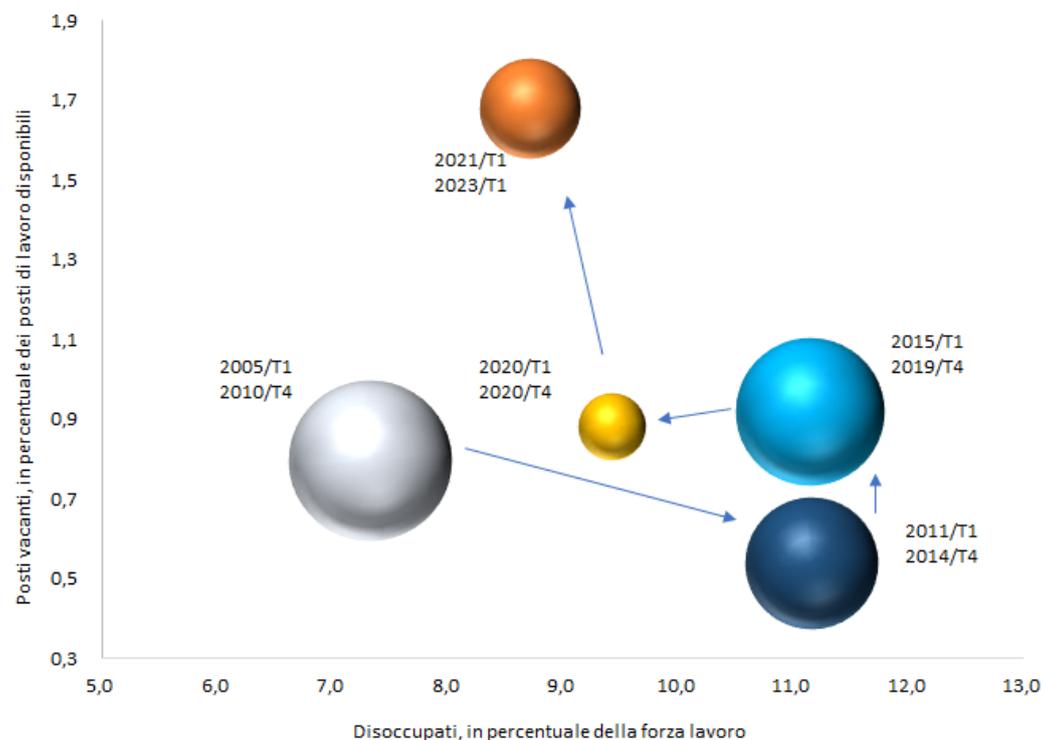
<sup>2</sup> Fabbricazione di carta e di prodotti di carta, fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, chimica, fabbricazione di minerali non metalliferi, metallurgia.

**Fig. 15** – Disoccupazione, sottoccupazione e forza lavoro potenziale (1)  
(medie mobili a quattro termini; incidenze percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat.  
(1) Età di riferimento 15-74 anni.

**Fig. 16** – Tasso di disoccupazione e di posti vacanti (1)  
(valori percentuali medi)



Fonte: elaborazione su dati Istat.  
(1) La dimensione delle sfere è proporzionale al numero di trimestri in ciascun sotto-periodo, quindi indica l'ampiezza del periodo rappresentato.

nell'industria manifatturiera e nei servizi di mercato; nelle costruzioni il tasso di posti vacanti è invece diminuito, per la prima volta dalla crisi pandemica, tornando sui valori medi dello scorso anno. Nel trimestre aprile-giugno di quest'anno il tasso di disoccupazione è sceso sensibilmente (7,5 per cento), grazie all'ulteriore risalita del tasso di occupazione e alla sostanziale stabilità di quello di partecipazione su livelli storicamente elevati; è proseguita, a ritmi inferiori ai precedenti tre mesi, la riduzione degli inattivi.

Le retribuzioni contrattuali orarie nel secondo trimestre di quest'anno sono aumentate del 2,7 per cento su base tendenziale (mezzo punto percentuale in più rispetto ai precedenti tre mesi), spinte dal rialzo nel settore privato (al 2,1 per cento, dall'1,2 nel primo trimestre); la dinamica resta sostenuta (al 4,5 per cento) nel comparto pubblico, per via degli incrementi relativi a diversi rinnovi contrattuali per il triennio 2019-2021 (siglati dal maggio del 2022 e corrisposti nella seconda metà dell'anno). Un impulso alla crescita salariale potrebbe giungere dalla revisione dell'indice di riferimento per i rinnovi contrattuali (IPCA al netto degli energetici importati), stimato dall'Istat in crescita del 6,6 per cento nel 2022 (1,9 punti percentuali in più rispetto alla previsione più recente). Vi concorrerebbero le clausole di indicizzazione presenti in alcuni accordi collettivi nazionali. Le maggiori richieste salariali potrebbero anche riflettersi in un allungamento del processo negoziale, in particolare in alcuni comparti, come quello dei servizi privati, che presenta un'elevata quota di dipendenti in attesa di rinnovo (73,9 per cento in giugno). Nei primi tre mesi dell'anno la dinamica salariale di fatto (4,3 per cento su base tendenziale) ha sopravanzato la crescita delle retribuzioni contrattuali. Il costo orario del lavoro ha rallentato al 2,9 per cento grazie all'espansione dell'*input* di lavoro e alle politiche di decontribuzione; ne è derivata un'attenuazione del CLUP, in presenza di un'evoluzione ancora negativa della produttività oraria.

