

## Sommario\*

*Le diverse situazioni di conflitto rendono lo scenario internazionale instabile e incerto. Le tensioni geopolitiche hanno già effetti tangibili, ad esempio gli attacchi degli Houthi nel Mar Rosso frenano i trasporti intercontinentali e quindi gli scambi di beni. Ne risentono le quotazioni di alcune materie prime, come nel caso del greggio, i cui prezzi hanno anche scontato le restrizioni alla produzione in alcuni paesi dell'OPEC+. Nonostante tali ostacoli gli indicatori prospettici sul commercio mondiale anticipano un rafforzamento nei prossimi trimestri, come già atteso nelle previsioni di diversi analisti internazionali, quali il Fondo monetario internazionale. L'inflazione si sta riducendo, seppure a velocità differenti, sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro dove la decelerazione dei prezzi è più rapida. Tuttavia in entrambe le aree le componenti di fondo restano su dinamiche più sostenute. Le banche centrali stanno preparando gli operatori, anche attraverso la comunicazione, a un allentamento della politica monetaria nei prossimi trimestri; la tempistica esatta dipenderà soprattutto dai dati macroeconomici che si renderanno via via disponibili.*

*L'economia italiana l'anno scorso ha registrato un aumento del PIL dello 0,9 per cento, superiore per il terzo anno consecutivo a quello dell'area dell'euro, che ha risentito dello stallo in Germania. All'espansione del PIL in Italia nel 2023 hanno contribuito principalmente i servizi e l'edilizia; dal lato della domanda è stato significativo l'apporto dei consumi privati e degli investimenti, sia in costruzioni sia in beni strumentali. Nello scorcio finale del 2023 la fase ciclica si è confermata moderatamente espansiva, sebbene la congiuntura sia stata quasi interamente trainata dalle costruzioni (spinte anche dall'atteso ridimensionamento del Superbonus). L'inflazione al consumo italiana ha registrato un temporaneo rialzo in marzo (all'1,3 per cento), prevalentemente a causa di effetti base, ma resta inferiore a quella europea. L'occupazione continua a rafforzarsi, ma il labour hoarding e le tensioni salariali sono minori di quelle degli altri paesi europei.*

*L'attività industriale tra la fine dello scorso anno e l'avvio del 2024 è stata debole, ma secondo gli indicatori prospettici dovrebbe rafforzarsi; tuttavia le previsioni macroeconomiche per il primo trimestre sono più incerte che in passato, e quelle per l'edilizia scontano forti incertezze, a causa delle difficoltà di prefigurare esattamente la tempistica del contro-shock derivante dalla rimodulazione del Superbonus. Secondo le stime dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) il PIL sarebbe cresciuto nel trimestre scorso di un paio di decimi di punto percentuale, similmente ai due periodi precedenti, con un intervallo di possibilità ampio sia verso l'alto sia verso il basso. Nel medio termine restano invece prevalenti i rischi al ribasso sulla crescita, principalmente per le tensioni geopolitiche.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili l'11 aprile 2024.

## ***Il contesto internazionale***

Il perdurare dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente rende ancora molto incerto lo scenario internazionale, con possibili ripercussioni sugli approvvigionamenti e sul prezzo del petrolio. Le accresciute tensioni geopolitiche sono infatti tra le maggiori cause del recente rialzo delle quotazioni delle materie prime, in particolare del greggio, oltre che degli aumenti dei costi di trasporto delle merci; inoltre si allungano i tempi delle spedizioni intercontinentali, determinando così possibili interruzioni nelle catene globali del valore, con inevitabili conseguenze sui flussi del commercio mondiale. Al momento le condizioni di domanda debole e le scorte elevate stanno attenuando la trasmissione degli aumenti dei costi sui prezzi, ma l'instabilità del quadro globale è tale che non si possono escludere nuovi rischi al rialzo per l'inflazione.

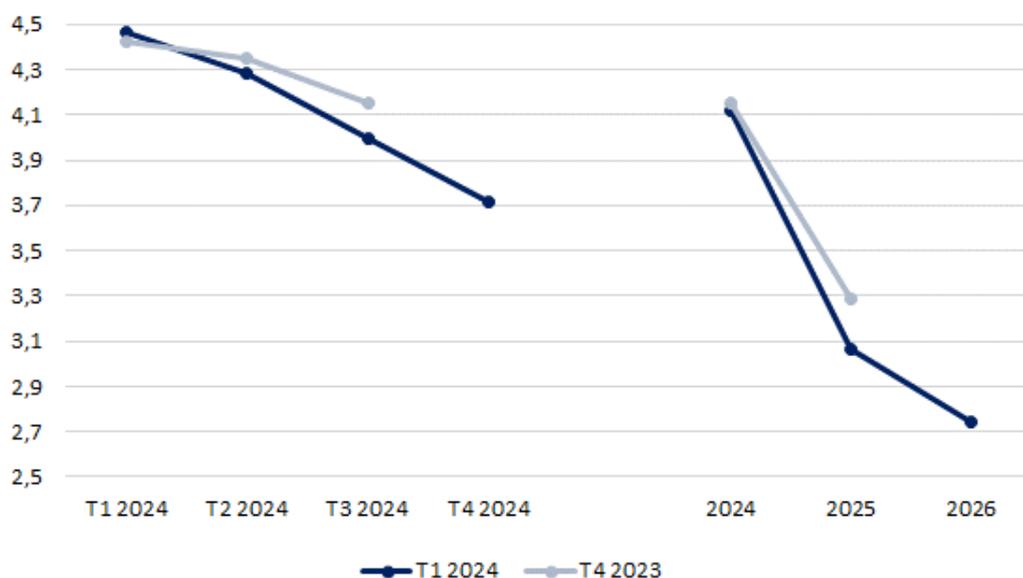
La decisione dello scorso 20 marzo della Riserva Federale di lasciare i tassi d'interesse ufficiali al 5,25-5,50 per cento ha consolidato le aspettative dei mercati. Tuttavia gli ultimi dati sull'inflazione statunitense hanno lievemente sorpreso al rialzo gli operatori, secondo i quali vi è un rischio non trascurabile che il taglio dei tassi della Riserva Federale, atteso per i prossimi mesi, venga posticipato. Tenendo conto comunque delle future riduzioni dei tassi di interesse le proiezioni della Fed indicano un "atterraggio morbido" dal picco di inflazione raggiunto nel periodo post-pandemia.

Nell'area dell'euro la Banca centrale europea (BCE) in aprile ha lasciato i tassi invariati, riservandosi di decidere in futuro sulla base dei dati a disposizione al momento. Secondo recenti dichiarazioni della Presidente della BCE Lagarde anche se l'inflazione si è ridotta, rimane incertezza sulla sua persistenza: a giugno, se i dati confermeranno l'inflazione sottostante prevista, la BCE sarà in grado di rendere la politica monetaria meno restrittiva. Si rafforzano quindi le attese di mercato per un taglio dei tassi d'interesse nei prossimi trimestri. Le ultime indagini presso i previsori professionali mostrano una diminuzione delle attese sul tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) per i prossimi trimestri e su un orizzonte di tre anni; attualmente il tasso sulle ORP è pari al 4,5 per cento, mentre all'inizio dello scorso anno era al 3,0 per cento (fig. 1).

