

Sommario*

L'anno scorso l'economia mondiale ha decelerato, risentendo dei bruschi rincari delle materie prime, esacerbati dal conflitto tra Russia e Ucraina, oltre che dalla recrudescenza del COVID in Cina e dalle strozzature nelle catene globali del valore. Nel quarto trimestre l'attività è rimasta vivace negli Stati Uniti, mentre si è indebolita in Cina e nell'area dell'euro. Nelle ultime previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) la produzione e gli scambi internazionali rallenterebbero ancora quest'anno, per poi rafforzarsi nel prossimo. I prezzi del gas nei mesi scorsi si sono nettamente ridimensionati, grazie anche a condizioni climatiche eccezionalmente miti, ma restano superiori ai valori prevalenti prima della pandemia.

L'economia italiana, dopo essere cresciuta rapidamente e sopra le attese nei due trimestri centrali del 2022, in autunno è stata frenata dalla contrazione nella manifattura; nel complesso dell'anno il PIL è comunque stato fortemente attivato dal settore terziario ed è cresciuto di quasi quattro punti percentuali, più delle maggiori economie del mondo. L'inflazione ha raggiunto i valori massimi dagli ultimi quarant'anni. La dinamica dei prezzi in Italia è stata spinta soprattutto dai rincari degli energetici, che stanno cominciando a rientrare; la componente di fondo mostra però ancora spinte al rialzo, in parte riconducibili alla domanda di servizi turistici. L'occupazione ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente sostenuto e il tasso di disoccupazione è scesa su valori bassi nel confronto storico. La dinamica salariale ha incorporato solo parzialmente la brusca variazione dei prezzi e resta ancora ampio il divario tra domanda e offerta di posti di lavoro.

Gli indicatori congiunturali prospettici non prefigurano un'accelerazione dell'attività produttiva nel breve termine. L'aggiornamento delle stime macroeconomiche comunque conferma in larga parte il quadro già delineato dall'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) in occasione dell'esercizio di validazione della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF); quest'anno il PIL si espanderebbe poco oltre il mezzo punto percentuale, per poi rafforzarsi nel 2024 intorno all'1,5 per cento. La dinamica dei prezzi al consumo fletterebbe gradualmente e sarebbe ancora superiore al 2,0 per cento l'anno prossimo.

Il quadro macroeconomico dell'economia italiana è circondato da un'incertezza ancora molto ampia, riconducibile principalmente alle prospettive del commercio internazionale, oltre che alla forte volatilità dei mercati delle materie prime, sulla quale pesano le tensioni geopolitiche con la Russia.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 2 febbraio 2023.

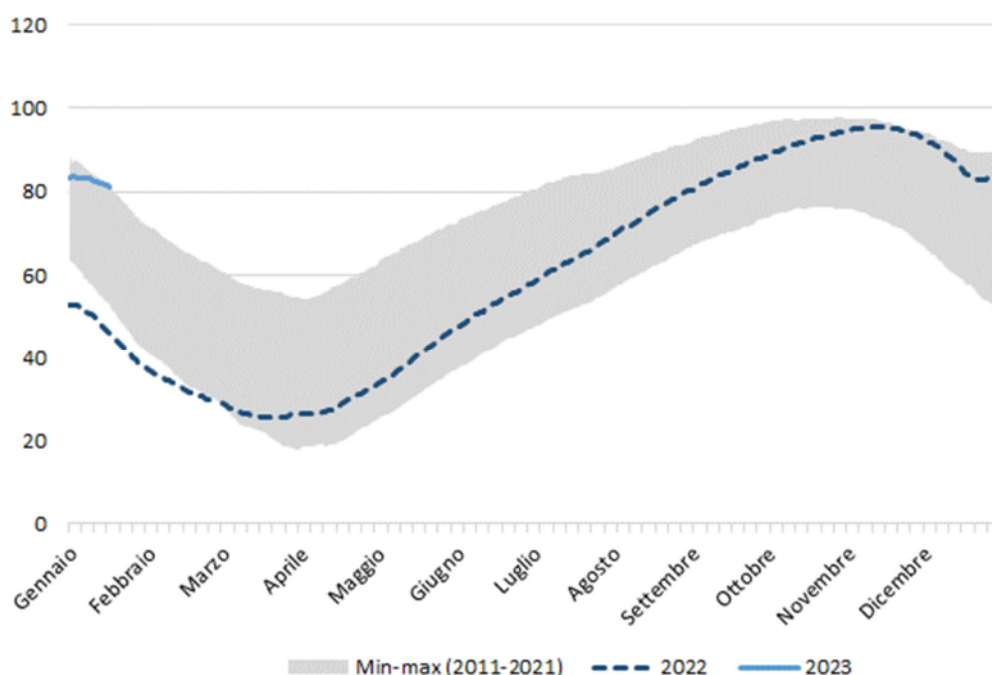
Il contesto internazionale

Il conflitto in Ucraina prosegue, ma le quotazioni energetiche rientrano

Nonostante il perdurare delle ostilità tra Russia e Ucraina, le tensioni sui mercati internazionali delle materie prime e nelle catene globali degli approvvigionamenti si stanno gradualmente attenuando; al miglioramento del quadro contribuiscono le riaperture in Cina dopo le forti restrizioni della politica di zero-COVID e il clima mite dei mesi scorsi in Europa, che ha consentito un limitato decremento delle scorte di gas rispetto agli anni precedenti (fig. 1). Secondo alcuni analisti il ciclo economico globale si starebbe avvicinando al punto di minimo locale. La ripresa è attesa dalla prossima primavera e dovrebbe comunque essere moderata, in quanto frenata ancora dalle tensioni geopolitiche.

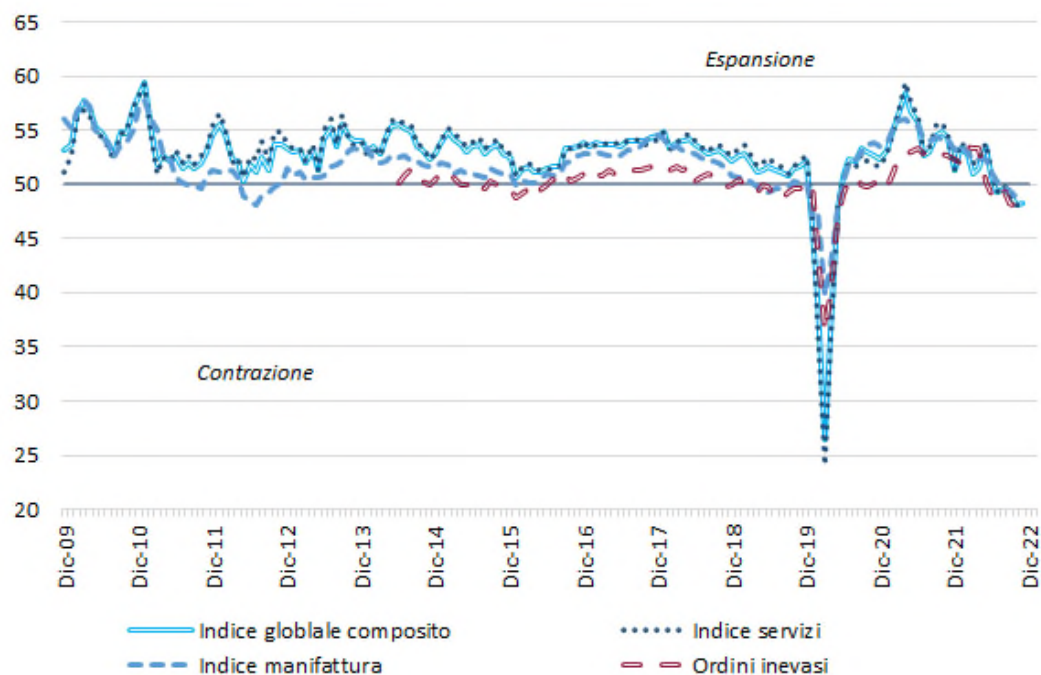
Dalla fine della scorsa estate gli indici dei direttori acquisti hanno mostrato un generale indebolimento (fig. 2). L'indicatore globale composito è sceso al di sotto della soglia che separa la zona di espansione da quella di contrazione dell'attività economica, ma le stime preliminari relative a gennaio per gli Stati Uniti e l'area dell'euro non escludono un inizio di inversione di tendenza.

Fig. 1 – Livello degli stoccaggi di gas in Europa



Fonte: Gas Infrastructure Europe.

Fig. 2 – Indice JP Morgan Globale PMI (1)

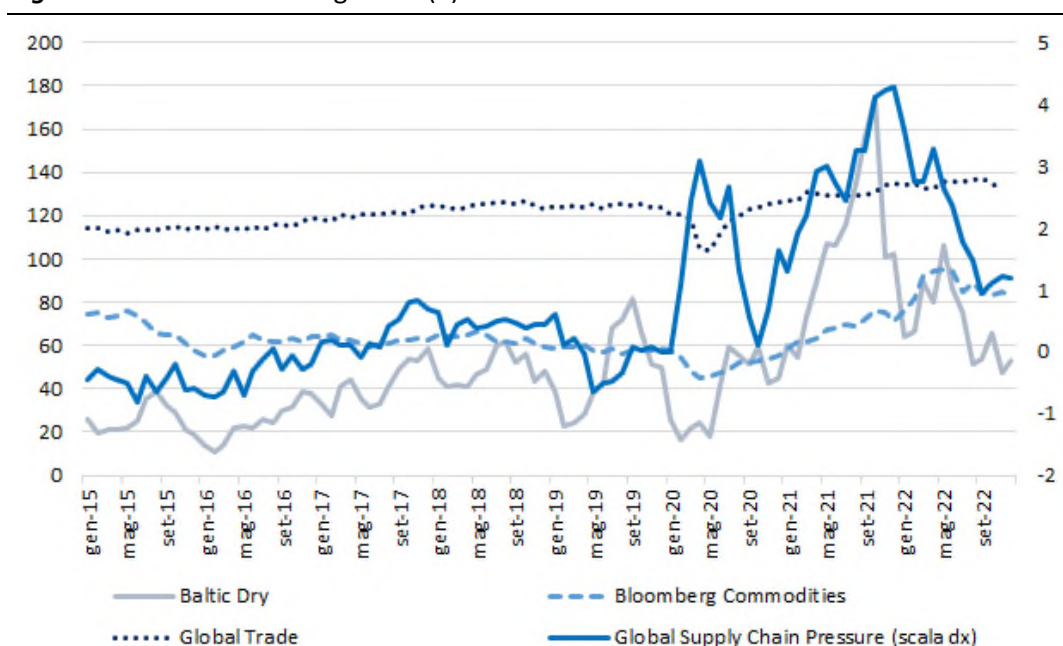


Fonte: S&P Global.

Negli Stati Uniti nell'ultima frazione del 2022 la dinamica produttiva ha sorpreso al rialzo, mantenendosi in ragione d'anno intorno al tre per cento; nel complesso del 2022 il PIL è aumentato del 2,1 per cento, in rallentamento rispetto al 2021. In Cina le forti restrizioni alla mobilità determinate dalla politica di zero-COVID adottata in autunno hanno inciso sull'attività economica, che è risultata invariata nella parte finale dell'anno, limitando così la variazione annuale al 3,0 per cento (il secondo tasso di crescita più basso dal 1976 escludendo il 2020). In Europa l'ultimo trimestre è stato quasi stagnante (0,1 per cento rispetto al periodo precedente) e il 2022 si è chiuso con un incremento del PIL del 3,5 per cento.

Similmente all'attività economica, il commercio internazionale si è indebolito nell'ultima parte dello scorso anno, dopo un primo semestre relativamente vivace. Nel complesso dei primi undici mesi gli scambi mondiali sono cresciuti del 3,9 per cento rispetto allo stesso periodo del 2022 (fig. 3), un ritmo comunque in linea con la media dal 2000. Il rallentamento ha contribuito ad allentare le strozzature nelle catene globali degli approvvigionamenti e a moderare le pressioni di domanda sui prezzi delle materie prime.