### ***La componente di fondo dell'inflazione comincia a flettere.***

La diminuzione dell'inflazione, avviata nei mesi recenti, si rafforza e diventa apprezzabile anche nella componente di fondo; tuttavia le pressioni sui prezzi dei beni alimentari e di alcuni servizi, soprattutto quelli legati al turismo, sono ancora sostenute.

L'inflazione (misurata dall'indice NIC) è scesa nel secondo trimestre dell'anno di un punto e mezzo percentuale, al 7,4 per cento (dall'8,9 del trimestre precedente), in larga parte a riflesso della frenata della componente energetica (al 9,8 per cento dal 26,6) oltre che dei beni alimentari (all'11,3 per cento dal 12,7), a fronte della sostanziale stabilità nei servizi (4,6 per cento dal 4,4). La diminuzione della dinamica dei prezzi è in parte dovuta a un effetto base, che deriva dal confronto con i forti incrementi nello stesso mese dello scorso anno. Tuttavia il cambio del sistema dei pesi dal 2022 contribuisce ad accentuare il contributo di alcune voci legate al turismo, come alloggio, ristorazione e pacchetti vacanze, i cui prezzi restano in aumento.

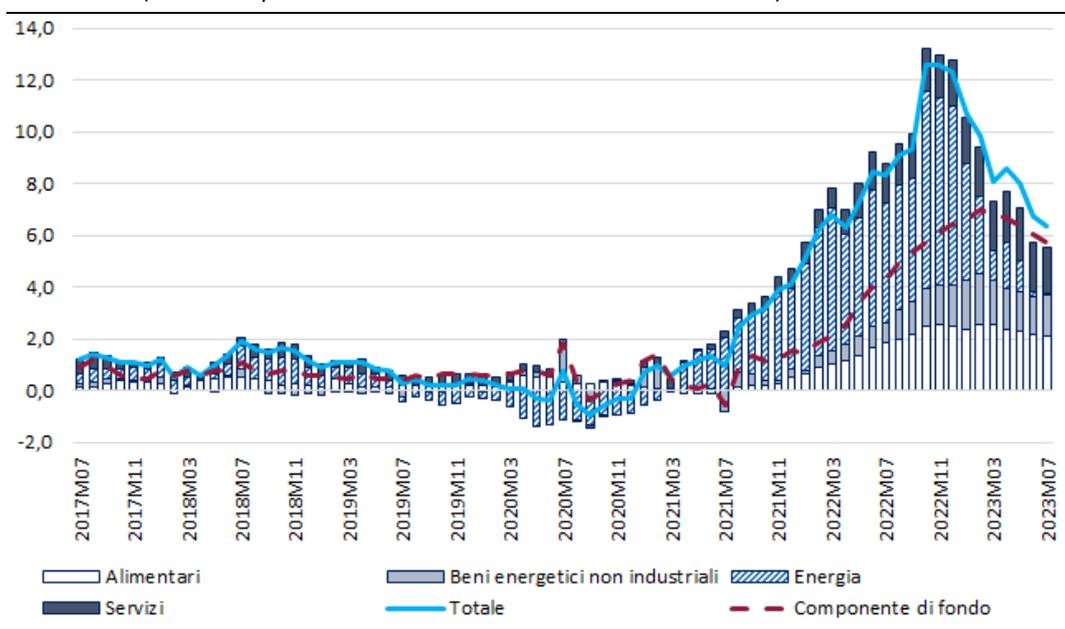
In luglio l'inflazione è ancora diminuita, al 6,0 per cento (dal 6,4 di giugno). Oltre ai prezzi dei beni energetici rallentano su base tendenziale quelli dei servizi di trasporto e degli alimentari lavorati, mentre accelerano gli alimentari non lavorati e i servizi relativi all'abitazione. Il calo dell'inflazione interessa in modo differenziato le varie aree geografiche italiane, con valori ancora sopra il sette per cento a giugno in Liguria, Toscana e Umbria, mentre in Basilicata sono sotto il quattro per cento.

Nel secondo trimestre dell'anno l'inflazione misurata dall'indice armonizzato europeo è scesa di 1,7 punti percentuali, al 7,8 per cento (dal 9,5 della media gennaio-marzo; fig. 17); l'indicatore si è mantenuto lievemente al di sopra della dinamica del NIC, per le diverse caratteristiche del paniere e modalità di misurazione, scendendo in luglio al 6,4 per cento (dal 6,7 di giugno).