La congiuntura delle principali economie è eterogenea. Negli Stati Uniti il PIL nel quarto trimestre ha decelerato, pur mantenendo ritmi elevati (3,2 per cento annualizzato nel quarto trimestre, dal 4,9 nel terzo). In media d'anno la crescita del prodotto reale è stata pari al 2,5 per cento.

L'area dell'euro ha invece riportato una crescita complessivamente debole nel 2023 (0,4 per cento), frenata dalla flessione del PIL tedesco (-0,3 per cento) che ha risentito più di altri del rialzo dei prezzi dei prodotti energetici oltre che delle difficoltà di penetrazione in importanti mercati di sbocco, quale quello cinese. In generale l'area dell'euro ha fronteggiato diversi fattori avversi alla crescita, quali l'inflazione, i costi di finanziamento elevati e la debole domanda esterna.

**Fig. 1** – Attese sul tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE (1)  
(punti percentuali; trimestri e anni in avanti)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

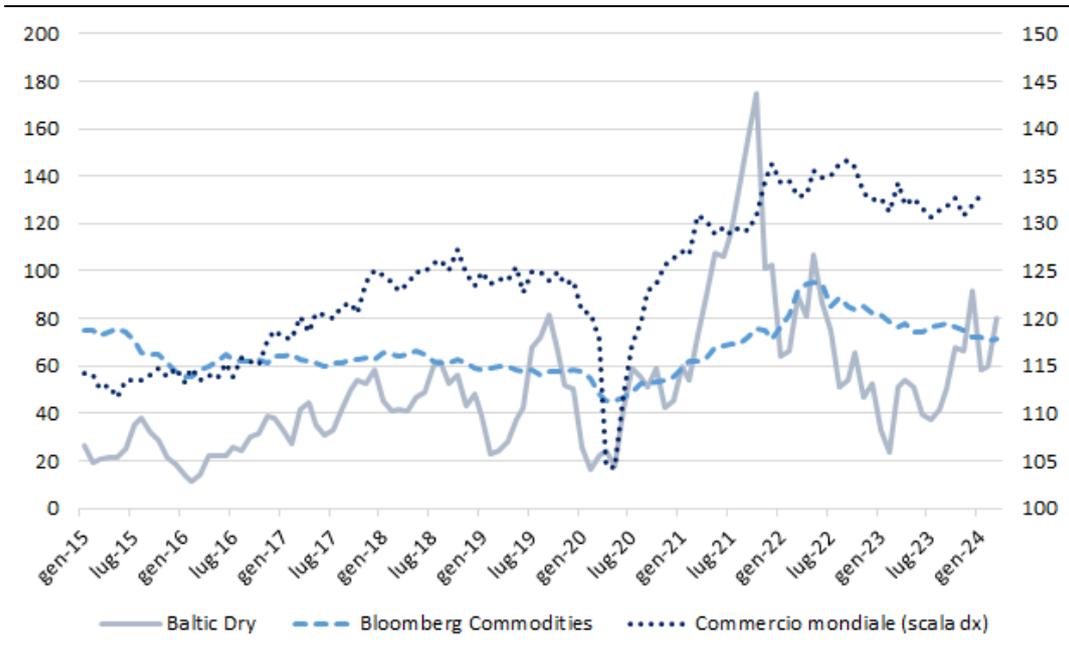
(1) La curva in celeste si riferisce alla rilevazione svolta nel quarto trimestre 2023, quella in blu nel primo trimestre 2024.

L'economia cinese è cresciuta del 5,2 per cento su base annua nel quarto trimestre del 2023, più velocemente che nel periodo precedente (4,9 per cento) ma comunque al di sotto delle previsioni di mercato (5,3). Per l'intero 2023 il PIL della Cina è aumentato del 5,2 per cento, superando l'obiettivo ufficiale (5,0 per cento). Escludendo gli anni della pandemia fino al 2022, la variazione del PIL nel 2023 è stata la più bassa dal 1990, con l'attività frenata da una crisi immobiliare prolungata, da consumi persistentemente deboli e da un andamento demografico sfavorevole. L'introduzione di diffuse restrizioni commerciali tra l'Occidente da un lato e la Russia e la Cina dall'altro (il cosiddetto "disaccoppiamento") incidono significativamente sui flussi commerciali.

Gli indicatori ad alta frequenza mostrano in marzo un recupero del costo di trasporto delle materie prime non liquide e delle derrate alimentari, misurato dal Baltic Dry Index. Il rialzo recente dell'indice, che normalmente è considerato un segno di vitalità degli scambi, potrebbe però in questo caso risentire dell'impatto sui prezzi delle recenti tensioni nel Mar Rosso. Gli ultimi dati sul commercio internazionale registrano un aumento moderato nel mese di gennaio, con una variazione su base annua pari a 0,3 per cento, la prima positiva dal novembre del 2022 (fig. 2).

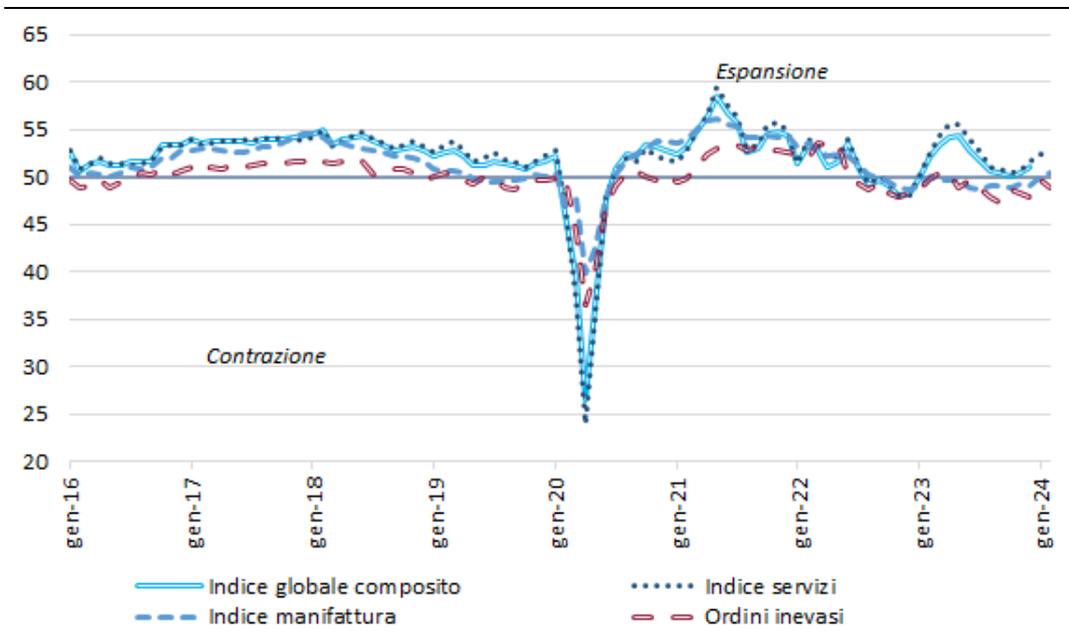
Le prospettive a breve termine migliorano moderatamente. L'indice PMI globale dei direttori degli acquisti è aumentato negli ultimi quattro mesi, trainato dai servizi e dalla manifattura, mentre gli ordini inevasi mostrano un lieve decremento a riflesso di una domanda ancora debole (fig. 3).