Fig. 3 – Indici di attività globale (1)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, Baltic Exchange, Federal Reserve Bank of New York e Bloomberg.

(1) Per gli indici Baltic Dry, Bloomberg Commodities e Global Trade 2010 = 100.

Le recenti previsioni del Fondo monetario internazionale

Nel suo ultimo rapporto previsivo il Fondo monetario internazionale ha moderatamente rivisto al rialzo le attese di crescita per l'anno in corso, con una modesta limatura al ribasso per il 2024 (tab. 1); le revisioni, sia per i paesi avanzati sia per quelli emergenti, sono simili a quelle globali. Per il commercio mondiale invece le attese sono state lievemente ridimensionate in entrambi gli anni e l'elasticità apparente del commercio rispetto al prodotto risulta inferiore all'unità. La dinamica dei prezzi, seppure in rallentamento rispetto al 2022, permane elevata e maggiore di quella mediamente registrata nella scorsa decade.

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO update gennaio 2023			Differenze da WEO ottobre 2022	
	2022	2023	2024	2023	2024
Prodotto mondiale	3,4	2,9	3,1	0,2	-0,1
<i>Economie avanzate</i>	2,7	1,2	1,4	0,1	-0,2
<i>Stati Uniti</i>	2,0	1,4	1,0	0,4	-0,2
<i>Area dell'euro</i>	3,5	0,7	1,6	0,2	-0,2
<i>Economie emergenti</i>	3,9	4,0	4,2	0,3	-0,1
<i>Cina</i>	3,0	5,2	4,5	0,8	0,0
Commercio mondiale	5,4	2,4	3,4	-0,1	-0,3

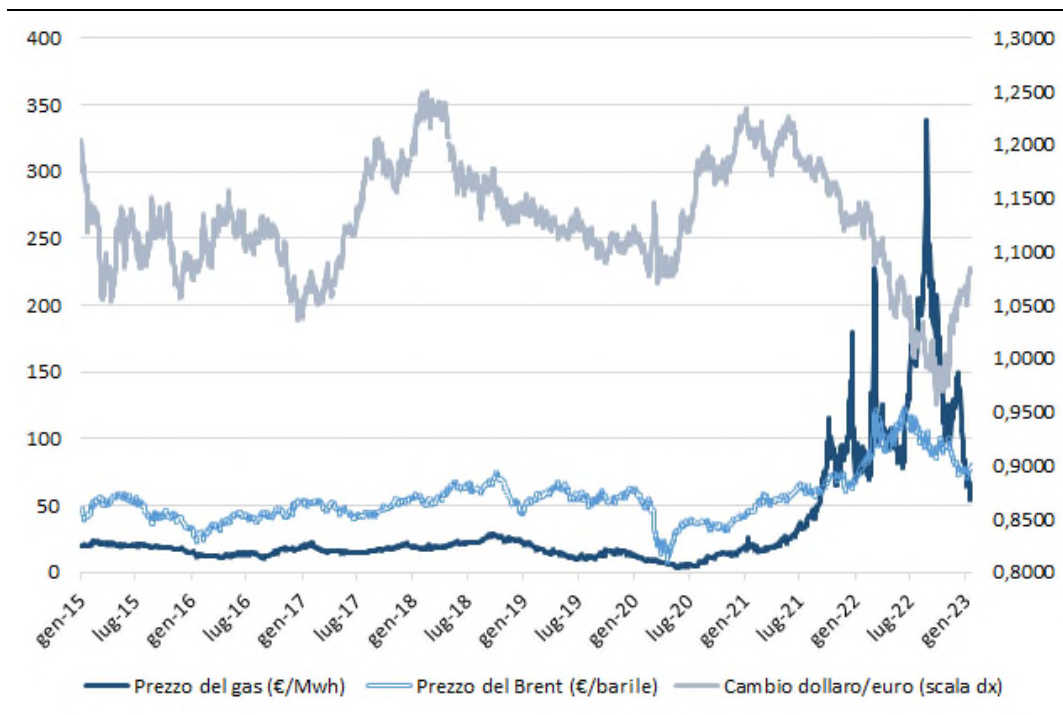
Fonte: Fondo monetario internazionale (2023), *World Economic Outlook update*, gennaio.

Le quotazioni del gas rientrano sui valori dell'estate 2021

La corsa agli stoccaggi di metano, avviata nel momento in cui la Russia ha deciso di tagliare i flussi verso l'Europa, aveva determinato un'esplosione del prezzo, fino a sfiorare i 350 euro per MWh alla fine dello scorso agosto. L'efficace strategia di diversificazione delle fonti e condizioni climatiche eccezionalmente miti in autunno hanno fatto sì che i paesi europei attingessero meno che in passato dalle scorte, consentendo quindi una progressiva riduzione delle quotazioni: negli ultimi giorni di gennaio il prezzo del gas naturale è tornato sui valori della seconda settimana di settembre 2021, ovvero intorno ai 55 euro/MWh (fig. 4). Le quotazioni del petrolio, nello stesso periodo, hanno subito oscillazioni più contenute rispetto al gas e con un picco in anticipo di due mesi, nell'intorno dei 120 dollari per barile, per poi tornare alla fine di gennaio sotto i 90 dollari per barile.

La valuta europea, che si era indebolita dalla metà del 2021, ha invertito la rotta a metà ottobre quando gli operatori hanno cominciato a scontare un rallentamento nei rialzi attesi dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve. Più che un rafforzamento dell'euro si è trattato di un indebolimento generalizzato del dollaro; infatti, mentre il deprezzamento della valuta statunitense è evidente anche in termini effettivi nominali, per l'euro il rafforzamento effettivo è stato molto più contenuto e determinato principalmente dal confronto con la moneta statunitense.

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



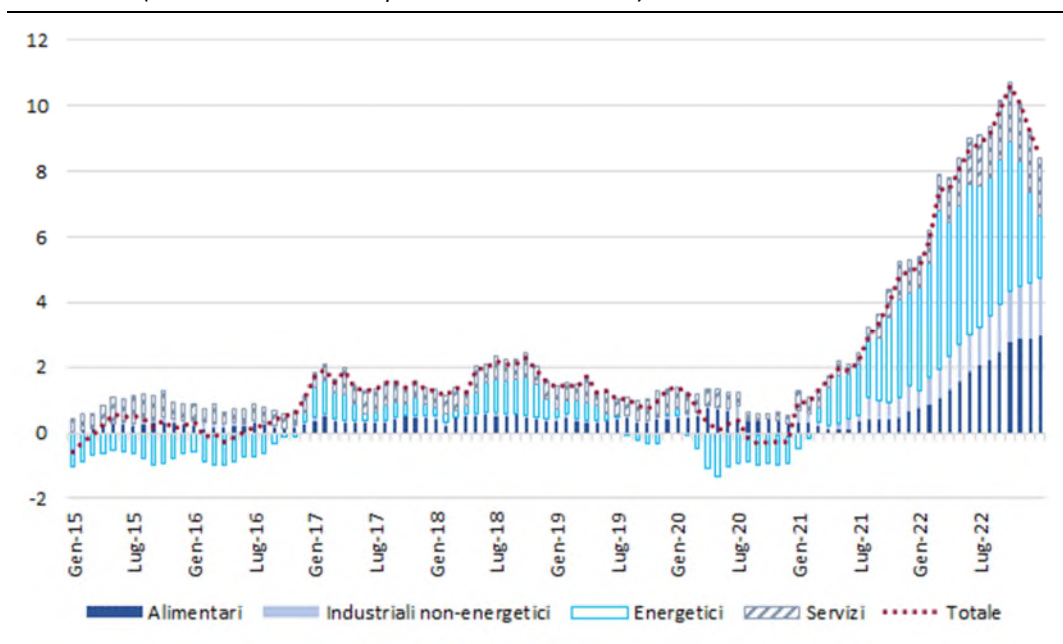
Fonte: S&P Global.

(1) La quotazione del gas riportata è riferita al contratto *futures* a un mese.

L'inflazione sembra avere superato il picco su entrambe le sponde dell'Atlantico

L'inflazione, che aumentava diffusamente dalla primavera del 2021 per via della domanda indotta dalla ripresa economica, oltre che dalle restrizioni di offerta nelle catene globali degli approvvigionamenti, si è intensificata con lo scoppio del conflitto in Ucraina; la guerra ha spinto ulteriormente le quotazioni dei carburanti fossili, soprattutto in Europa, per via della dipendenza dalle forniture russe. Quando i prezzi dei beni energetici hanno iniziato a normalizzarsi l'inflazione totale ha raggiunto un picco, negli Stati Uniti in giugno (al 9,0 per cento) e nell'area dell'euro in ottobre (al 10,6; fig. 5). La dinamica dei prezzi al consumo è scesa al 6,5 per cento in dicembre negli Stati Uniti e all'8,5 in gennaio nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti l'inflazione di fondo ha iniziato a scendere, con tre mesi di ritardo rispetto a quella totale; in Europa la dinamica dei prezzi dei beni meno volatili risultava in gennaio del 5,2 per cento, stabile rispetto al mese precedente. La differente persistenza dell'inflazione nelle due economie è verosimilmente riconducibile a diversi fattori, quali la natura e l'intensità degli *shock* di offerta, l'intensità e la tempistica delle risposte della politica economica e delle banche centrali, nonché aspetti strutturali quali la flessibilità dei mercati che si adattano alle mutate condizioni ambientali. Le aspettative di inflazione sembrano ormai stabilizzate nella fascia 2,0-2,5 per cento su entrambe le sponde dell'Atlantico (fig. 6).

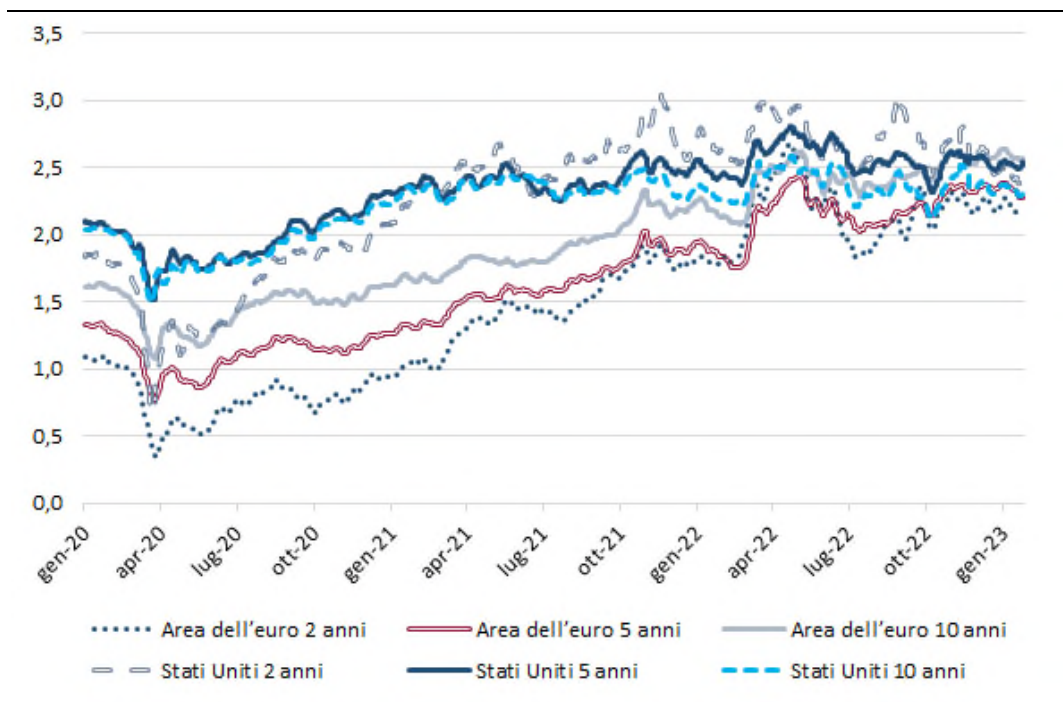
Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



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* per l'area dell'euro e gli Stati Uniti
(punti percentuali)



Fonte: S&P Global.