Il differenziale di inflazione italiano rispetto all'area dell'euro resta positivo, di circa un punto e mezzo nella media del trimestre scorso. In luglio il divario si è ridotto a poco più di un punto percentuale, interamente trainato dalla componente energetica, comunque in attenuazione; si conferma per il nostro paese un lieve vantaggio sui prezzi alimentari e dei servizi, con il primo in attenuazione e il secondo che si va ampliando (fig. 18).

La crescita acquisita dei prezzi per il 2023 aumenta appena in luglio, al 5,7 per cento per la componente generale e al 5,1 per quella di fondo.

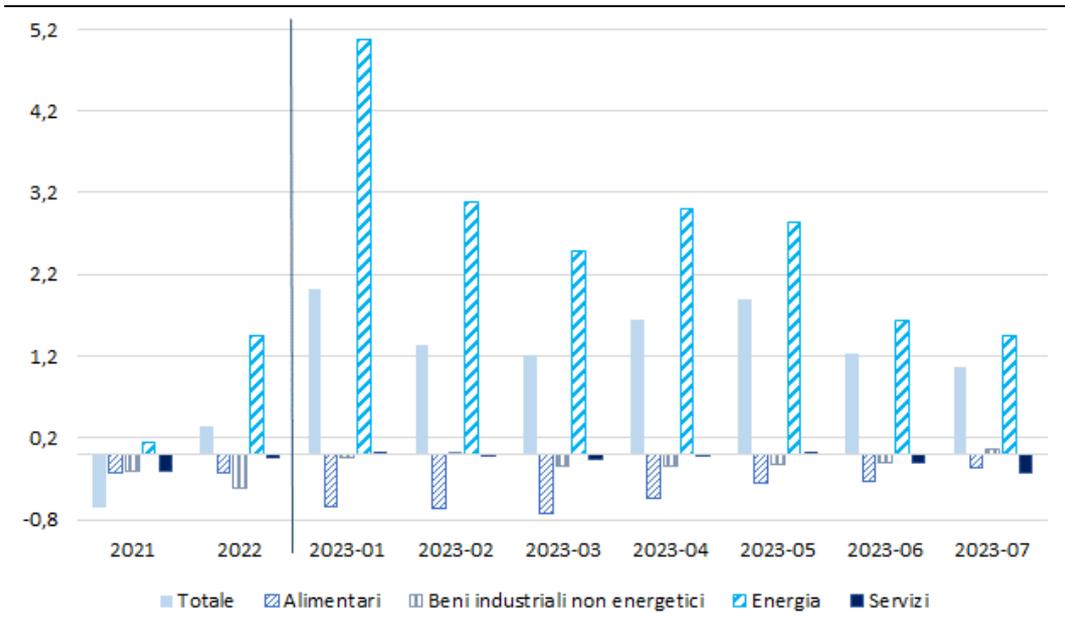
**Fig. 17** – Indici sull'inflazione (IPCA) in Italia (1)  
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Nel grafico si riporta l'inflazione totale, la componente di fondo e i contributi alla crescita delle componenti settoriali. La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato ed elaborato a un dettaglio maggiore.

**Fig. 18** – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)  
(differenze in punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

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

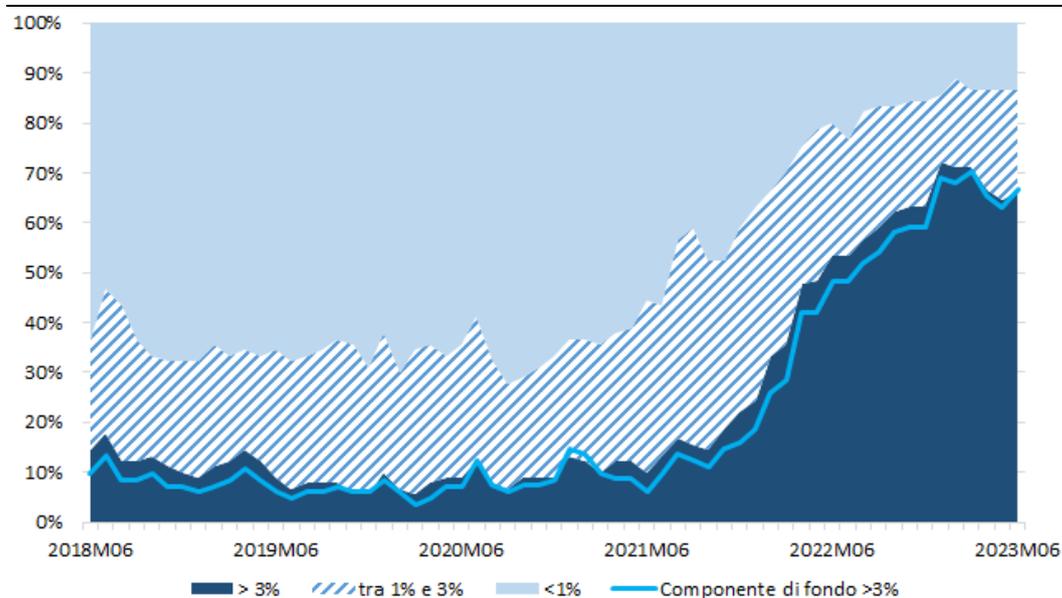
Durante tutto il 2022 le spinte inflazionistiche sui prezzi al consumo derivanti dalla crisi energetica si sono propagate tra le voci di spesa; tuttavia di recente è iniziata una fase di lento rientro. A gennaio scorso la quota di voci con rincari oltre il 3 per cento superava il 70 per cento, a giugno è scesa al 65 (fig. 19). Molti beni energetici (quali gli idrocarburi liquidi e i combustibili per trasporto) sono in deflazione, come contro-*shock* rispetto allo scorso anno quando si ebbe la fiammata inflattiva, mentre si osservano incrementi vistosi dei prezzi di alcune voci legate al turismo (il trasporto aereo, i pacchetti vacanze e gli alloggi), che risentono delle pressioni di domanda per il buon andamento della stagione turistica.