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



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

**Fig. 3** – Indice PMI Globale



Fonte: S&P Global.

Secondo le previsioni della BCE diffuse il mese scorso, per l'area dell'euro si prevede una ripresa più lenta di quanto prospettato nelle proiezioni di dicembre 2023. I principali fattori trainanti nel corso del 2024 sono il reddito disponibile reale, che in presenza di un

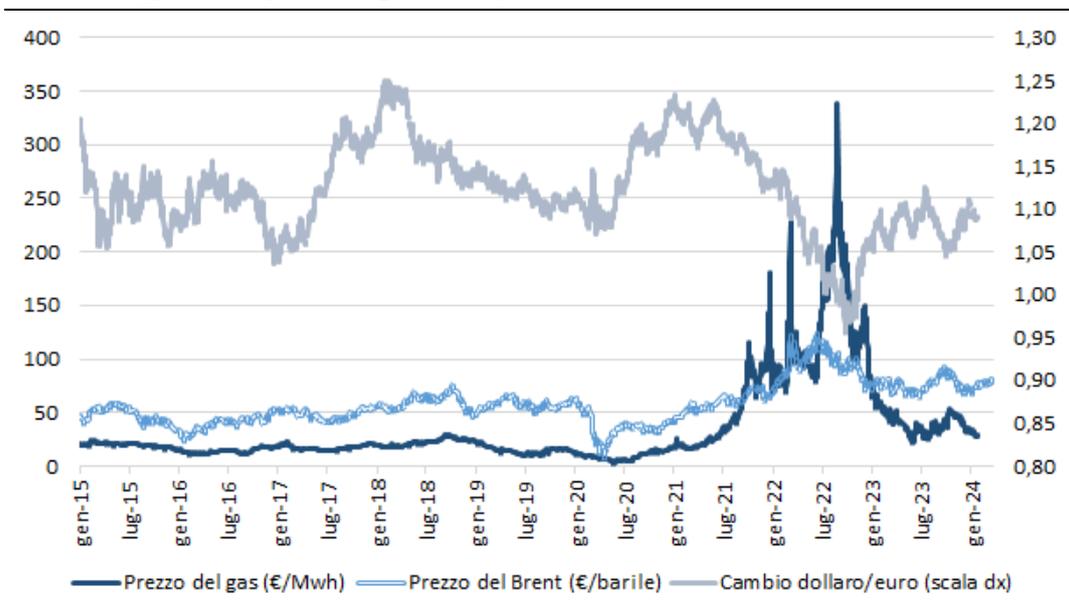
calo dell'inflazione e di una moderata dinamica salariale dovrebbe aumentare, oltre al miglioramento delle ragioni di scambio. Nel medio termine la ripresa sarebbe invece sostenuta dall'allentamento della politica monetaria. L'inflazione dovrebbe moderarsi ulteriormente, grazie all'attenuazione delle spinte a monte della formazione dei prezzi, soprattutto per i beni energetici e le materie prime agricole; le tensioni nei trasporti marittimi nel Mar Rosso dovrebbero esercitare un impatto limitato al rialzo sui prezzi.

L'indice di Citi sulle sorprese economiche, che rileva le differenze tra i dati e le attese di mercato, mostra valori superiori allo zero sia per gli Stati Uniti sia per l'area dell'euro. A partire dallo scorso luglio per l'area dell'euro si è registrata una rapida crescita dell'indice, segnalando che la performance economica ha superato le aspettative dei mercati.

#### ***Vi sono continue tensioni sui mercati delle materie prime***

Gli attacchi alle navi commerciali nel Mar Rosso e i rischi legati al conflitto in Medio Oriente aumentano l'incertezza sui tempi e sui costi di vendita del greggio e di altre materie prime, alimentando moderate pressioni inflazionistiche nel processo a monte della formazione di prezzi. Dall'inizio del 2024 il prezzo del *brent* per barile è in moderata crescita (fig. 4). L'Opec+ ha deciso di estendere i tagli all'estrazione di petrolio fino alla metà di quest'anno; la Russia ridurrà notevolmente la produzione di petrolio nel secondo trimestre e l'Arabia Saudita contribuirà per metà dell'intera riduzione annunciata.

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



Fonte: S&P Global.

La decisione non ha sorpreso i mercati, che si aspettavano l'estensione dei tagli anche in vista del forte rialzo della produzione da parte di diversi Paesi rivali, come gli Stati Uniti. Di contro, prosegue la flessione iniziata lo scorso ottobre del prezzo del gas naturale rilevato sul mercato olandese (TTF), che ha portato le quotazioni stabilmente al di sotto dei 30 euro per megawatt-ora.

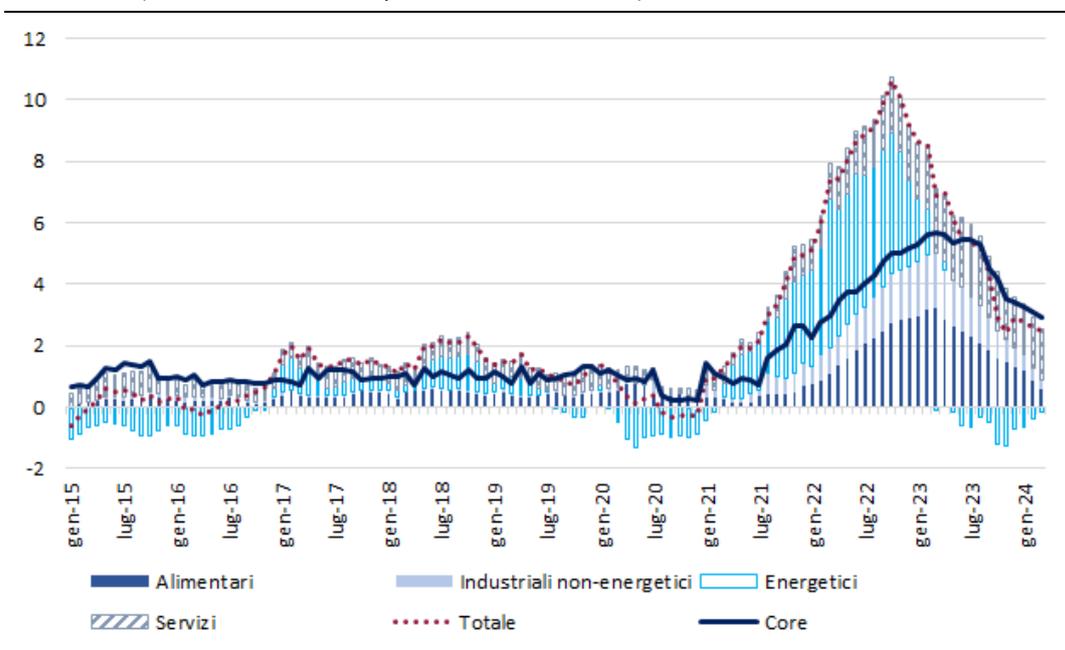
Il cambio tra il dollaro e l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei primi mesi dell'anno (1,09 dollari per euro in gennaio e 1,08 in febbraio e marzo). La valuta europea, nella media del 2023, è stata pressoché stazionaria, apprezzandosi solo marginalmente rispetto al dollaro.