Il raffreddamento della dinamica dei prezzi ha indotto la Federal Reserve a moderare il sentiero previsto per gli aumenti dei tassi di interesse. Dopo sette rialzi effettuati lo scorso anno, nella prima riunione del 2023 l'incremento è stato limitato a soli 25 punti base.

In Europa la Banca centrale europea (BCE), che nel 2022 aveva apportato quattro rialzi del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (fino al 2,5 per cento), in febbraio ha optato per un ulteriore aumento di 50 punti base, preannunciandone un altro di pari entità per marzo. Resta aperta la possibilità di ulteriori incrementi anche in seguito, in quanto l'approccio dichiarato è direttamente dipendente dai dati e dalle informazioni disponibili in occasione dei vari incontri del Consiglio Direttivo.

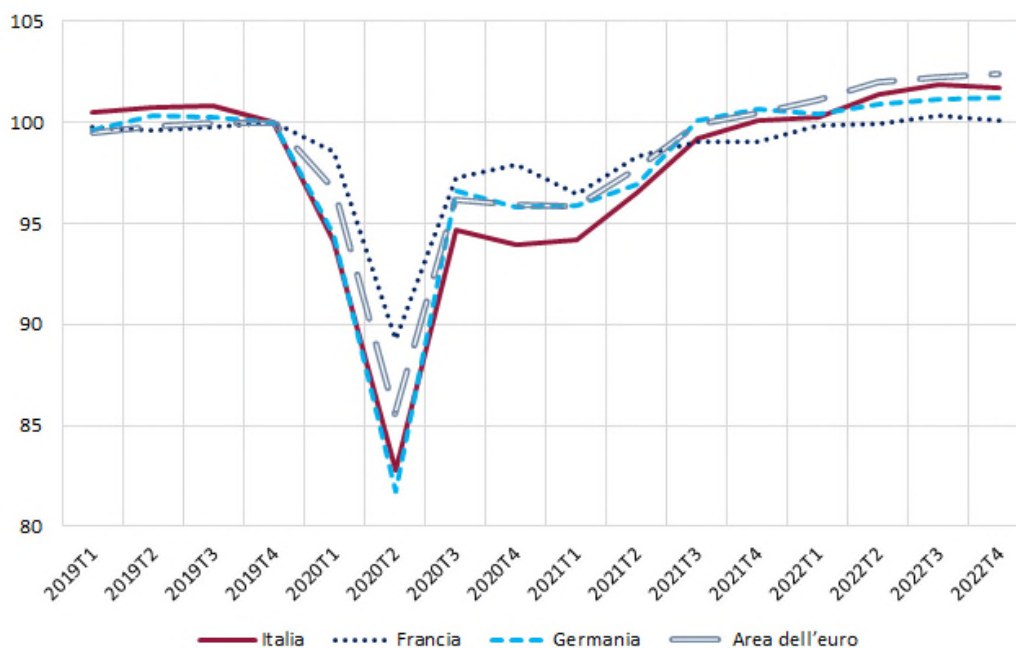
L'economia italiana

L'attività economica è apparsa resiliente alle turbolenze internazionali

Nel corso del 2022 è proseguita la fase di crescita dell'economia italiana, nonostante le tensioni economiche originate dal conflitto tra Russia e Ucraina. Sulla base dei dati acquisiti al terzo trimestre, la crescita del PIL è ascrivibile a tutte le principali componenti di domanda e in termini di offerta è stata prevalentemente sospinta dai servizi di commercio e trasporto. All'espansione del PIL nei mesi estivi (dello 0,5 per cento rispetto al secondo trimestre) è seguito un marginale calo nello scorcio finale del 2022, dello 0,1 per cento. Il livello di attività ha raggiunto valori superiori di quasi due punti percentuali a quelli di fine 2019, più che in Germania e Francia (fig. 7). Nel quarto trimestre si è rafforzato il valore aggiunto dei servizi, a fronte di una flessione di quello dell'agricoltura e dell'industria. Dal lato della domanda, il contributo negativo della componente nazionale (al lordo delle scorte) è stato parzialmente assorbito dall'apporto positivo della domanda estera netta.

Nel complesso del 2022, sulla base dei conti trimestrali, il PIL è aumentato del 3,9 per cento, più che nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Cina. La crescita dell'economia italiana calcolata sui dati annuali potrebbe essere appena inferiore, per via della correzione degli effetti di calendario. Il trascinarsi statistico per l'anno in corso è di 0,4 punti percentuali.

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



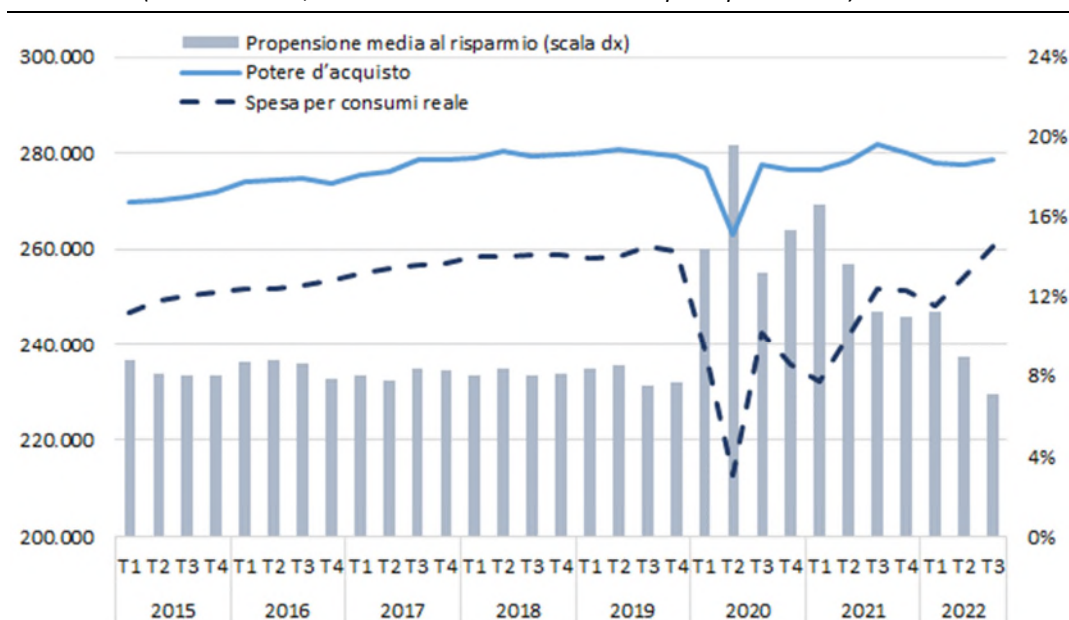
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Il recupero dei consumi è finanziato anche con i risparmi

Dopo il balzo segnato nei mesi primaverili, nel terzo trimestre i consumi privati sono cresciuti del 2,5 per cento. Nella media dei primi nove mesi del 2022 i consumi sono stati trainati prevalentemente dagli acquisti di servizi; positivi sono risultati anche i contributi delle spese in beni durevoli e semi-durevoli, mentre si è registrato un apporto marginalmente negativo degli acquisti di beni non durevoli, che poco avevano risentito della pandemia. La spesa delle famiglie in estate è stata solo in minima parte alimentata dall'aumento del potere di acquisto (0,3 per cento in termini congiunturali), in quanto l'incremento dei redditi nominali (1,9 per cento) è stato largamente eroso dal rialzo dei prezzi (1,6 per cento). Ne è derivato un marcato riassorbimento della propensione al risparmio, scesa al 7,1 per cento del reddito disponibile (dal 9,0 del trimestre precedente), circa un punto percentuale al di sotto della media del biennio antecedente la pandemia (fig. 8).

Gli acquisti delle famiglie hanno risentito maggiormente del rialzo dell'inflazione in autunno. La variazione acquisita nel quarto trimestre dell'indice delle vendite al dettaglio (in volume) dell'Istat risulta in calo dell'1,5 per cento, per via della marcata flessione della componente dei beni alimentari; l'indicatore dei consumi di Confcommercio prospetta un quadro relativamente più favorevole, con una stabilizzazione nello scorcio finale dell'anno.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Le famiglie restano prudenti: nonostante i recuperi di novembre e dicembre, l'indice di fiducia dei consumatori nel quarto trimestre è risultato inferiore di circa cinque punti rispetto alla media dei primi nove mesi dello scorso anno; in gennaio ha segnato una flessione (a quota 100,9 da 102,5 di dicembre) prevalentemente ascrivibile ai peggiori giudizi sulla situazione economica corrente delle famiglie.

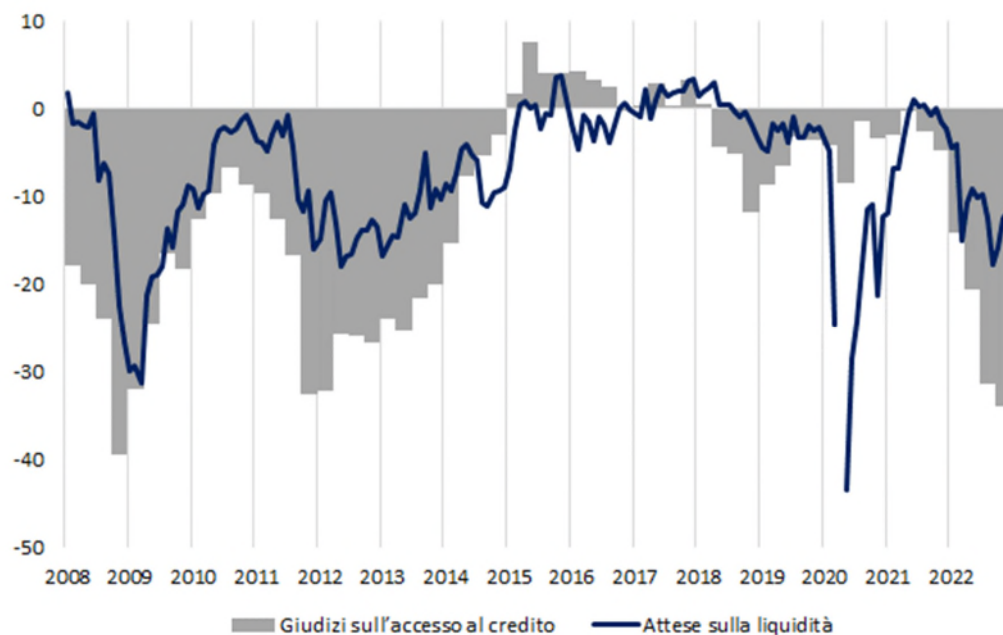
Gli investimenti rallentano e si manifestano alcune tensioni sul credito

L'accumulazione di capitale l'anno scorso si è irrobustita, attestandosi su livelli superiori a quelli appena antecedenti la pandemia (il trimestre finale del 2019) per quasi un quinto. L'andamento in corso d'anno degli investimenti è stato però caratterizzato da un marcato rallentamento (dal 3,8 per cento nella media di gennaio-marzo allo 0,8 per cento del periodo estivo). La dinamica dell'accumulazione nel 2022 ha riflesso il buon andamento della componente relativa a impianti e macchinari e, in misura anche maggiore, di quella delle costruzioni, che ha continuato a beneficiare di consistenti incentivi governativi. Il tasso di investimento, rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, si è mantenuto in estate su un livello (25,0 per cento) prossimo al valore massimo dell'ultimo decennio; la quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, ha interrotto in estate la tendenza discendente iniziata a partire dal 2021, stabilizzandosi al 39,8 per cento.