L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, diminuisce in luglio al 5,2 per cento (dal 5,6 di giugno) sulla spinta dei ribassi dei prezzi dei trasporti e delle utenze dell'acqua ed elettricità. La fase di riduzione dei prezzi comincia quindi a riguardare anche la componente *core*, e tale fenomeno è ancora più evidente se si prende a riferimento quella calcolata sulla base della volatilità delle serie, ossia eliminando il 10 per cento delle osservazioni nelle code della distribuzione (fig. 20)<sup>3</sup>. Un indicatore di media troncata così fatto mostrerebbe infatti una inflazione di fondo a giugno di circa un punto inferiore a quella comunemente calcolata, che esclude gli alimentari freschi e gli energetici. Sarebbero in questo caso tagliate altre voci, come gli alloggi, il trasporto aereo,

<sup>3</sup> Le misure troncate dell'inflazione sono ampiamente utilizzate dalle principali banche centrali, tuttavia 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 di recente 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*.

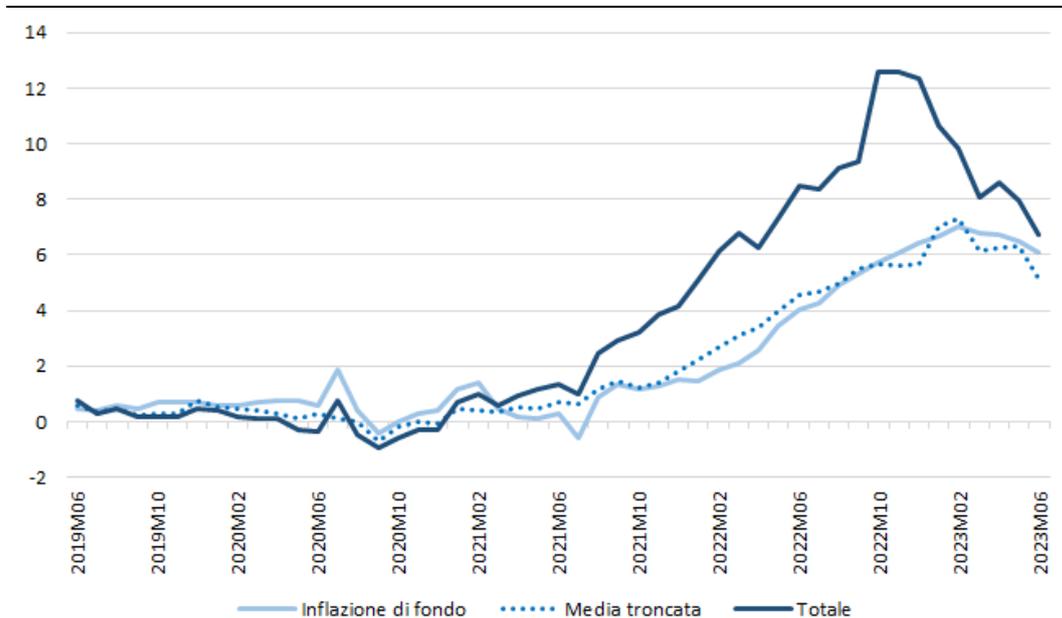
i pacchetti vacanze, lo zucchero e gli oli e grassi, che sono rincarati tra il 15 e il 20 per cento in giugno e che entrano invece nella misura di fondo standard.

**Fig. 19** – Incidenza di voci elementari del paniere dell’IPCA con variazioni dei prezzi superiori a determinate soglie (quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

**Fig. 20** – 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) dalle due code estreme della distribuzione dell’inflazione armonizzata (IPCA).

La flessione recente dell'inflazione, essendo più accentuata sui beni rispetto ai servizi, è stata nel complesso più forte per le famiglie con minore capacità di spesa, che destinano a tali prodotti una quota maggiore del loro reddito; di conseguenza il differenziale inflazionistico tra le classi di spesa estreme, pari a circa quattro punti percentuali nel primo trimestre dell'anno, si è ridotto nella media aprile-giugno a 2,3 punti.