### *Prosegue la flessione dell'inflazione, sia in Europa sia negli Stati Uniti*

Nei mesi scorsi l'inflazione degli Stati Uniti si è pressoché stabilizzata al di sotto della media annuale del 2023 (3,4 per cento). In marzo si è invece registrato un rialzo, al 3,5 per cento, spinto prevalentemente dalle voci legate ai beni energetici; al netto delle componenti più volatili, l'inflazione continua a mostrare una certa persistenza (3,8 per cento), dovuta in prevalenza alla componente degli affitti imputati.

Nell'area dell'euro l'inflazione è invece diminuita a marzo, al 2,4 per cento (dal 2,6 per cento di febbraio; fig. 5), con non trascurabile eterogeneità tra i principali paesi dell'area

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



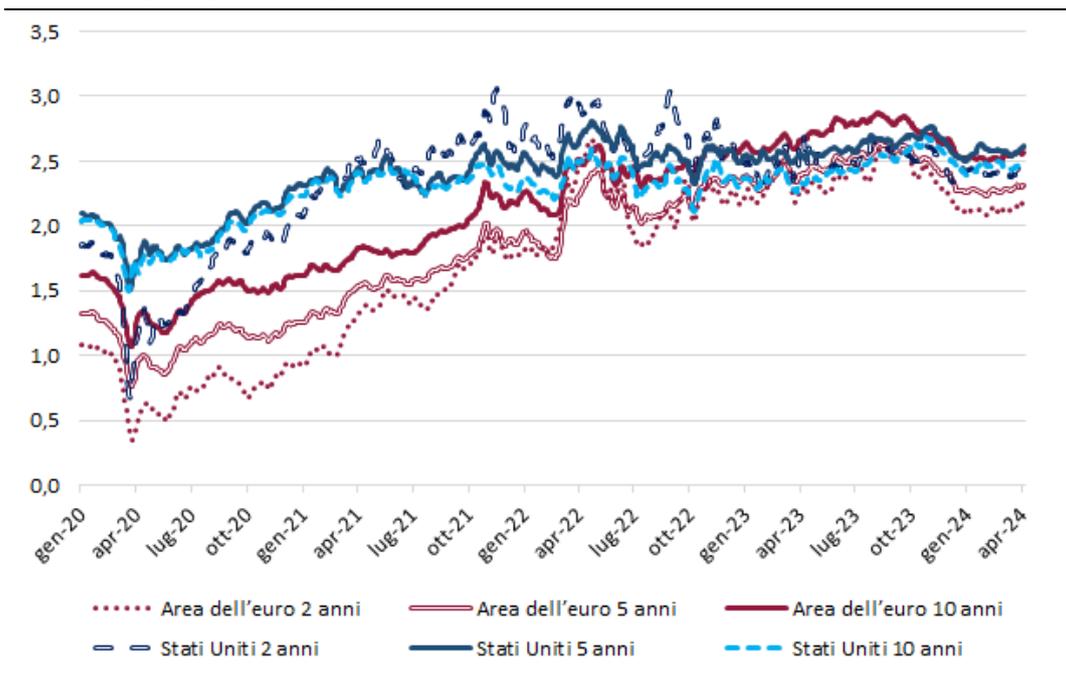
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

(dal 3,2 per cento della Spagna, all'1,3 dell'Italia). La distanza tra l'inflazione totale e quella al netto delle componenti più volatili si mantiene poco più ampia rispetto alla stessa differenza calcolata per gli Stati Uniti, per via della componente dei prezzi dei servizi che è molto persistente. Il mese scorso i prezzi al consumo dei servizi si sono confermati elevati, anche a causa dell'effetto Pasqua che ha spinto i prezzi dei trasporti e delle strutture ricettive e di ristorazione.

In seguito alla comunicazione dei vertici delle banche centrali sui possibili tagli dei tassi nel corso dell'anno, le aspettative d'inflazione degli operatori continuano a rientrare e le attese alle varie scadenze sembrano convergere nell'intorno del 2,5 per cento per gli Stati Uniti, mentre si collocano al di sotto di tale valore per l'area dell'euro (fig. 6). In particolare, il tasso *swap* sull'inflazione in euro a 10 anni è aumentato lievemente rispetto al mese scorso e attualmente intorno al 2,6 per cento. La curva dell'inflazione desumibile dagli *swap* indicizzati ai prezzi è piuttosto piatta, infatti lo spread tra le attese a due e dieci anni è inferiore a 50 punti base per l'area dell'euro ed è quasi nullo per gli Stati Uniti.

**Fig. 6** – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation-linked swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (punti percentuali)



Fonte: S&P Global.