Le inchieste qualitative prefigurano nel breve termine un sentiero di crescita moderata per l'accumulazione. Il grado di utilizzo degli impianti è su valori storicamente elevati, attestandosi nel quarto trimestre al 77,4 per cento, circa tre punti percentuali al di sopra della media dell'ultimo decennio; tuttavia l'indagine di novembre/dicembre della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita ha rilevato un peggioramento dei giudizi sulle condizioni per investire, connessi ai rincari dei prodotti energetici, alle difficoltà di approvvigionamento di materie prime e *input* intermedi e alle condizioni di accesso al credito.

Lo scorcio finale del 2022 è stato caratterizzato da un indebolimento del mercato creditizio, riconducibile sia alle peggiori attese sull'andamento dell'economia sia al deterioramento delle condizioni di finanziamento (fig. 9), che risentono della normalizzazione della politica monetaria. Il rialzo dei tassi ufficiali si sta riverberando sul costo dei prestiti bancari; il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti bancari alle imprese è aumentato in novembre al 2,9 per cento, quello sui flussi alle famiglie si è attestato poco al di sopra; in entrambi i casi si tratta di valori superiori alle attese d'inflazione di medio-lungo periodo, desumibili dai contratti finanziari a termine. Il venire meno dei programmi di acquisto della BCE (*quantitative easing*) inoltre riduce la liquidità a disposizione degli intermediari per i prestiti ai settori non finanziari nell'area

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



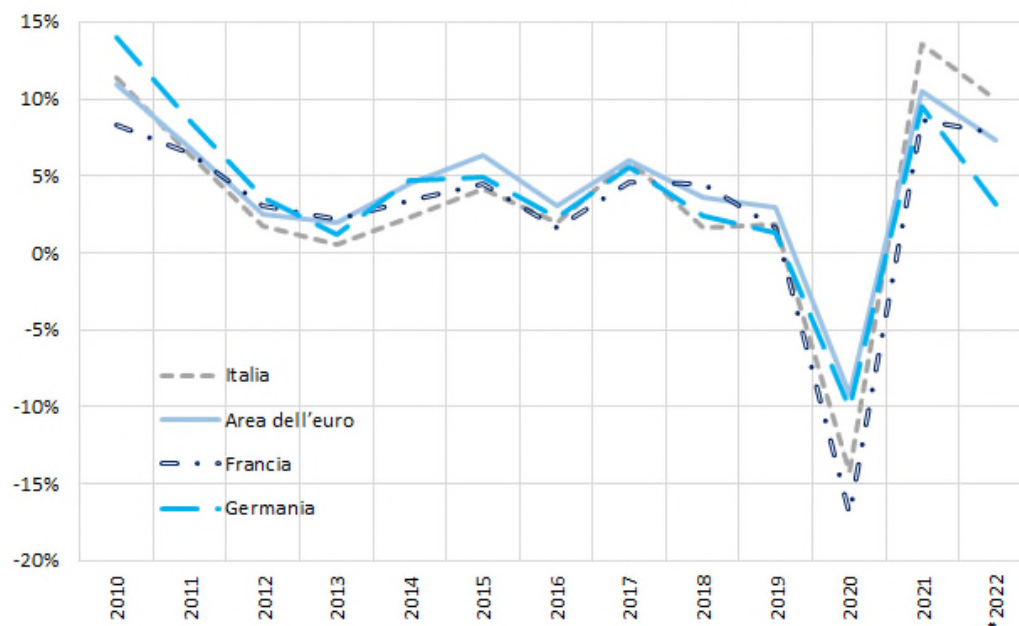
Fonte: Istat.

dell'euro. La crescita della domanda di credito delle imprese in Italia in novembre ha rallentato al 4,8 per cento sui tre mesi precedenti in ragione d'anno (dal 9,8 per cento di ottobre). I finanziamenti alle famiglie hanno anch'essi decelerato in novembre (al 2,8 per cento sui tre mesi precedenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno), sia nella componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia in quella del credito al consumo.

Nonostante la stasi in estate, la dinamica delle esportazioni rimane favorevole

Malgrado la debolezza degli scambi internazionali le esportazioni dell'Italia, che già nel quarto trimestre del 2021 avevano recuperato i livelli pre-pandemici, si sono ulteriormente rafforzate nella prima metà dello scorso anno. Nel terzo trimestre, nonostante una dinamica congiunturale debole, la variazione acquisita annuale ha raggiunto il 10,0 per cento (dopo il balzo del 13,5 per cento nel 2021); quella dei principali *partner* europei è invece del 3,1 per cento per la Germania, del 7,8 per la Francia e poco al di sotto per la media dell'area dell'euro (fig. 10). Riguardo ai mercati di sbocco, i dati sui beni indicano che le vendite all'estero dell'Italia nella media dei mesi estivi si sono prevalentemente orientate all'esterno dell'Unione europea, quelle all'interno hanno registrato una dinamica più moderata.

Fig. 10 – Esportazioni in volume in Italia e nell'area dell'euro (1)
(tassi di variazione percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Per il 2022 il tasso di variazione è calcolato sulla base della variazione acquisita al terzo trimestre.

Le informazioni recenti sul commercio con l'estero di beni delineano un quadro frammentato ma complessivamente favorevole: il volume delle esportazioni ha segnato un incremento in ottobre e novembre; i dati su dicembre, particolarmente volatili in quanto limitati alle vendite in valore verso i paesi extra-UE, delineano una battuta d'arresto, ascrivibile in parte a fattori temporanei. Segnali favorevoli emergono dalle ultime inchieste qualitative, che indicano una revisione al rialzo dei giudizi sugli ordini esteri in gennaio rispetto alle rilevazioni di novembre e dicembre.

Anche le importazioni l'anno scorso hanno registrato un deciso aumento (la variazione acquisita al terzo trimestre è pari al 13,8 per cento, dopo l'incremento del 14,8 per cento del 2021). L'espansione del volume degli acquisti dall'estero ha riflesso principalmente la tonicità della domanda interna e in particolare degli investimenti fissi lordi. Nei primi nove mesi del 2022 l'aumento delle importazioni (per due terzi attribuibile alla componente dei beni e per la restante parte a quella dei servizi) ha sottratto circa 4,5 punti percentuali alla crescita dell'attività economica, determinando quindi un apporto negativo al PIL della domanda estera netta per circa un punto percentuale.

Nei primi undici mesi del 2022 il saldo di conto corrente è stato negativo per 16,3 miliardi di euro (a fronte di un avanzo di 53,7 nello stesso periodo dello scorso anno), a causa soprattutto del peggioramento del *deficit* energetico. La posizione creditoria netta sull'estero si è mantenuta comunque solida: alla fine di settembre è risultata in attivo

per 105,8 miliardi, pari al 5,7 per cento del PIL, in marginale miglioramento rispetto a giugno.

Gli andamenti settoriali recenti

Gli indicatori congiunturali settoriali degli ultimi mesi delineano una fase moderatamente espansiva, ma con segnali di rallentamento.

L'attività nella manifattura si è costantemente indebolita nella parte finale dell'anno; il calo congiunturale dello 0,3 per cento in novembre ha portato la variazione acquisita della produzione industriale per il quarto trimestre a -1,7 per cento. Nella seconda metà del 2022 il PMI manifatturiero si è mantenuto quasi stabilmente al di sotto dell'area di espansione. Sebbene sia proseguita in dicembre la fase di contrazione, l'indice settoriale ha registrato in gennaio un lieve incremento, posizionandosi appena sopra quota 50. Anche l'indicatore dell'Istat sulla fiducia del settore ha scontato una flessione nel quarto trimestre rispetto al periodo precedente, seguita da un lieve recupero in gennaio.

A novembre la crescita acquisita della produzione delle costruzioni è risultata superiore a quella media del 2021 per 11,6 punti percentuali, proiettando così l'aumento sull'intero trimestre allo 0,9 per cento. Il clima di fiducia dell'edilizia ha proseguito lo scorso anno la tendenza al consolidamento iniziata nella primavera del 2020; il mese scorso l'indice è rimasto pressoché invariato rispetto alla media del 2022 e in leggero miglioramento rispetto allo scorcio finale. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto in settembre e ottobre da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, ha rilevato pressioni al ribasso sui prezzi di vendita; il peggioramento nei giudizi sulla domanda, osservato a partire dalla seconda metà del 2021, sembra proseguire in quanto aumentano gli sconti medi richiesti sul prezzo.

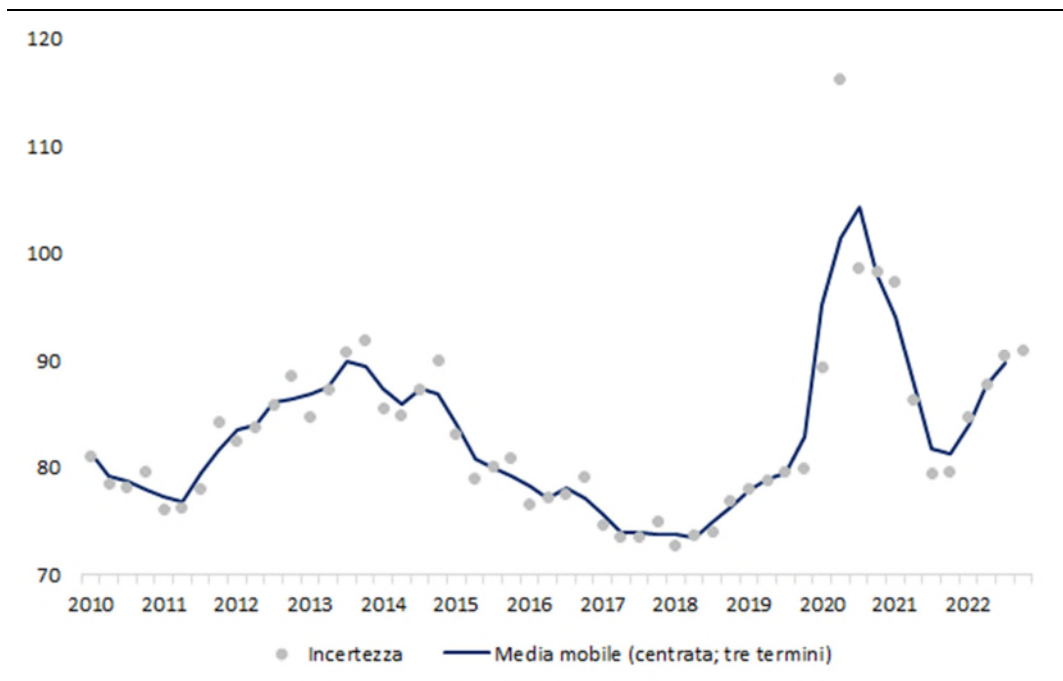
Il settore dei servizi, che nel 2020 aveva risentito più di tutti gli altri della pandemia, ha segnato nel trimestre estivo il sesto recupero congiunturale del valore aggiunto, trainato in particolare dalle attività commerciali, alberghiere e dei trasporti; l'attività è stata favorita dagli aumenti dei flussi turistici, che hanno ancora margini di incremento, poiché non hanno ancora recuperato il picco di presenze del 2019. Dopo tre flessioni consecutive, il PMI del terziario si è stabilizzato in dicembre appena sotto la soglia di 50; l'indice ha beneficiato di un aumento delle nuove commesse per la prima volta da giugno, a riflesso di un miglioramento della componente nazionale. Una dinamica analoga ha caratterizzato l'indice di fiducia dei servizi rilevato dall'Istat, per il quale dopo il minimo locale in settembre e ottobre si è osservata una graduale ripresa nei mesi successivi, con il dato di gennaio che è risultato il più alto da giugno.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, nel terzo trimestre è proseguita la diminuzione congiunturale del numero di registrazioni di nuove imprese (-0,5 per cento) in particolare nel settore dei trasporti e dei servizi finanziari professionali e immobiliari.