Le pressioni a monte del processo produttivo hanno iniziato a ripiegare all'inizio del 2023, sulla scia dei ribassi delle quotazioni del gas naturale e dei beni intermedi. Le spinte dall'estero hanno invertito il segno da marzo e in maggio si è registrato un calo tendenziale dei prezzi all'import del 7,8 per cento, anche grazie ad un effetto base dovuto al confronto con i picchi del 2022. I prezzi alla produzione dell'industria continuano a scendere da gennaio e hanno registrato in giugno una riduzione tendenziale del 5,5 per cento, che non si osservava dai tempi della crisi da COVID; la flessione dei prezzi industriali riguarda soprattutto il mercato interno, dove oltre all'energia si osservano ribassi anche per i beni intermedi. Contestualmente continuano ad attenuarsi le pressioni sui prezzi alla produzione nel settore delle costruzioni, dove si riscontra un lieve calo congiunturale per gli edifici (soprattutto quelli non residenziali), mentre restano stazionari i prezzi per strade e ferrovie. I prezzi alla produzione nel terziario, che non hanno raggiunto valori sostenuti in questi anni, sono aumentati nel primo trimestre del 3,6 per cento rispetto all'anno scorso (dal 4,1 per cento del trimestre precedente), con rialzi congiunturali per i servizi di informazione, supporto alle imprese e attività professionali, a fronte di ribassi per i servizi di trasporto e di telecomunicazione.

Le attese di inflazione rilevate nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat continuano a prefigurare un'attenuazione delle spinte inflazionistiche. In luglio il saldo delle aspettative delle imprese della manifattura è tornato negativo (-0,6), come non accadeva dalla crisi pandemica, con una quota di oltre l'80 per cento orientata su prezzi stabili. Parallelamente gli imprenditori intervistati osservano in luglio una rilevante contrazione dei prezzi di acquisto, come non si vedeva da aprile 2009, a riflesso sia della debolezza della domanda che del rapido allentamento delle strozzature nella catena di distribuzione. Le attese di inflazione registrate dall'Indagine della Banca d'Italia nel secondo trimestre dell'anno presso le imprese si attenuano su tutti gli orizzonti, pur restando sostenute sui 12 mesi (5,8 per cento). Anche i consumatori ridimensionano le proprie aspettative sull'inflazione, dopo un piccolo recupero in maggio legato probabilmente alla ripresa temporanea del prezzo del gas; è aumentata in modo considerevole in luglio la quota degli intervistati che attende variazioni dei prezzi in attenuazione (23,7 per cento).

## ***Le previsioni di medio termine per l'economia italiana***

Si presentano di seguito le previsioni macroeconomiche dell'UPB per l'economia italiana nel biennio 2023-24. Rispetto al quadro macroeconomico di aprile, predisposto per la validazione delle previsioni del DEF 2023, si considera l'evoluzione più recente delle variabili esogene internazionali e si recepiscono le informazioni più aggiornate sulla fase ciclica. Per quanto concerne la politica di bilancio, si assume il completo utilizzo delle risorse del programma europeo *Next Generation EU* (NGEU) secondo gli interventi delineati nel PNRR, valutato prima delle proposte di modifica annunciate dal Governo la settimana scorsa. La proposta di rimodulazione del Piano comporta minori interventi per 15,9 miliardi di euro (che il Governo intende finanziare con altre risorse) e allo stesso tempo recepisce il nuovo programma RePowerEu, sia per quanto attiene alle risorse (19,2 miliardi) sia per le riforme in materia di risparmio ed efficientamento energetico. Vi sono inoltre differimenti delle scadenze di *Milestone/Target*, rimodulazioni quantitative dei *Target* e riprogrammazioni delle risorse fra interventi.

### ***L'attività economica nel biennio 2023-24***

Le previsioni incorporano la flessione del PIL nel secondo trimestre, in virtù della quale la variazione acquisita per il 2023 al netto degli effetti di calendario (considerati soltanto nei conti trimestrali) può essere stimata in sette decimi di punto percentuale. Secondo i modelli previsivi di breve periodo dell'UPB l'attività economica riprenderebbe a espandersi nel terzo trimestre, sebbene moderatamente.

Quest'anno il PIL dell'Italia aumenterebbe dell'1,0 per cento (tab. 2); l'attività produttiva verrebbe sostenuta dalla domanda interna, grazie all'allentamento dell'inflazione oltre che alla favorevole dinamica occupazionale. Nel 2024 la variazione del PIL resterebbe sostanzialmente invariata (1,1 per cento), sospinta dalle componenti interne di domanda, in particolare dagli investimenti finanziati con i fondi europei.