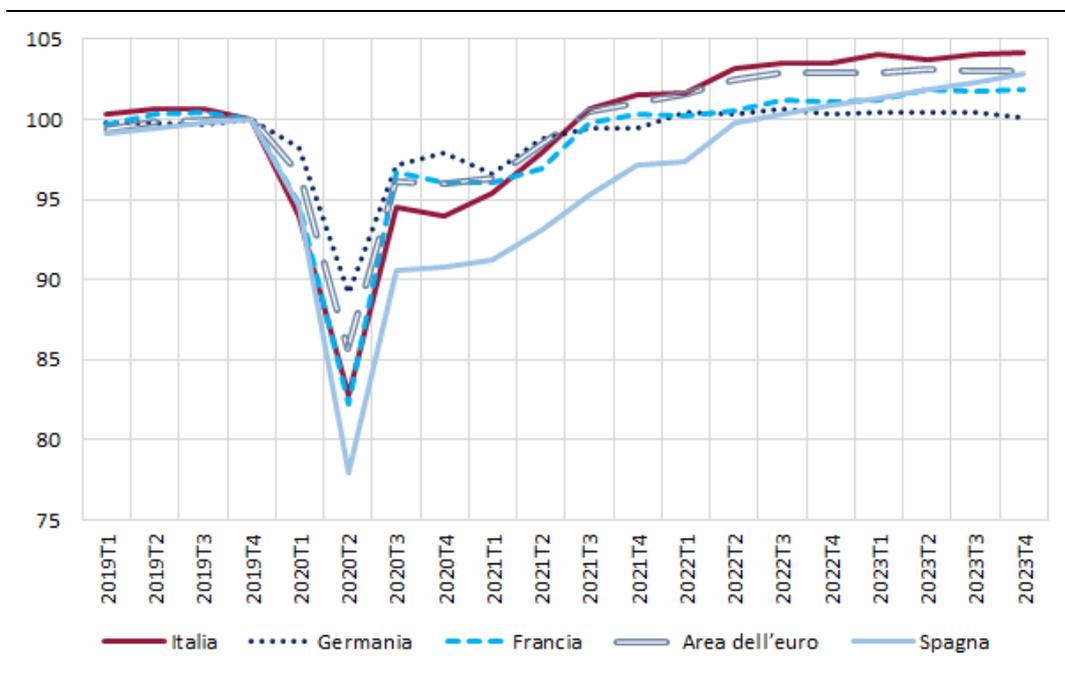
## L'economia italiana

### Nel 2023 l'economia italiana è ancora cresciuta più dell'area dell'euro

Dopo il forte recupero nel 2021-22 l'anno scorso il PIL dell'Italia è aumentato dello 0,9 per cento (dal 4,0 del 2022), un ritmo superiore a quello del ventennio precedente la pandemia (0,5 per cento circa in media). Il rallentamento nel 2023 ha riguardato anche le altre maggiori economie europee, ma l'espansione del PIL dell'Italia (fig. 7) si è confermata per il terzo anno consecutivo superiore a quella dell'area dell'euro (prossima al mezzo punto percentuale), che ha risentito della recessione in Germania.

Nel 2023 l'economia italiana è stata prevalentemente sospinta dalla domanda interna, nella stessa misura dai consumi e dagli investimenti fissi lordi, che hanno complessivamente sostenuto la crescita per due punti percentuali; la domanda estera netta ha fornito un lieve apporto positivo alla dinamica del PIL (tre decimi di punto percentuale), mentre il contributo della variazione delle scorte è stato negativo per 1,3 punti. Dal lato dell'offerta, l'incremento del valore aggiunto è derivato in larga parte dalle costruzioni e, soprattutto, dai servizi, che hanno contribuito, rispettivamente, per 0,2 e 1,2 punti percentuali, mentre l'agricoltura ha ripreso a flettere e l'industria in senso stretto si è ridimensionata per il secondo anno di seguito.

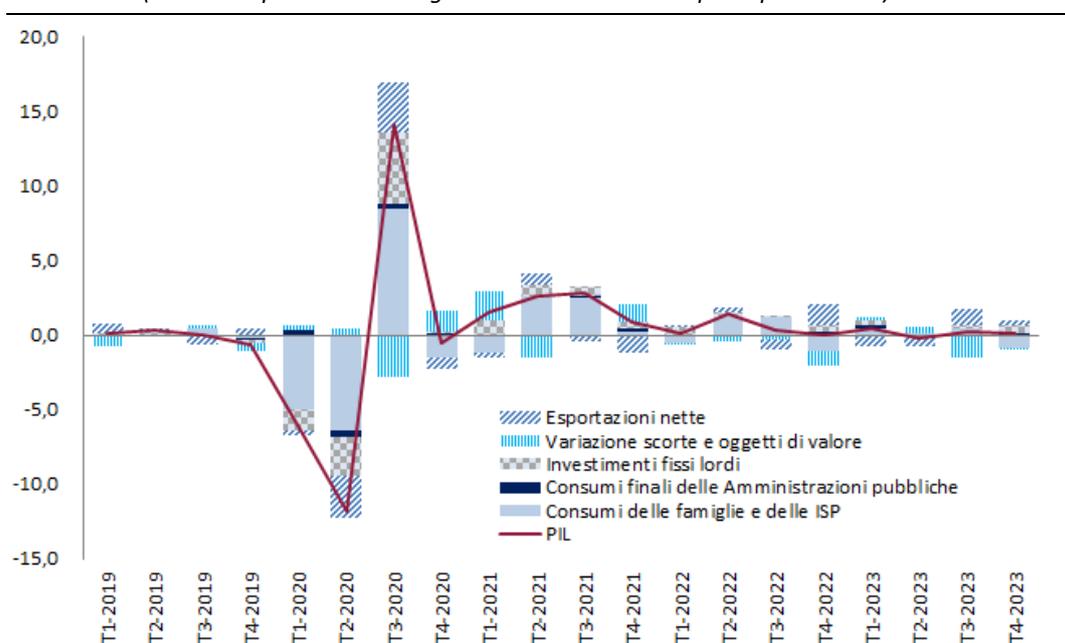
**Fig. 7** – PIL dell'area dell'euro e delle sue maggiori economie  
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

L'apporto delle componenti della domanda al PIL è stato altalenante in corso d'anno (fig. 8). Se nel primo semestre la crescita è stata determinata dai consumi privati e dagli investimenti, nella seconda metà dell'anno è stata trainata anche dalle esportazioni. Nello scorcio finale del 2023, secondo i dati Istat al momento disponibili, i consumi privati hanno registrato una decisa battuta d'arresto, mentre si è rafforzata l'accumulazione di capitale in quasi tutte le maggiori componenti, per cui nel complesso il PIL ha confermato la dinamica congiunturale del trimestre precedente (0,2 per cento). Dal lato dell'offerta, gli andamenti congiunturali del valore aggiunto nell'ultimo trimestre del 2023 sono stati lievemente negativi nell'agricoltura e nei servizi e si sono fortemente rafforzati nelle costruzioni, con l'approssimarsi di alcune scadenze fiscali legate al Superbonus.

**Fig. 8** – Variazione del PIL e contributi delle componenti della domanda al PIL  
(variazioni percentuali congiunturali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

### ***Gli acquisti delle famiglie sono cauti e recupera la propensione al risparmio***

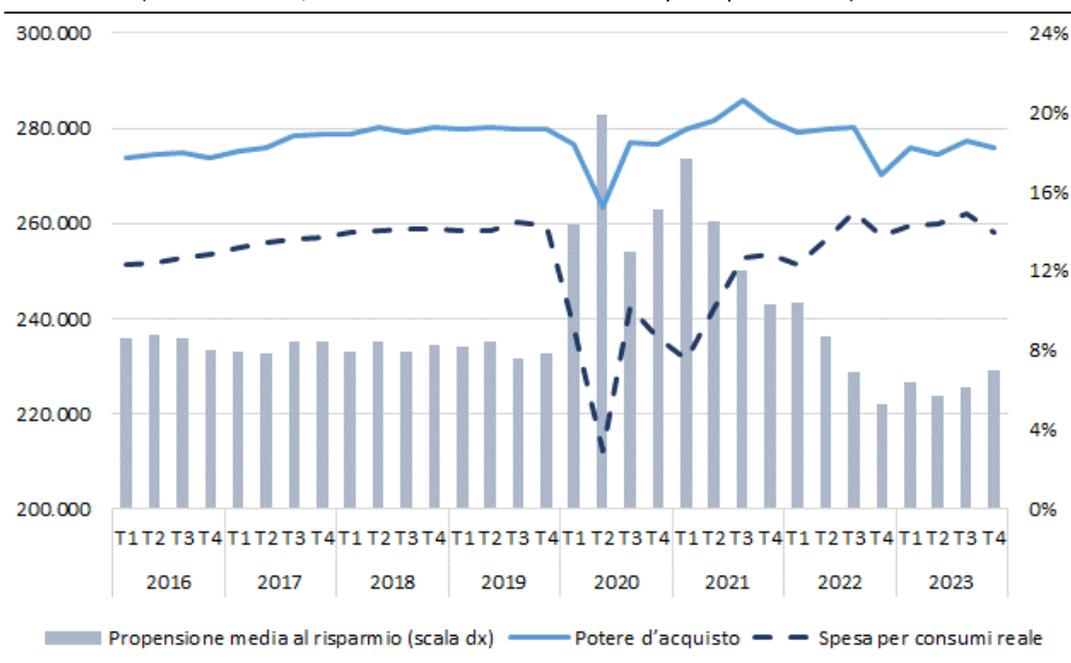
Nel 2023 i consumi delle famiglie sono cresciuti di 1,2 punti percentuali rispetto all'anno precedente, quando si registravano ancora ritmi molto sostenuti per recuperare la contrazione del 2020. Dopo i marcati rialzi congiunturali dei primi tre trimestri dell'anno, secondo i dati al momento disponibili la spesa delle famiglie avrebbe subito una battuta d'arresto in autunno (-1,4 per cento) ascrivibile a quasi tutte le componenti, con l'eccezione di quella relativa ai beni durevoli.