Al contempo, si è registrato un lieve aumento dei fallimenti rispetto al periodo precedente (1,0 per cento). L'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, nel quarto trimestre è diminuito di due punti, mentre è sensibilmente migliorato in gennaio. L'incertezza di famiglie e imprese, rilevata dall'indice dell'UPB, ha segnato un incremento marcato nella parte finale dello scorso anno (fig. 11), con una lieve moderazione della componente dei consumatori più che compensata dall'aumento di quella delle imprese.

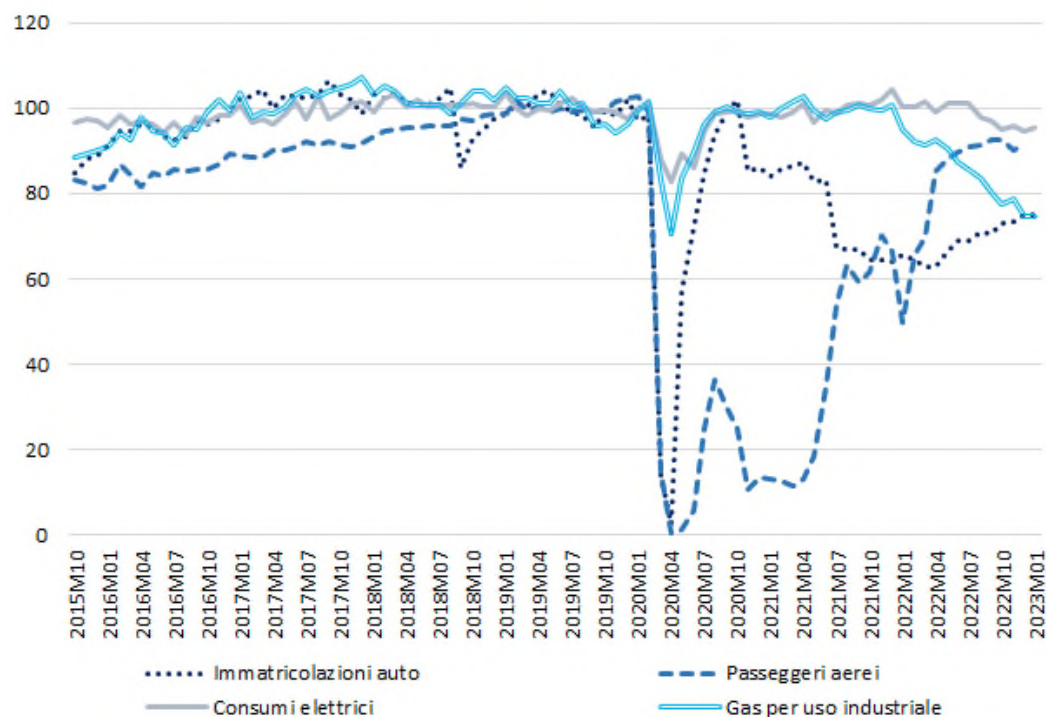
Il quadro di eterogeneità settoriale trova conferma nelle variabili quantitative più tempestive (fig. 12). Nel periodo ottobre-dicembre i consumi elettrici e, soprattutto, quelli di gas per usi industriali si sono ridotti in misura marcata. Questo andamento, se confrontato con quello della produzione industriale, suggerisce che molti operatori stiano economizzando l'impiego dell'energia, a parità di volumi di attività. Tale aumento dell'efficienza, se persistente, indicherebbe capacità di adattamento dell'economia italiana alla crisi energetica, ma al contempo rende le previsioni di breve periodo più difficili poiché la relazione degli indicatori energetici con il PIL cambia alla fine del periodo di stima. Il traffico aereo di passeggeri ha velocemente recuperato in corso d'anno per collocarsi sui livelli simili a quelli precedenti la crisi pandemica. Le immatricolazioni di autoveicoli, per contro, continuano a mantenersi decisamente al di sotto di quelle del 2019.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Fig. 12 – Indicatori tempestivi dell'attività economica
(numero indice, 2019=100)

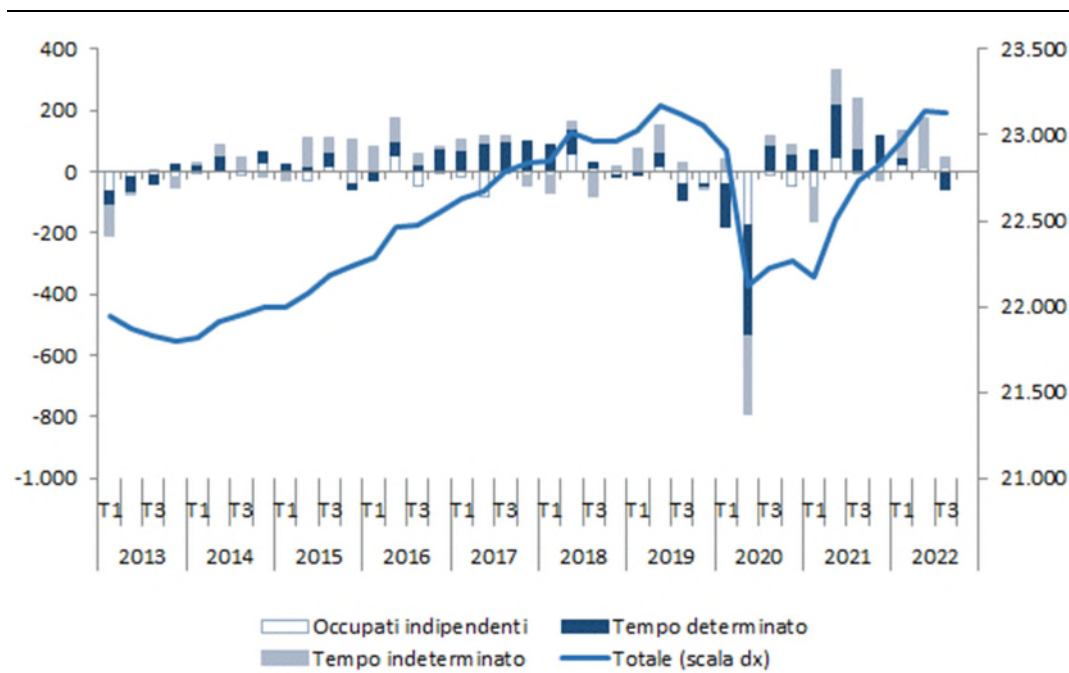


Fonte: elaborazioni su dati ANFIA, Assaeroporti, Terna e SNAM.

La dinamica salariale resta moderata e l'occupazione si rafforza

La favorevole evoluzione del mercato del lavoro osservata nei primi due trimestri dell'anno, al traino della ripresa produttiva, si è temporaneamente arrestata in estate. La dinamica delle ore lavorate totali, che aveva iniziato a moderarsi già in primavera, si è indebolita fino ad azzerarsi nel terzo trimestre, nonostante il minore ricorso alle misure di integrazione salariale. L'elasticità delle ore rispetto al prodotto è pertanto scesa al di sotto dell'unità. Il monte ore si è ridotto in misura marcata nelle costruzioni (-1,6 per cento, dal 2,0 del secondo trimestre), ma è aumentato nell'industria in senso stretto; nei servizi è rimasto invariato, ancora al di sotto del livello precedente l'emergenza sanitaria (-1,2 per cento rispetto al quarto trimestre del 2019). La lieve crescita delle ore lavorate per addetto, tornate sui valori pre-crisi, è stata accompagnata da una marginale flessione dell'occupazione (-0,1 per cento sulla base della rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro; fig. 13), interamente attribuibile alla componente a termine (-1,9 per cento rispetto ai precedenti tre mesi), a fronte di una espansione degli occupati permanenti e del lavoro autonomo.

Fig. 13 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



Fonte: Istat.

Secondo informazioni preliminari i livelli occupazionali sono nuovamente cresciuti nel trimestre scorso (0,4 per cento), sospinti dall'accelerazione della componente a tempo indeterminato (0,7 per cento), in presenza di un calo dell'occupazione temporanea e di una tenuta degli autonomi. A tale rialzo hanno concorso entrambe le componenti di genere, la frazione giovane dell'occupazione (14-35 anni) e quella più anziana. Il tasso di occupazione (15-64 anni) ha raggiunto un valore storicamente elevato (60,4 per cento, dal 58,2 della media del 2021), anche per effetto della dinamica negativa della popolazione in età da lavoro, mentre il tasso di attività ha recuperato i valori pre-crisi. Nel complesso del 2022 l'occupazione è aumentata del 2,4 per cento (dallo 0,8 nel 2021) e tutte le componenti hanno sopravanzato i livelli pre-pandemia con la sola eccezione degli autonomi.

Secondo i dati amministrativi delle comunicazioni obbligatorie, relativi al settore privato non-agricolo, nel periodo ottobre-dicembre l'incremento del saldo tra assunzioni e cessazioni (circa 38.000 contratti) si è concentrato nei rapporti di lavoro a tempo indeterminato, a fronte di un contributo sostanzialmente nullo dei contratti temporanei. Nel complesso del 2022 la quasi totalità delle attivazioni nette (380.000 contratti) ha riguardato posizioni permanenti, alimentate anche dalle maggiori trasformazioni dei contratti a termine; il considerevole ridimensionamento dei posti di lavoro temporanei appare riconducibile alla componente del terziario, che normalmente più ne fa ricorso, nella seconda metà del 2022. Il rallentamento della domanda di lavoro ha riguardato, in minore misura, anche il settore delle costruzioni. Nella manifattura la creazione di posti

di lavoro è stata superiore a quella del 2021, nonostante la minore domanda nei comparti a elevata intensità energetica².

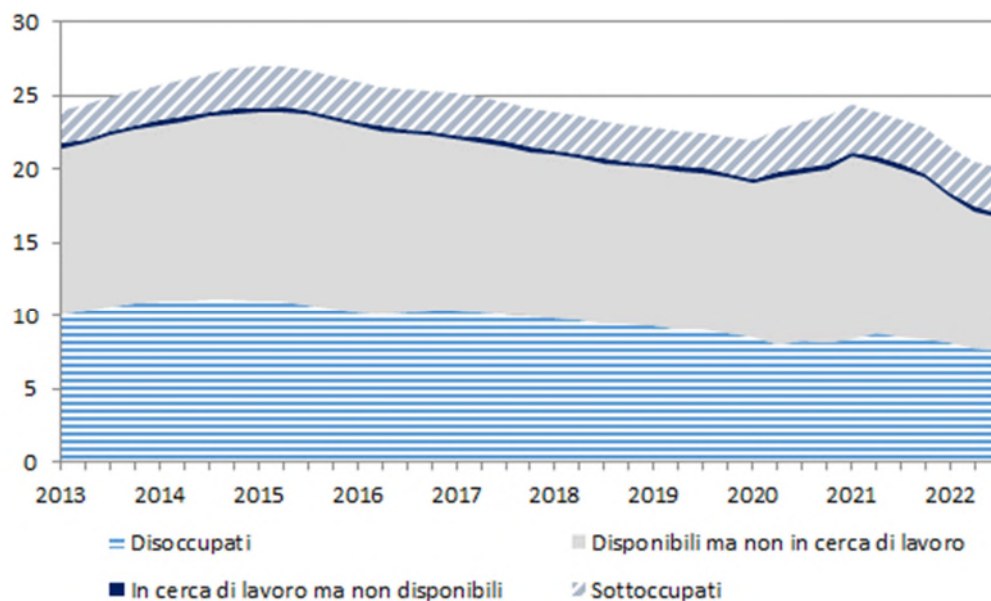
La domanda di strumenti di integrazione salariale è ancora diminuita nei mesi estivi; il calo delle ore di Cassa integrazione guadagni (CIG) e dei fondi di solidarietà autorizzate (quasi il 28 per cento in meno rispetto ai precedenti tre mesi) ha riguardato le costruzioni, il commercio e, in minore misura, l'industria in senso stretto. Una stabilizzazione si è invece registrata nel trimestre finale del 2022, con una risalita delle ore autorizzate per le imprese a elevata intensità energetica, che hanno assorbito quasi il 25 per cento delle richieste della manifattura. Nel complesso del 2022 i trattamenti di integrazione salariale si sono fortemente ridotti (circa un quinto rispetto all'anno precedente), ma sono ancora al di sopra delle richieste precedenti lo scoppio della pandemia.