Le previsioni presentate in questa Nota tengono conto dei dati preliminari del PIL nel trimestre scorso, diffusi dall'Istat il 31 luglio. A differenza delle stime recenti degli altri istituti (tab. 3), finalizzate prima del rilascio dei dati Istat, le previsioni dell'UPB incorporano la sorpresa al ribasso sul PIL del secondo trimestre 2023, che pesa soprattutto sul quadro macroeconomico per l'anno in corso. Nel comparare le proiezioni per il prossimo anno occorre considerare l'eterogeneità delle ipotesi per le esogene internazionali, la finanza pubblica e l'impatto del PNRR; le stime dell'UPB sulla crescita del PIL del 2024 sono comunque più elevate di tutte le altre, incluse quelle diffuse la settimana scorsa dal FMI.

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

	2022	2023	2024
<b>ESOGENE INTERNAZIONALI</b>			
Commercio internazionale	5,6	0,8	2,7
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	101,0	81,2	78,2
Cambio dollaro/euro	1,05	1,10	1,14
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	132,0	39,5	50,3
<b>QUADRO ITALIANO</b>			
PIL	3,7	1,0	1,1
Importazioni beni e servizi	11,8	0,5	2,8
Consumi finali nazionali	3,5	0,6	0,7
- Consumi famiglie e ISP	4,6	0,8	1,1
- Spesa della PA	0,0	0,0	-0,5
Investimenti	9,4	2,1	2,2
Esportazioni beni e servizi	9,4	1,0	2,9
<b>CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL</b>			
Esportazioni nette	-0,5	0,2	0,0
Scorte	-0,4	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	4,6	0,9	1,1
<b>PREZZI E CRESCITA NOMINALE</b>			
Deflatore importazioni	21,5	-6,3	-0,4
Deflatore esportazioni	10,9	-3,8	0,1
Deflatore consumi	7,4	5,1	2,4
Deflatore PIL	3,0	5,4	2,5
PIL nominale	6,8	6,5	3,6
<b>MERCATO DEL LAVORO</b>			
Costo del lavoro per dipendente	3,3	3,3	3,5
Occupazione (ULA)	3,5	1,4	1,0
Tasso di disoccupazione	8,1	7,7	7,6

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione, il tasso di cambio, il prezzo del petrolio e il prezzo del gas. 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 sulla crescita del PIL e sull'inflazione dell'Italia

		PIL		Inflazione	
		2023	2024	2023	2024
Fondo monetario internazionale	25-lug	1,1	0,9		
Consensus Economics <sup>(1)</sup>	18-lug	1,1	0,8	6,1	2,4
Banca d'Italia <sup>(1) (2)</sup>	14-lug	1,3	0,9	6,0	2,3
Oxford Economics <sup>(1)</sup>	13-lug	0,9	0,8	5,8	2,0
Prometeia <sup>(1)</sup>	04-lug	1,1	0,7	5,6	2,2
REF -Ricerche <sup>(1)</sup>	04-lug	1,1	0,8	5,8	2,4

(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi. – (2) Indice dei prezzi armonizzato.

### *Le previsioni sulle componenti della spesa*

Nel complesso del biennio di previsione l'attività economica resterebbe prevalentemente sospinta dalla spesa interna, con contributi simili tra i consumi delle famiglie e gli investimenti fissi lordi. L'apporto alla crescita della variazione delle scorte sarebbe nullo, quello della domanda estera netta lievemente positivo per l'anno in corso e nullo per il 2024.

Nel 2023 i consumi delle famiglie sono attesi in aumento dello 0,8 per cento, un ritmo appena inferiore rispetto a quello del PIL. Nel 2024, beneficiando della progressiva attenuazione delle pressioni inflazionistiche e del conseguente recupero del potere di acquisto, la dinamica della spesa delle famiglie si rafforzerebbe; l'incremento sarebbe moderato (1,1 per cento), per cui ne deriverebbe un recupero della propensione al risparmio.

L'accumulazione di capitale, dopo il balzo dello scorso anno (al 9,4 per cento), proseguirebbe a ritmi più coerenti con le medie storiche nel biennio 2023-24. La componente delle costruzioni (in crescita del 2,7 per cento in media) continuerebbe a essere la più vivace, grazie anche al traino del PNRR. L'espansione degli investimenti in macchine e attrezzature è prevista più moderata (1,6 per cento in media nel periodo 2023-24), in quanto risentirebbe maggiormente del rallentamento del commercio mondiale e, soprattutto, del rialzo dei tassi di interesse. L'incidenza tra il valore degli investimenti complessivi e il PIL si manterrebbe quasi al 22,0 per cento nel 2024, un valore elevato nel confronto storico; la quota di investimenti pubblici salirebbe al 4,0 per cento, attestandosi al di sopra di quanto registrato prima della crisi globale finanziaria.

L'espansione delle esportazioni di quest'anno (1,0 per cento) è attesa sopravanzare quella del commercio mondiale, configurando per il terzo anno consecutivo guadagni delle quote di mercato internazionale. L'aumento delle importazioni (0,5 per cento) dovrebbe risultare inferiore a quello delle vendite all'estero, a riflesso di una minore intensità nell'attivazione della domanda interna, in particolare per investimenti, rispetto al biennio precedente. Le esportazioni si irrobustirebbero nel 2024 (al 2,9 per cento), convergendo verso i ritmi del commercio internazionale. Una dinamica simile è prevista nel 2024 per gli acquisti dall'estero, a seguito di una evoluzione favorevole delle principali determinati esogene (apprezzamento dell'euro e flessione nelle 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 tornerebbe positivo quest'anno, in massima parte grazie al riassorbimento del disavanzo della bilancia energetica, per poi ampliarsi ancora nel 2024.