In autunno si è ridotto il potere d'acquisto (-0,5 per cento su base congiunturale) delle famiglie, eroso dall'aumento dei prezzi a fronte di un reddito disponibile nominale pressoché stabile (-0,1 per cento nel quarto trimestre). La flessione della spesa delle

famiglie è stata tuttavia maggiore di quella dei redditi, per cui ne è derivato un recupero della propensione al risparmio, al 7,0 per cento dal 6,1 del trimestre estivo (fig. 9).

I dati più recenti delineano un quadro incerto per la spesa delle famiglie. Secondo nostre elaborazioni, la variazione acquisita per il trimestre scorso dell'indicatore dei consumi (in volume) destagionalizzato di Confcommercio sarebbe positiva, soprattutto con riferimento alla componente dei beni. Indicazioni opposte giungono tuttavia dalle vendite al dettaglio rilevate dall'Istat, che nel complesso del trimestre tra dicembre 2023 e febbraio 2024 si sono lievemente ridotte in volume (-0,3 per cento) in termini congiunturali, riflettendo la tendenza negativa sia della componente alimentare sia di quella non alimentare. La fiducia dei consumatori rilevata dall'Istat è progressivamente migliorata a partire dallo scorso novembre; nonostante la flessione in marzo di quest'anno l'indice si colloca su livelli elevati rispetto a quelli registrati dall'inizio del conflitto russo-ucraino.

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



Fonte: Istat.

**L'accumulazione rallenta dopo la forte crescita del biennio 2021-22**

Dopo un recupero molto pronunciato nel biennio 2021-22 (20,3 e 8,6 per cento, rispettivamente), lo scorso anno gli investimenti fissi lordi hanno decelerato al 4,7 per cento, raggiungendo comunque i livelli massimi degli ultimi tre decenni. Nel 2023 l'accumulazione è stata diffusa a tutte le componenti, con incrementi maggiori per i beni strumentali (6,4 per cento gli impianti e macchinari e 23,4 per cento i mezzi di trasporto)

che per le costruzioni (al 3,7 per cento residenziali e 2,4 per le altre costruzioni); gli investimenti in edilizia, in particolare, eccedono di quasi 40 punti percentuali i livelli registrati nel 2019, ultimo anno pre-pandemia. Nel primo semestre del 2023 l'accumulazione è stata sostenuta principalmente dagli investimenti in impianti, macchinari e attrezzature, mentre nella seconda metà dell'anno si è rafforzata nelle costruzioni, sia residenziali sia non residenziali.

Il tasso di investimento (rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto delle società non finanziarie) nel corso del 2023 si è mantenuto su livelli prossimi al 21,0 per cento; la quota di profitto delle società non finanziarie, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base, nel 2023 è stata di quasi il 45 per cento, un livello superiore a quello pre-pandemia. Il *mark-up* per il totale dell'economia è cresciuto nell'arco del 2023, eccedendo di circa un punto il livello osservato in media nel 2019; l'aumento ha riguardato tutti i settori, soprattutto l'agricoltura e i servizi, meno l'industria.

L'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta tra febbraio e marzo presso le imprese italiane dell'industria e dei servizi con almeno 50 addetti, ha rilevato un deciso miglioramento delle condizioni per investire. Il saldo fra risposte negative e positive resta tuttavia negativo, soprattutto nell'industria; si attenuano, inoltre, i giudizi negativi sull'accesso al credito e restano orientate all'ottimismo le attese sugli investimenti per il 2024, prevalentemente nei servizi. Le ultime rilevazioni dell'Istat confermano il miglioramento dei giudizi sull'accesso al credito e sulle attese sulla liquidità, che hanno mostrato un'inversione a partire dal trimestre finale del 2023. Tali andamenti sono coerenti con l'andamento dell'indicatore sulle difficoltà di accesso al mercato del credito dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio, che segnala nei trimestri più recenti un graduale ripiegamento delle tensioni, dai massimi dello scorso anno (fig. 10). Secondo l'indagine Bank Landing Survey (BLS) condotta dalla Banca d'Italia il trimestre scorso, i criteri di offerta sui prestiti alle imprese sono rimasti stabili ed è proseguito per il quinto trimestre consecutivo il calo della domanda di credito, a riflesso di un maggior ricorso all'autofinanziamento e di un minore fabbisogno per gli investimenti fissi.

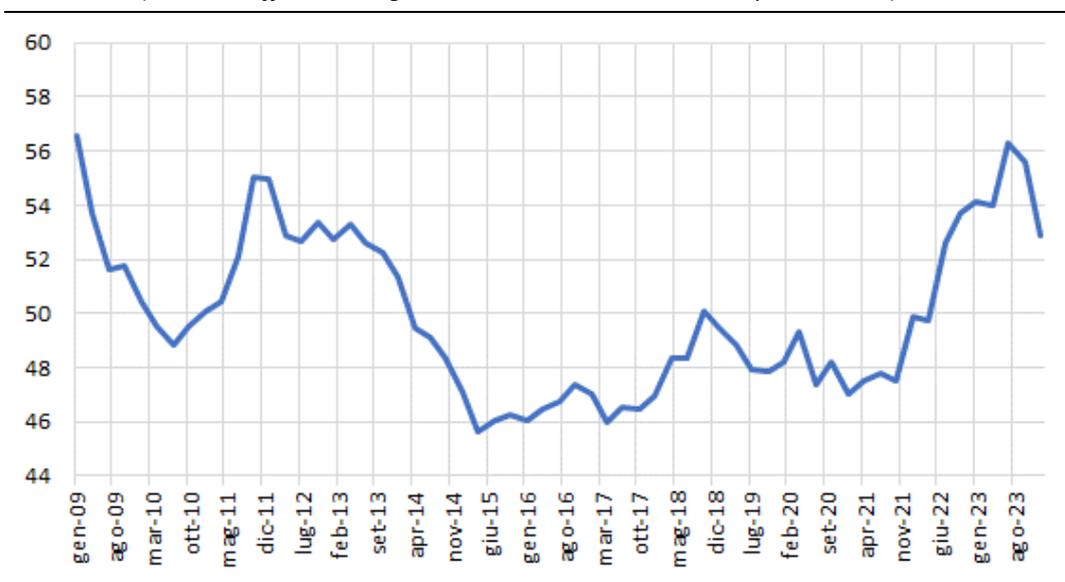
Secondo la rilevazione dell'Istat sulla capacità utilizzata e sugli ostacoli alla produzione delle imprese, il grado di utilizzo degli impianti nel quarto trimestre si è ridotto di circa un punto, collocandosi al 75,5 per cento (su livelli osservati per l'ultima volta nel 2020), a conferma di una tendenza in atto dalla seconda metà del 2022. Nondimeno, è diminuita nel secondo semestre del 2023 la quota di imprese che segnalano ostacoli alla produzione, seppure rimane rilevante la scarsità di manodopera.