Il numero di persone in cerca di occupazione è nuovamente sceso nel terzo trimestre (-2,6 per cento rispetto ai precedenti tre mesi), soprattutto per la componente maschile e la frazione più anziana della popolazione attiva. Anche l'offerta di lavoro ha segnato una flessione (-0,3 per cento), incorporando il calo delle persone in cerca di lavoro e la sostanziale stabilità dell'occupazione. La diminuzione del tasso di disoccupazione (al 7,9 per cento, due decimi in meno rispetto al secondo trimestre) ha quindi pressoché interamente riflesso la minore partecipazione. In un contesto di stasi dell'occupazione e di crescita dell'inattività, è proseguita in estate la riduzione del grado di inutilizzo del fattore lavoro (20,1 per cento; fig. 14), ritornato già dall'inizio dell'anno su livelli inferiori a quelli precedenti la pandemia. Permane invece ampio il divario tra domanda e offerta di lavoro (fig. 15): il rialzo del tasso di posti vacanti nel terzo trimestre ha riguardato il comparto delle costruzioni e, in minor misura, i servizi di mercato e le attività manifatturiere. Il tasso di disoccupazione si è ancora ridotto nel trimestre autunnale (un decimo in meno rispetto al terzo, al 7,8 per cento), quando si è inoltre registrato un calo dell'inattività.

L'aumento tendenziale delle retribuzioni contrattuali orarie (1,2 per cento nel terzo trimestre del 2022, da 0,9 nei precedenti tre mesi) è in larga misura attribuibile alla componente della pubblica Amministrazione (oltre un punto percentuale), che si è rafforzata anche nei mesi finali del 2022 (2,4 per cento). La crescita salariale è invece apparsa stabile sia nell'industria sia nei servizi. Gli accordi contrattuali stipulati nel quarto trimestre nel settore privato (nel settore lapideo, nelle forniture di gas e acqua e nelle assicurazioni) e in quello pubblico (comparto della Presidenza del Consiglio dei Ministri, Regioni e autonomie locali, Servizio sanitario nazionale e comparto Scuola, Istruzione e Ricerca) hanno comunque definito aumenti salariali moderati, al di sotto dell'indicatore di riferimento per i rinnovi contrattuali; la variazione nel complesso del 2022 è risultata moderata (1,1 per cento da 0,6 del 2021).

² 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.

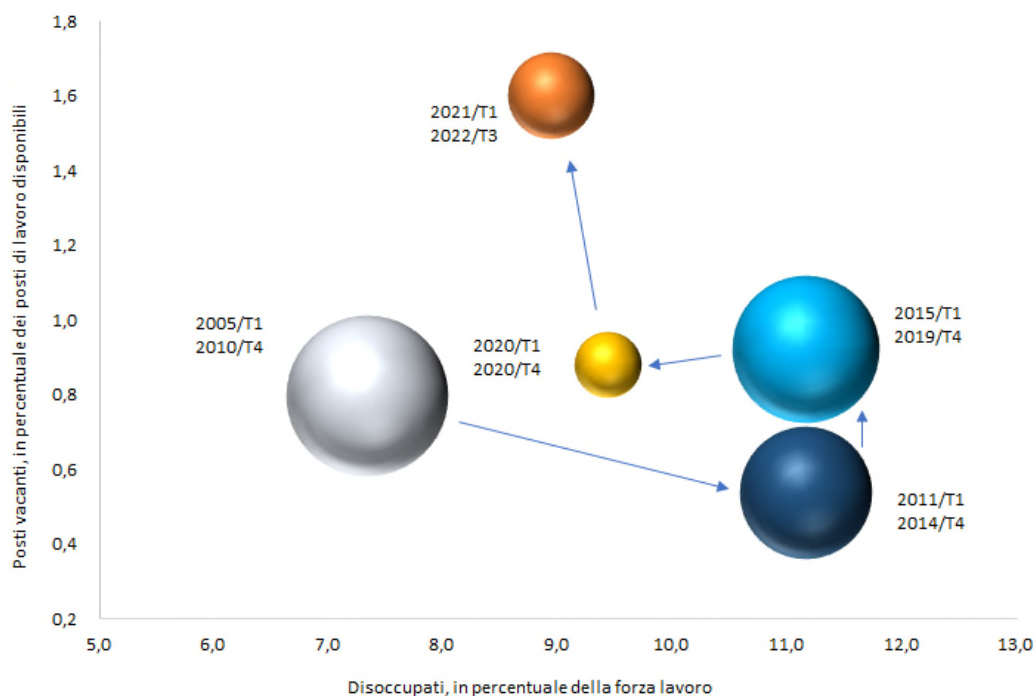
Fig. 14 – Disoccupazione, sottoccupazione e forza lavoro potenziale (1)
(medie mobili a quattro termini; incidenze percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Età di riferimento 15-74 anni.

Fig. 15 – Tasso di disoccupazione e posti vacanti (1)
(valori percentuali medi)



Fonte: elaborazioni 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.

Tenendo conto delle disposizioni contenute nei contratti in vigore fino a dicembre, la crescita delle retribuzioni orarie è attesa dall'Istat nella media del 2023 all'1,9 per cento. Il rallentamento del costo orario del lavoro nel terzo trimestre (1,6 per cento su base tendenziale, da 3,1 nel secondo trimestre) è alla base della moderazione del CLUP, nonostante la dinamica negativa della produttività oraria.

L'inflazione al consumo si attenua, ma la componente di fondo continua ad aumentare

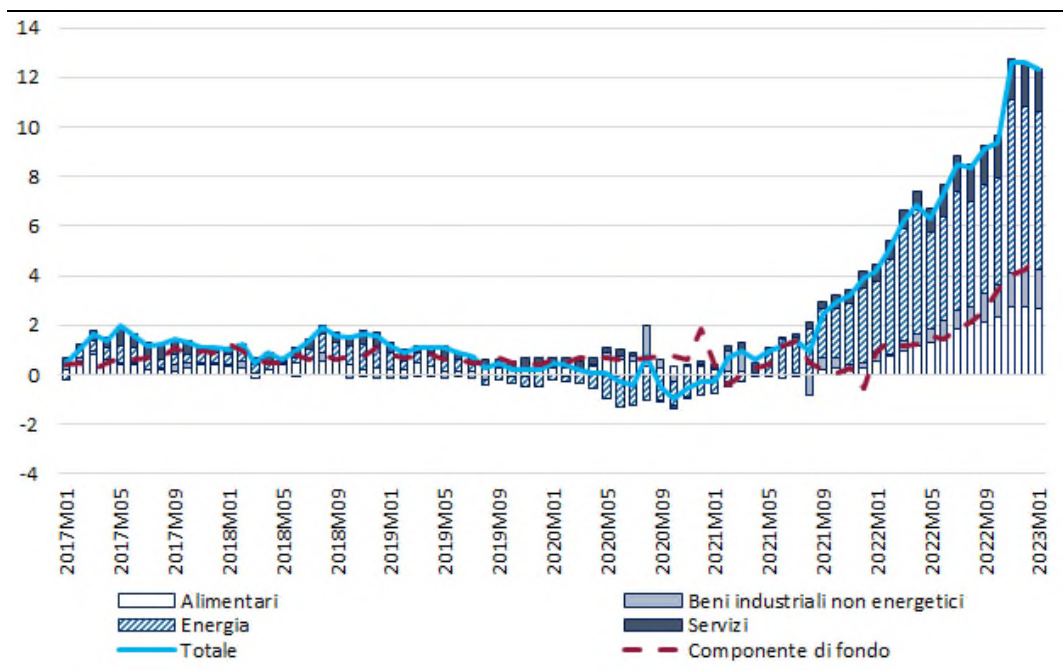
Il 2022 si è caratterizzato per aumenti dei prezzi che non si osservavano da circa quaranta anni. Le spinte rialziste, iniziate a monte della catena produttiva con i rincari delle materie prime, si sono propagate tra le voci di consumo, fino a incidere considerevolmente sul carrello della spesa. A fine anno si è avuto un primo lieve rallentamento dell'indice dei prezzi al consumo, rafforzatosi poi in gennaio; sembra quindi confermarsi l'attesa del superamento del picco di inflazione, ma essendo il fenomeno ormai diffuso anche alle componenti meno volatili il riassorbimento della dinamica dei prezzi non potrà che essere graduale.

In gennaio la crescita tendenziale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (NIC) ha ripiegato al 10,1 per cento (dall'11,6 del mese precedente), come conseguenza del rallentamento dei prezzi dei beni energetici, sia regolamentati (-10,9 per cento da 70,2) sia di mercato (59,6 per cento da 63,3), oltre che dei beni alimentari non lavorati (8,0 per cento da 9,5) e dei servizi ricreativi e per la cura della persona (5,5 per cento da 6,2). L'indice armonizzato europeo è cresciuto al 10,9 per cento su base annua (dal 12,3 di dicembre; fig. 16), mantenendosi quindi al di sopra della dinamica del NIC.

L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, è aumentata di due decimi di punto in gennaio, attestandosi al 6,0 per cento, sulla spinta dei rincari dei trasporti (7,4 per cento da 6,2), dei mobili e servizi per la casa (8,6 per cento da 7,8) e dei servizi relativi all'abitazione (3,2 per cento da 2,1). Tale dinamica potrebbe indicare che non sono più solo i fattori di offerta (legati alla crisi energetica) che spingono i prezzi ma anche quelli di domanda, nel caso delle attività in rapido recupero quali quelle legate al turismo.

Nella media del 2022 l'inflazione misurata dall'indice NIC ha raggiunto l'8,1 per cento (dall'1,9 dell'anno precedente), il valore più elevato dal 1985, quando superò il 9,0 per cento; l'anno scorso la componente di fondo è aumentata al 3,7 per cento, rispetto all'1,1 del 2021. La crescita dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato è stata in Italia nel 2022 di poco superiore a quella dell'area dell'euro (8,7 per cento rispetto a 8,4) e dei principali *partner* europei; si è quindi invertita la tendenza del differenziale, che negli ultimi anni era stato costantemente negativo (fig. 17). La differenza con l'Italia dipende quasi interamente dalla componente energetica che, secondo stime riportate nell'ultimo

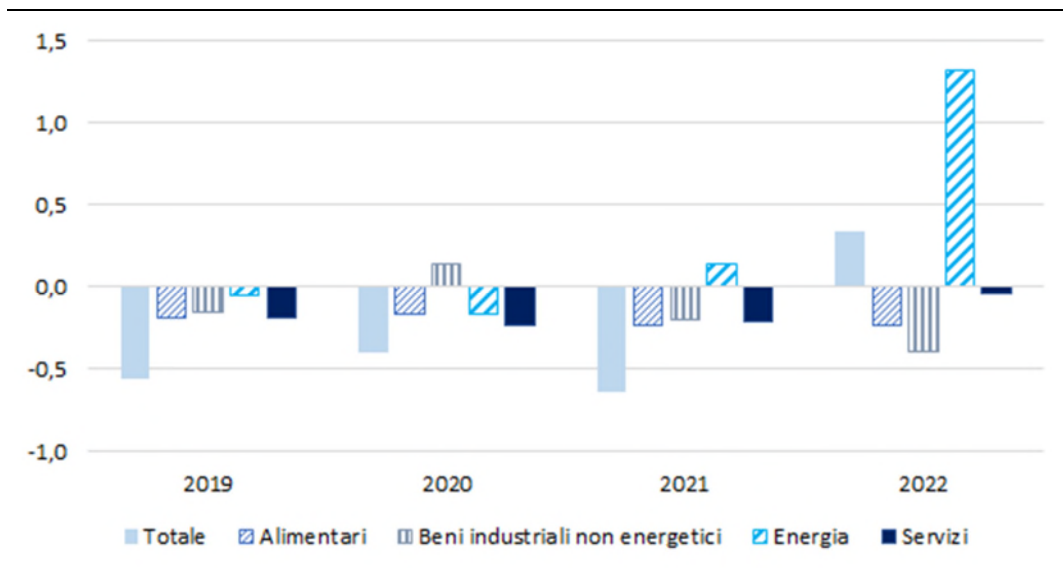
Fig. 16 – Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), contributi delle componenti e componente di fondo (1)
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Nel grafico si riportano le variazioni dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato, i contributi alla crescita delle sue componenti e la 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.