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

L'occupazione, misurata in termini di unità di lavoro standard (ULA), si incrementerebbe in misura appena superiore a quella del PIL nella media del biennio 2023-24. Il numero di occupati, sulla base della definizione della Rilevazione sulle forze di lavoro, aumenterebbe meno delle ore lavorate (1,0 per cento nella media del biennio), trainato soprattutto dalla componente permanente dell'occupazione alle dipendenze. A fronte della perdurante contrazione della popolazione in età lavorativa, che risente anche della sfavorevole evoluzione demografica, l'espansione dell'offerta di lavoro sottende un miglioramento della partecipazione al mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è previsto in attenuazione, al 7,6 per cento al termine del periodo delle proiezioni (dall'8,1 nel 2022).

L'inflazione, misurata attraverso il deflatore dei consumi, è attesa in progressiva riduzione nel biennio 2023-24. La flessione sarebbe graduale quest'anno (5,1 per cento, da 7,4 nel 2022) per il deflatore dei consumi, che negli ultimi due anni si è caratterizzato per variazioni inferiori a quelle dell'indice NIC (per circa mezzo punto percentuale)<sup>4</sup>. Il rientro delle tensioni dal lato dell'offerta, a seguito del superamento delle strozzature nelle catene di fornitura post-pandemia, e la diminuzione delle quotazioni delle materie prime energetiche si trasferirebbero con lentezza a valle del processo di formazione dei prezzi. L'anno prossimo il deflatore dei consumi rallenterebbe in misura più pronunciata, al 2,4 per cento, per effetto principalmente della sostanziale stasi dei prezzi delle materie prime (energetiche e non), coerentemente con le ipotesi di mercato a termine.

La dinamica salariale è attesa incorporare gradualmente e in misura incompleta l'evoluzione dei prezzi. La crescita delle retribuzioni pro-capite è prevista in recupero più nel settore privato che nel comparto pubblico, che lo scorso anno aveva erogato alcuni pagamenti a fronte dei ritardi nei rinnovi dei contratti. La crescita del deflatore del PIL (4,0 per cento in media nel biennio) è attesa eccedere quella del deflatore dei consumi privati in entrambi gli anni delle proiezioni, sospinta dal guadagno di ragioni di scambio che compensa parzialmente la netta perdita registrata nel 2022. Dal lato dei fattori di offerta, l'inflazione interna (misurata dal deflatore del PIL) sarebbe trainata quest'anno per circa metà dai margini di profitto delle imprese e in misura pressoché analoga nel 2024 dal costo del lavoro.

---

<sup>4</sup> Il deflatore dei consumi di contabilità nazionale e l'indice NIC sui prezzi al consumo sono costruiti con metodologie differenti. Il NIC è basato su un paniere di beni fissati una volta l'anno, mentre il deflatore pesa le varie voci sulla base delle spese effettivamente realizzate. Di conseguenza il NIC coglie con ritardo eventuali cambiamenti nelle abitudini di consumo delle famiglie, ad esempio ricorrendo ad acquisiti nei discount o riducendo la domanda di beni energetici come reazione ai rincari dei prezzi. Ci sono poi differenze metodologiche di misura, come nel caso degli affitti, che in contabilità nazionale sono imputati, mentre nell'indice dell'inflazione sono rilevati.

### ***Le principali revisioni rispetto alle previsioni di primavera***

Rispetto al quadro macroeconomico formulato dall'UPB per la validazione delle previsioni del DEF 2023, le proiezioni sull'attività economica sono state riviste marginalmente al rialzo quest'anno (0,1 punti percentuali), in virtù della sorpresa positiva sul PIL nel primo trimestre che prevale su quella di segno opposto nel successivo periodo. Le proiezioni dell'UPB del 2024 sono invece state liminate (tre decimi di punto di PIL), similmente a quelle degli altri principali previsori. La revisione per l'anno prossimo è interamente ascrivibile al deterioramento delle variabili esogene. In particolare, l'evoluzione degli scambi internazionali nel 2024, per quanto in accelerazione, è più sfavorevole di quella prefigurata in occasione della definizione delle ipotesi dell'ultimo DEF. Inoltre, le condizioni monetarie e creditizie più rigide rispetto alla primavera scorsa frenerebbero l'accumulazione di capitale determinando una minore espansione della domanda interna.

Con riferimento alle variabili di prezzo, rispetto alle previsioni dell'UPB dello scorso aprile, la dinamica del deflatore dei consumi è stata rivista al rialzo (due decimi) quest'anno mentre è stata corretta al ribasso nel prossimo (quasi mezzo punto percentuale) per le attese di una più veloce discesa delle quotazioni dei beni energetici. La correzione del deflatore del PIL è al rialzo per 1,2 punti percentuali nell'anno in corso, indotta dal più forte guadagno delle ragioni di scambio, mentre nel 2024 è al ribasso e sostanzialmente analoga a quella del deflatore dei consumi.