La restrizione monetaria sembra trasmettere i propri effetti al mercato immobiliare: gli agenti intervistati fra gennaio e febbraio per l'indagine congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotta dalla Banca d'Italia, segnalano persistenti difficoltà di accesso ai mutui, con percentuali di risposte negative ancora elevate rispetto alla media 2014-19. I

risultati dell'inchiesta trovano riscontro negli andamenti dei prestiti bancari erogati alle famiglie, che sono in diminuzione dall'estate del 2023. Sulla base di quanto riportato nell'ultima BLS della Banca d'Italia, nell'ultimo semestre si è fortemente ridotta la domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie, ma si attende un recupero lieve a partire dal secondo trimestre del 2024.

Sul fronte dell'attivo bancario, l'incidenza dei crediti deteriorati è rimasta sostanzialmente stabile lo scorso anno, su livelli contenuti. Quanto alla raccolta, gli istituti hanno fronteggiato una flessione dei depositi di residenti, in parte compensata dall'aumento della componente obbligazionaria, in un contesto di ricomposizione dei portafogli da parte dei risparmiatori.

**Fig. 10** – Indicatore UPB sulle difficoltà di accesso al credito (1)  
(indice di diffusione; soglia tra condizioni restrittive ed espansive = 50)



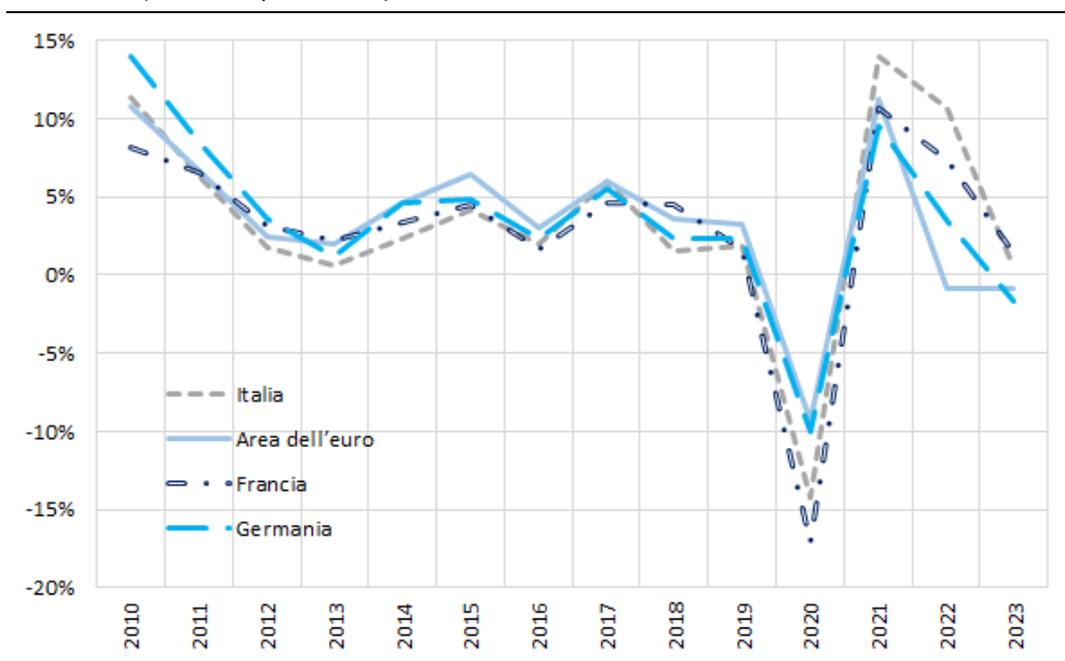
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

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

### ***Si prospetta un recupero degli scambi commerciali dell'Italia***

L'indebolimento del commercio mondiale del 2023 si è riflesso sulle esportazioni dell'Italia, che hanno rallentato allo 0,2 per cento (fig. 11); la componente dei servizi (8,3 per cento), favorita in gran parte dai notevoli afflussi di turisti stranieri, ha pressoché compensato la flessione di quella di beni (-1,0 per cento). A partire dall'estate le vendite all'estero hanno ripreso vigore, anche più che in altri paesi europei; in autunno l'incremento congiunturale delle esportazioni italiane (1,2 per cento) è risultato infatti in controtendenza rispetto alla flessione della Germania (-1,6 per cento) e più favorevole rispetto alla dinamica piatta per la Francia e l'area euro; le vendite all'estero dell'Italia hanno beneficiato negli ultimi mesi di una tendenza al deprezzamento del tasso reale di

**Fig. 11** – Esportazioni totali dell'area dell'euro e delle principali economie (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

cambio relativamente più marcata rispetto alle principali economie dell'area. In rapporto ai valori pre-crisi, le esportazioni italiane in volume nell'ultimo scorcio del 2023 si sono mantenute al di sopra di quelle dei principali *partner* con i quali condividono la valuta.

Riguardo ai mercati di sbocco, i dati sui beni indicano che nella media del 2023 le esportazioni dell'Italia all'interno dell'Unione europea sono risultate meno vivaci di quelle con destinazioni extra-UE. In riferimento alle tipologie di beni, dinamiche favorevoli si sono registrate per le vendite all'estero di prodotti agricoli e alimentari a fronte di cali per quelli energetici, farmaceutici e dell'industria del legno.

Le inchieste qualitative prospettano nel complesso un rafforzamento degli scambi con il resto del mondo nel breve termine: nella media gennaio-marzo i giudizi sugli ordinativi esteri sono migliorati rispetto al quarto trimestre dello scorso anno; anche gli indici PMI sull'export (clima e ordini) hanno proseguito la fase di recupero iniziata nella seconda metà del 2023, pur collocandosi su livelli non ancora espansivi.

La variazione delle importazioni in volume è risultata negativa nel 2023 (-0,5 per cento) e ha interessato gli acquisti dall'estero di tutte le tipologie di beni, ad eccezione di quelli strumentali. Tali andamenti hanno contribuito al rapido incremento del saldo commerciale, che nel 2023 è tornato positivo per circa 29 miliardi di euro (da un deficit di 32 miliardi nel 2022). Lo scorso anno si è registrato inoltre un miglioramento nelle ragioni di scambio con l'estero, a riflesso di una crescita del deflatore delle esportazioni di beni e servizi (1,8 per cento) e di un marcato calo di quello delle importazioni (-5,7 per cento). Nell'ultimo scorcio del 2023, le importazioni hanno segnato un recupero congiunturale

lieve (0,2 per cento rispetto alla media dei mesi estivi), per cui la più vivace dinamica delle esportazioni ha determinato un contributo positivo della domanda estera netta alla crescita del PIL (0,4 per cento).