Fig. 17 – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)
(differenze in punti percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

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

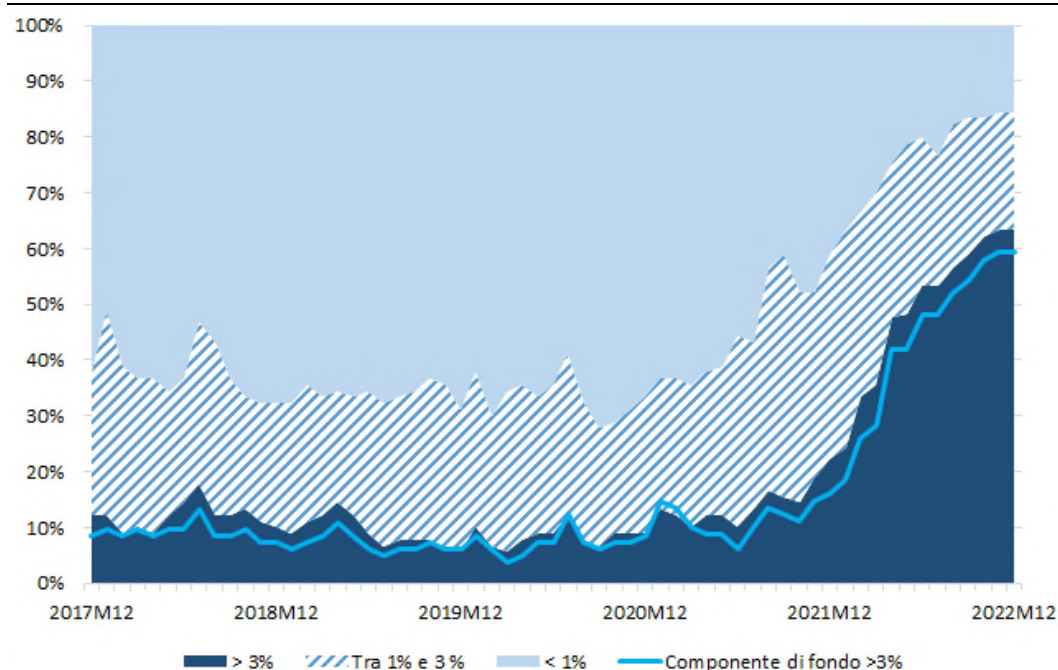
Bollettino Economico della Banca d'Italia, ha pesato per poco più del 70 per cento sull'inflazione totale nell'ultimo trimestre del 2022, considerando l'insieme degli effetti diretti e indiretti; per il complesso dell'area dell'euro il contributo di tale componente sarebbe invece di circa il 60 per cento.

La crescita acquisita dei prezzi per il 2023 è pari al 5,3 per cento (dal 5,1 di dicembre) per la componente generale e al 3,2 per cento per quella di fondo (dal 2,6).

L'indice a tassazione costante, che depura dagli effetti degli interventi adottati dal Governo per contrastare i rincari dei prodotti energetici, è salito nel 2022 del 9,6 per cento, indicando che le misure di politica economica hanno attenuato la dinamica dei prezzi per circa un punto percentuale. I provvedimenti adottati con l'ultima legge di bilancio continueranno a mitigare gli effetti dell'inflazione almeno fino al trimestre in corso; l'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente (ARERA) ha stimato una riduzione delle bollette elettriche del mercato tutelato del 20 per cento nel primo trimestre, principalmente in conseguenza dalla flessione delle quotazioni di energia e gas.

Durante tutto l'anno scorso le spinte inflazionistiche derivanti dalla crisi energetica si sono propagate tra le voci di spesa: a gennaio del 2022 solo il 20 per cento dei beni del paniere registrava aumenti oltre il 3,0 per cento, a dicembre tale quota aveva raggiunto quasi il 60 per cento (fig. 18).

Fig. 18 – Incidenza di voci elementari del paniere dell'IPCA con variazioni dei prezzi superiori a determinate soglie
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

L'aumento dell'inflazione al consumo è stato inizialmente attivato dalle pressioni a monte del processo produttivo che si sono intensificate nella prima parte del 2022, per poi attenuarsi solo nei mesi recenti. La crescita su base annua dei prezzi all'importazione si è impennata dalla primavera scorsa al 20 per cento, per poi ripiegare solo in autunno (13,6 tendenziale in novembre), sulla scia dei ribassi dei prezzi del gas naturale e dei beni intermedi.

I prezzi alla produzione nell'industria sono aumentati nell'insieme del 2022 del 34,4 per cento, il valore massimo da quando esiste la serie storica, per via dei forti rincari dei beni energetici e dei beni intermedi; la dinamica tendenziale mensile ha raggiunto un picco in estate, per poi ridursi in autunno. Un'analoga tendenza si è riscontrata nel settore delle costruzioni, per il quale l'aumento tendenziale medio lo scorso anno è più che raddoppiato rispetto al 2021, con un picco in primavera che ha superato il 10 per cento. Nel terziario le tendenze inflattive appaiono modeste se confrontate con quelle degli altri settori (3,7 per cento tendenziale nel terzo trimestre), a eccezione di alcuni picchi per i trasporti (come quello marittimo e aereo), anche in relazione alla ripresa massiccia del turismo nella fase estiva.

Le aspettative di inflazione di imprese e famiglie, rilevate nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat, sono state sostenute per gran parte del 2022 e solo negli ultimi due mesi hanno dato segnali di moderazione. Da dicembre il saldo pesato delle risposte dei consumatori è tornato negativo, dopo oltre un anno, quello delle imprese si è dimezzato dalla primavera scorsa (25,5 in gennaio da 54,9 di aprile). Si ridimensionano soprattutto le attese sui prezzi del settore energetico. Di diversa intonazione è invece l'Indagine su aspettative di inflazione e crescita della Banca d'Italia, che segnala attese d'inflazione a dodici mesi ancora sostenute, all' 8,1 per cento, ed elevate anche su orizzonti più lunghi. Secondo la rilevazione di S&P Global presso i direttori degli acquisti della manifattura in gennaio si sono attenuate le difficoltà sulla catena di fornitura e si è ridotta l'inflazione da costi, grazie alla riduzione dei prezzi di energia e dei petrolchimici. Tuttavia la dinamica dei prezzi di vendita è stata giudicata superiore a quella dei prezzi di acquisto.

La gran parte degli analisti di mercato posiziona nel trimestre scorso il picco dell'inflazione, in quanto le pressioni a monte della catena di produzione si stanno attenuando. Al contempo però l'inflazione *core*, ovvero quella meno volatile, ha continuato a salire e l'impulso derivante dalla crisi energetica si è propagato tra le altre voci di spesa. Sebbene le dinamiche salariali e i prezzi immobiliari restino nel complesso contenuti, la diffusione dei rincari tra un ampio numero di voci del paniere rischia di rallentare la discesa anche al venire meno delle spinte derivanti dalle componenti più erratiche.

Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana

In questa Nota si aggiornano, per il periodo 2022-24, le previsioni per l'economia italiana formulate dall'UPB in novembre, in occasione della validazione del quadro macroeconomico della versione rivista e integrata della NADEF 2022. L'esercizio incorpora le informazioni più recenti sul contesto economico, in particolare la stima preliminare del PIL del trimestre scorso. Nel complesso le previsioni sono molto simili a quelle già formulate dall'UPB per l'esercizio di validazione effettuato in autunno.

L'attività economica nel triennio 2022-24

Il preconsuntivo tiene conto della lieve flessione congiunturale del PIL nel trimestre scorso (-0,1 per cento secondo la stima preliminare dell'Istat), sulla base della quale l'attività economica sarebbe aumentata nel complesso del 2022 del 3,8 per cento nei dati annuali (tab. 2), appena meno che nelle serie trimestrali (3,9 per cento; si veda il paragrafo L'economia italiana). Quest'anno l'economia rallenterebbe decisamente, pur continuando a espandersi (0,6 per cento); dopo un primo trimestre ancora debole, a causa del persistere di tensioni globali, la crescita si rafforzerebbe gradualmente avvantaggiandosi dell'allentamento delle pressioni inflazionistiche. Nel 2024 la dinamica del PIL si consoliderebbe all'1,4 per cento, ipotizzando il progressivo miglioramento del contesto geopolitico ed economico internazionale.

Le previsioni assumono la completa attuazione dei programmi di investimento del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), concordati in sede comunitaria, ma anche la prosecuzione del ciclo di politica monetaria restrittiva della BCE inaugurato nella seconda metà dello scorso anno.

Le stime sul PIL presentate in questa Nota appaiono all'interno dell'intervallo delle attese degli altri analisti, soprattutto rispetto a quelle più recenti (tab. 3). Con riferimento ai prezzi, si prefigura un graduale riassorbimento dell'inflazione nell'orizzonte di previsione, in linea con gli altri previsori. Nell'osservare i confronti occorre inoltre fare riferimento all'eterogeneità delle ipotesi adottate per le esogene internazionali, oltre che per la finanza pubblica e per la definizione degli specifici aggregati statistici.

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

	2021	2022	2023	2024
ESOGENE INTERNAZIONALI				
Commercio internazionale	9,8	5,2	0,6	4,6
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	78,2	100,8	83,9	78,9
Cambio dollaro/euro	1,18	1,05	1,09	1,11
Prezzo del gas naturale (TTF, euro/MWh)	46,5	132,0	66,8	64,9
QUADRO ITALIANO				
PIL	6,7	3,8	0,6	1,4
Importazioni beni e servizi	14,7	13,8	1,9	2,5
Consumi finali nazionali	4,2	3,5	0,5	0,5
- Consumi famiglie e ISP	5,2	4,3	1,1	0,9
- Spesa della PA	1,5	1,1	-1,6	-0,8
Investimenti	16,5	9,5	2,6	2,8
Esportazioni beni e servizi	13,4	10,3	1,2	4,0
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL				
Esportazioni nette	0,1	-0,8	-0,3	0,5
Scorte	0,3	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	6,3	4,6	0,9	1,0
PREZZI E CRESCITA NOMINALE				
Deflatore importazioni	9,7	21,1	-6,0	-0,9
Deflatore esportazioni	5,0	10,4	-4,5	-0,1
Deflatore consumi	1,6	7,0	4,7	2,7
Deflatore PIL	0,5	2,3	3,9	2,8
PIL nominale	7,3	6,2	4,6	4,3
MERCATO DEL LAVORO				
Costo del lavoro per dipendente	0,7	2,2	2,4	2,4
Occupazione (ULA)	7,6	4,5	0,5	1,0
Tasso di disoccupazione	9,5	8,1	7,9	7,7

(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 – Recenti previsioni su PIL e prezzi al consumo dell'Italia
(variazioni percentuali annue)

		PIL		Inflazione	
		2023	2024	2023	2024
Fondo monetario internazionale	31-gen	0,6	0,9	-	-
REF -Ricerche ⁽¹⁾	27-gen	0,6	1,2	4,9	1,9
Banca d'Italia ^{(1) (2)}	20-gen	0,6	1,2	6,5	2,6
Oxford Economics ⁽¹⁾	11-gen	0,0	1,0	5,2	1,1
Consensus Economics ⁽¹⁾	09-gen	0,0	1,1	6,6	2,2
Prometeia ⁽¹⁾	14-dic	0,4	0,9	5,8	1,0
Svimez	dic	0,5	1,5	4,9	2,7
<i>Per memoria</i>					
MEF NADEF 2022 ⁽³⁾	04-nov	0,6	1,9	5,5	2,6

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

Le previsioni sulle componenti della spesa

Nel periodo di previsione l'attività economica è trainata dalle componenti interne di domanda. L'apporto degli scambi con l'estero e della variazione delle scorte sarebbe infatti nullo o debolmente negativo nel 2023, ma tornerebbe positivo nel 2024.