### ***I rischi della previsione***

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

Permangono criticità connesse con l'ipotesi alla base delle previsioni che vi sia l'integrale, tempestivo ed efficiente utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma NGEU. Nei primi due anni del programma l'attivazione di investimenti pubblici è stata modesta e il Governo ha recentemente delineato delle proposte di modifica del Piano, volte a favorire i progetti prontamente eseguibili. Affinché lo stimolo all'attività produttiva sia significativo e duraturo occorre avanzare speditamente con l'attuazione degli interventi e con l'azione sulle riforme strutturali.

Sul fronte estero, il conflitto in corso alle porte dell'Unione continua a rappresentare un rischio molto rilevante. L'economia europea finora non ha riportato danni sostanziali dal deterioramento dei rapporti commerciali con la Russia, ma l'economia tedesca ha mostrato segni di debolezza che se persistenti potrebbero incidere fortemente sui sistemi produttivi molto integrati con la Germania quale quello italiano.

Nel settore finanziario l'aumento dell'avversione al rischio degli operatori, associato a politiche monetarie che rimarranno presumibilmente restrittive finché non ci saranno

evidenze di un rientro dell'inflazione verso gli obiettivi delle banche centrali, rischiano di generare nuove tensioni globali; gli impatti avversi per un'economia aperta e con elevato debito pubblico, come quella italiana, potrebbero essere non trascurabili.

Per quanto attiene alla dinamica dei prezzi, i rischi sono giudicati in prevalenza al rialzo, con particolare riguardo alla velocità di riassorbimento dello *shock* originatosi a monte della catena di distribuzione. I mercati internazionali delle materie prime, soprattutto energetiche, sono estremamente volatili. Il clima torrido recentemente registrato tra i paesi del Mediterraneo e le rinnovate tensioni con la Russia sugli accordi per il grano potrebbero spingere nuovamente le quotazioni all'ingrosso dei beni alimentari, che successivamente si trasmetterebbero sui prezzi al consumo. Il perdurare dei rincari inciderebbe sul potere d'acquisto delle famiglie e potrebbe inasprire le rivendicazioni salariali.

Restano sullo sfondo i rischi ambientali e nell'immediato anche quelli legati alle condizioni climatiche avverse che, oltre a ripercuotersi sui prezzi dei beni alimentari e dell'energia, rischiano di nuocere al tessuto produttivo in caso di eventi metereologici estremi.

## Riquadro – Le ipotesi dell'esercizio previsivo

**Le ipotesi sul contesto internazionale.** L'esercizio si riferisce al biennio 2023-24 ed è basato su variabili esogene internazionali aggiornate sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 25 luglio. In particolare, si assume: 1) il commercio mondiale di beni e servizi in forte rallentamento nel 2023 (allo 0,8 per cento dal 5,6 del 2022) cui segue un recupero nel prossimo (al 2,7 per cento); 2) il marcato inasprimento delle condizioni monetarie e creditizie per quest'anno, con il tasso di interesse a breve nell'area euro che si attesta al 3,5 per cento, per ridursi al 3,1 per cento nel 2024; 3) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro in apprezzamento a 1,12 nella media del periodo 2023-24 (da 1,05 nel 2022); 4) una riduzione del prezzo del greggio a 81,2 dollari per barile nel 2023 cui seguirebbe, secondo le quotazioni dei mercati *futures*, una flessione più contenuta nel prossimo; 5) la marcata discesa delle quotazioni in euro del gas a circa 40 euro/MWh quest'anno, da 132 euro/MWh nel 2022, e un rialzo poco al di sopra dei 50 euro/MWh nel prossimo.

**Le ipotesi e gli impatti della finanza pubblica.** Il quadro di finanza pubblica incorpora i provvedimenti previsti dalle precedenti Leggi di bilancio, le misure introdotte con gli spazi di bilancio creati con il DEF 2023 (come il Decreto Lavoro, DL 48/23) e il PNRR, sulla base delle informazioni disponibili prima della proposta di revisione presentata dal Governo la scorsa settimana. Secondo simulazioni effettuate dall'UPB con il modello MeMo-It, l'effetto sul PIL delle manovre finanziate con il bilancio pubblico è stimato in un paio di decimi di punto percentuale nel biennio 2023-24. Per quanto concerne l'effetto del PNRR (per il quale si considerano le risorse aggiuntive), nell'ipotesi di una completa e tempestiva realizzazione dei progetti di investimento, l'esercizio di simulazione indicherebbe un incremento del PIL di circa 1,6 punti percentuali nel periodo 2023-24. L'effetto congiunto delle manovre e del PNRR sarebbe pertanto di una maggiore espansione del livello del prodotto di circa due punti di PIL nel periodo 2023-24.