Si stima che lo scorso anno i consumi delle famiglie siano aumentati di oltre quattro punti percentuali, proseguendo la fase di recupero rispetto alla contrazione registrata nell'anno della crisi pandemica. La progressiva accelerazione dei prezzi ha tuttavia deteriorato la capacità di spesa. I consumi privati mostrerebbero una dinamica debole all'inizio di quest'anno, risentendo di orientamenti delle famiglie più cauti, dovuti alla perdita di potere d'acquisto; nella media del 2023 e del 2024 la spesa delle famiglie crescerebbe di circa un punto percentuale, un ritmo prossimo a quello del reddito disponibile in termini reali. Il riassorbimento del tasso di risparmio, dagli elevati livelli raggiunti nel 2020, è atteso proseguire in misura graduale.

Il processo di accumulazione di capitale ha assorbito rapidamente il crollo registrato nel 2020, sopravanzando già alla fine del 2021 i livelli pre-pandemia. Si stima che gli investimenti complessivi siano cresciuti in misura considerevole anche nel 2022 (9,5 per cento). L'espansione proseguirebbe, sebbene a ritmi molto più contenuti, nel biennio 2023-24 (2,7 per cento in media), trainata dalla spesa in costruzioni (3,2 per cento) più che da quella in macchine e attrezzature (2,3 per cento). La domanda di entrambe le componenti sarebbe influenzata positivamente dalle misure di stimolo previste nel PNRR e dall'attenuazione dell'incertezza, mentre l'intonazione restrittiva della politica monetaria farebbe da freno. L'incidenza tra investimenti complessivi e PIL si porterebbe al 21,0 per cento nel 2024, mentre la quota di investimenti pubblici sul totale dell'accumulazione di capitale si attesterebbe a circa il 16 per cento (da quasi il 13 nell'anno precedente la pandemia).

La crescita delle esportazioni nel 2022 (10,2 per cento) è stimata marcatamente superiore a quella dei principali mercati di destinazione delle merci italiane, segnalando ampliamenti delle quote di mercato estero del sistema manifatturiero. La netta espansione delle importazioni (13,8 per cento) ha riflesso la forte attivazione della domanda interna. Nel biennio 2023-24 le esportazioni sono proiettate in rallentamento, con una dinamica pressoché allineata a quella del commercio internazionale, per cui le quote di mercato estero delle produzioni italiane rimarrebbero sostanzialmente invariate. La decelerazione degli acquisti dall'estero è invece attesa più marcata, per effetto della consistente moderazione delle componenti di domanda a elevato contenuto di beni esteri, come gli investimenti in beni strumentali, la cui crescita risulterebbe nettamente più bassa rispetto al biennio immediatamente successivo alla crisi pandemica. Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL, già negativo nel 2022, tornerebbe appena positivo nell'anno finale di previsione.

Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione

L'occupazione, valutata in termini di unità di lavoro standard (ULA), crescerebbe quest'anno a un ritmo (0,5 per cento) appena inferiore a quello del PIL, per poi raddoppiare nel 2024. Anche il numero di occupati, sulla base della definizione della rilevazione sulle forze di lavoro, è atteso in aumento (0,7 per cento nella media del biennio 2023-24) ma meno del prodotto, in particolare nel prossimo anno. La partecipazione al mercato del lavoro è prevista crescere debolmente, anche a causa della flessione della dinamica demografica, per cui nell'anno finale di previsione risulterebbe ancora inferiore ai valori pre-crisi. Ne consegue una riduzione del tasso di disoccupazione, proiettato al 7,7 per cento al termine del periodo di previsione.

L'inflazione, misurata attraverso il deflatore dei consumi privati, dopo il balzo dello scorso anno, è attesa in graduale flessione per effetto dell'allentamento delle tensioni sui mercati delle materie prime (energetiche e non), sulla base dei prezzi dei mercati a termine. Nonostante la moderazione attesa per le componenti più volatili, originariamente alla base dello *shock* inflattivo, la flessione dell'inflazione è frenata dalla traslazione degli elevati costi degli *input* produttivi, in particolare di quelli industriali non energetici, a valle del processo produttivo. Alla dinamica inflazionistica concorrono soprattutto fattori esterni, come suggerisce la simulazione riportata nel Riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo e componenti dell'inflazione".

Si valuta che le pressioni derivanti dalla maggiore inflazione al consumo siano incorporate soltanto parzialmente nella dinamica salariale, con i redditi unitari da lavoro dipendente che aumenterebbero di circa il 2,3 per cento nella media dell'orizzonte di previsione, delineando quindi una rilevante perdita di potere d'acquisto. La crescita delle retribuzioni *pro capite* nel settore privato (intorno al 2,8 per cento) è attesa più sostenuta rispetto al settore pubblico nel prossimo biennio. La variazione del deflatore del PIL, stimata quest'anno al 3,9 per cento, quindi inferiore a quella del deflatore dei consumi privati, sarebbe sostanzialmente analoga nel 2024.

Le principali revisioni rispetto alle previsioni di ottobre

Rispetto al quadro macroeconomico formulato dall'UPB in novembre, in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni della NADEF 2022, le stime sono sostanzialmente simili. La crescita del PIL è rimasta invariata nel 2023 e registra un miglioramento appena apprezzabile (0,1 punti percentuali) nel 2024. Il miglioramento delle componenti di domanda interna, grazie al ribasso dei prezzi delle materie prime, è stato compensato dal minore apporto delle esportazioni nette, a riflesso dell'apprezzamento dell'euro rispetto alle ipotesi dello scorso novembre.

Con riferimento alle variabili di prezzo, la dinamica del deflatore dei consumi è rimasta invariata nel 2022 ed è stata marginalmente rivista (per tre decimi di punto) al rialzo nel

2023 e al ribasso nel 2024. La correzione del deflatore del PIL è appena più marcata (con correzioni di -0,5, 0,4 e -0,4 punti percentuali).

I rischi per la previsione

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana appare soggetto a molteplici elementi di incertezza, soprattutto di matrice internazionale, nel complesso orientati al ribasso.

Il conflitto in corso alle porte dell'UE rappresenta certamente il rischio maggiore, su tutti gli orizzonti di previsione. La guerra in Ucraina ha determinato bruschi rincari delle materie prime, soprattutto energetiche e un forte aumento della volatilità dei prezzi. La crisi ha messo in evidenza la dipendenza energetica dell'Italia da pochi paesi produttori di gas naturale, esponendola a *shock* negativi nel caso di strozzature delle forniture. Anche quando le ostilità militari saranno concluse si aprirà una fase di tensioni nei rapporti commerciali e negli scambi di materie prime, con inevitabili ripercussioni per un'economia fortemente dipendente dal resto del mondo come quella italiana.

Nell'orizzonte di previsione si assume che non si rendano necessarie restrizioni alla mobilità individuale e alle attività produttive per il contrasto alla pandemia. Poiché tra i paesi in via di sviluppo la vaccinazione è ancora poco diffusa, continuano a svilupparsi nuove varianti, alcune delle quali potrebbero anche avere effetti sull'attività economica nel medio termine.

Nonostante il relativo allentamento delle frizioni nella logistica e dei colli di bottiglia nell'offerta, i fortissimi aumenti dei costi energetici e la carenza di alcuni materiali potrebbero incidere sull'ipotesi dell'integrale, tempestiva ed efficiente attuazione dei progetti di investimento del PNRR.

I rischi sui prezzi, soprattutto per quest'anno, dipendono principalmente dalle ipotesi sulle variabili esogene, che per le quotazioni delle materie prime sono basate sui mercati a termine, caratterizzati da una forte volatilità in questa fase. Il rientro delle dinamiche nominali nell'orizzonte di previsione appare quindi gravato da un'incertezza molto ampia e non si può ignorare la possibilità di scenari di prezzi ancora in veloce crescita.

Nel processo di riassorbimento degli squilibri causati dalla pandemia e dal conflitto in Ucraina eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potranno ripercuotersi anche sulla stabilità finanziaria. I premi al rischio richiesti dagli investitori agli emittenti sovrani con un indebitamento particolarmente elevato potrebbero aumentare rapidamente, in virtù della normalizzazione in corso delle politiche monetarie e in prospettiva anche di quella delle politiche di bilancio.

Riquadro – Le ipotesi dell'esercizio previsivo e componenti dell'inflazione

Le principali ipotesi dello scenario previsivo. L'esercizio è basato su variabili esogene internazionali aggiornate sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 26 gennaio. In particolare, si assume: 1) che i mercati maggiormente rilevanti per l'Italia abbiano registrato una marcata espansione nel 2022 (5,2 per cento), per decelerare quest'anno più di quanto atteso dal FMI (0,6 contro il 2,4 per cento del Fondo) e riprendere slancio con vigore nel prossimo (4,6 per cento); 2) un inasprimento delle condizioni monetarie, con il tasso di interesse a breve termine nell'area dell'euro in aumento nella prima parte di quest'anno e in discesa solo a partire dal prossimo; 3) un deprezzamento del cambio del dollaro rispetto all'euro a 1,1 nella media del periodo 2022-24 (da 1,18 nel 2021); 4) una flessione del prezzo del greggio secondo le quotazioni dei mercati *futures* a circa 81 dollari per barile nella media del biennio 2023-24 dagli oltre 100 dello scorso anno; 5) una drastica contrazione dei prezzi del gas nel 2023 (a 66,8 euro/MWh) rispetto alle quotazioni medie del 2022 attestatesi a 132 euro/MWh, seguita da un'ulteriore lieve flessione nel prossimo anno. Il quadro di finanza pubblica incorpora i provvedimenti previsti dalla legge di bilancio per il 2023 e del DL 176 del 2022.

Le componenti importate e di domanda dell'inflazione in Italia. Sulla base di simulazioni effettuate dall'UPB, con il modello MeMo-It, il deflatore dei consumi privati dell'economia italiana sarebbe risultato inferiore di circa tre punti percentuali nel complesso del triennio 2022-24 nell'ipotesi di prezzi del gas naturale, del petrolio e dei manufatti internazionali costanti sui valori medi del 2021. Gli impatti sulla dinamica inflattiva ascrivibili agli stimoli di domanda sono invece stimati esogenizzando l'*output gap*, in quanto variabile che sintetizza gli squilibri tra la domanda e la produzione di equilibrio nel modello econometrico utilizzato; si è in particolare ipotizzato un *output gap* stabile sui valori dell'anno 2021 nel periodo di simulazione 2022-24, mentre nello scenario di base il *gap* tendeva a salire. Gli effetti sulla variazione del deflatore dei consumi privati sono più contenuti ma comunque non trascurabili, in quanto le minori tensioni dal lato della domanda si rifletterebbero in prezzi al consumo inferiori di circa mezzo punto percentuale alla fine del triennio di simulazione.