### ***La manifattura è debole, ma le prospettive sono favorevoli***

Il quadro degli indicatori di offerta al momento disponibili appare eterogeneo. L'attività industriale è debole, ma le inchieste qualitative prospettano un recupero; specularmente, l'edilizia eredita dall'anno scorso volumi elevati nell'attesa di un graduale rallentamento. Il quadro è poi reso incerto dal contesto internazionale, con il perdurare dei conflitti in Ucraina e in Medio Oriente. Molte imprese segnalano tempi di consegna più lunghi come freno all'*export*, in concomitanza con gli attacchi degli Houthi nel Mar Rosso; secondo l'ultima Indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, circa un'impresa su tre dell'industria in senso stretto ha subito ritardi nell'approvvigionamento di fattori della produzione o maggiori costi di trasporto nel trimestre scorso a causa della chiusura delle rotte commerciali navali nel Mar Rosso.

Il quarto trimestre del 2023 si è chiuso con una flessione congiunturale della produzione industriale, che è proseguita in media nei primi due mesi del 2024. Tuttavia il PMI manifatturiero ha recentemente mostrato segnali di recupero, superando in marzo la soglia di 50 (che delimita le fasi di espansione e di contrazione) al di sotto della quale si era stabilmente collocato a partire dal secondo trimestre dello scorso anno. Analogamente, l'indice Istat di fiducia del comparto in marzo ha segnato un incremento mensile pari a circa un punto, eccedendo il valore medio registrato nel secondo semestre del 2023.

La produzione delle costruzioni nel corso del 2023 è cresciuta a ritmi molto elevati, come nell'ultimo triennio. In gennaio l'attività si è ulteriormente rafforzata (3,7 per cento su base mensile), portando l'indice su livelli inediti nell'ultimo decennio e prossimi ai massimi storici raggiunti alla fine del 2006. Le valutazioni delle imprese edili restano complessivamente favorevoli. L'indice sul clima di fiducia dell'Istat si è rafforzato in marzo, a fronte di una crescita per la componente degli edifici e delle costruzioni specializzate, mentre resta in flessione l'indice relativo all'ingegneria civile. L'indice PMI delle costruzioni è invece diminuito in marzo, attestandosi poco oltre la soglia di 50, che delimita l'espansione; in termini settoriali il PMI è peggiorato soprattutto per quanto attiene alle opere di ingegneria civile. Riguardo al settore immobiliare, in base al sondaggio sul mercato delle abitazioni condotto in gennaio e febbraio da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, la domanda di case rimane debole e contestualmente flettono gli incarichi a vendere, anche a causa della preferenza da parte dei proprietari per gli affitti brevi.

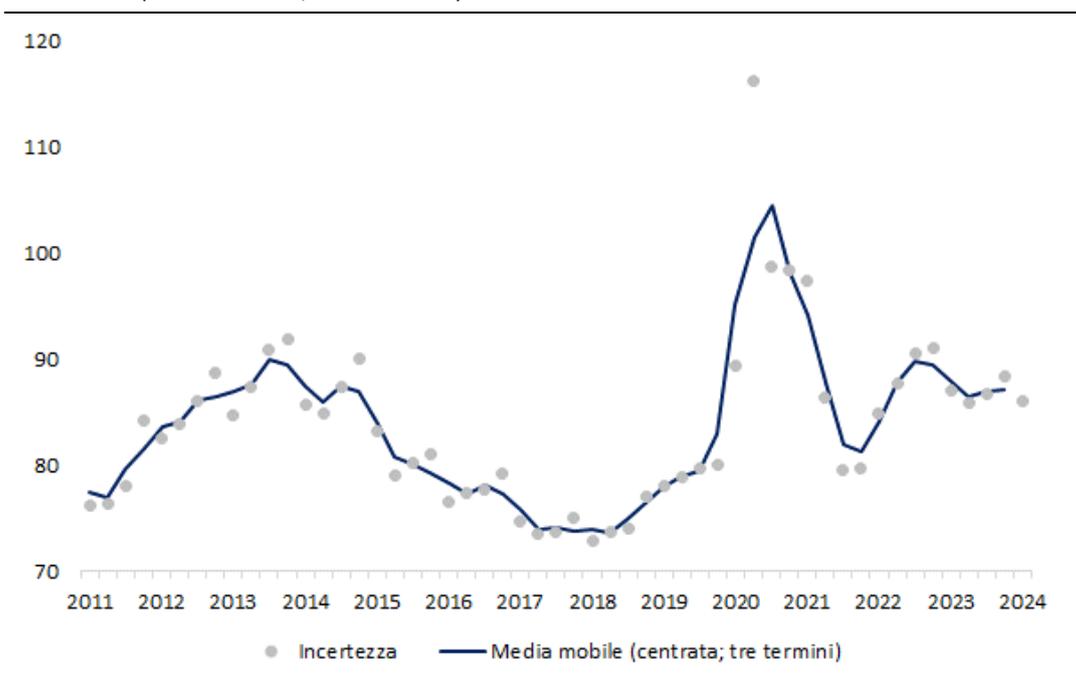
Nel terziario il valore aggiunto è diminuito nel trimestre finale del 2023 (-0,1 per cento in termini congiunturali); nel complesso dell'anno è comunque aumentato dell'1,6 per cento, una dinamica quasi doppia rispetto al PIL. Le inchieste sembrano prospettare un rafforzamento dell'attività dei servizi nel breve periodo: il PMI si colloca da gennaio sopra la soglia di demarcazione tra espansione e contrazione e in marzo si è ulteriormente irrobustito; similmente, l'indice di fiducia dei servizi di mercato dell'Istat in marzo ha recuperato la forte contrazione occorsa in febbraio, attestandosi nella media del trimestre sui livelli più elevati dal 2022.

Quanto alla natalità d'impresa, secondo i dati Movimprese di Infocamere nel 2023 le registrazioni sono ancora diminuite, in linea con la tendenza decrescente dell'ultimo decennio; il saldo fra iscrizioni e cessazioni è positivo, per oltre 42.000 unità, ma in calo rispetto al 2022 per oltre dieci punti percentuali. Sulla base dei dati di fonte Istat, i fallimenti sono risultati sostanzialmente stabili nei primi tre trimestri rispetto allo stesso periodo del 2022; le registrazioni sono cresciute nei servizi riducendosi nell'industria.

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 primo trimestre del 2024 un incremento rispetto alla media ottobre-dicembre, interrompendo la tendenza decrescente intrapresa dal secondo trimestre del 2023.

L'incertezza di famiglie e imprese, secondo la misura elaborata dall'UPB, si è lievemente attenuata, grazie ai miglioramenti registrati sia nella componente relativa alle famiglie sia in quella delle imprese (fig. 12).

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



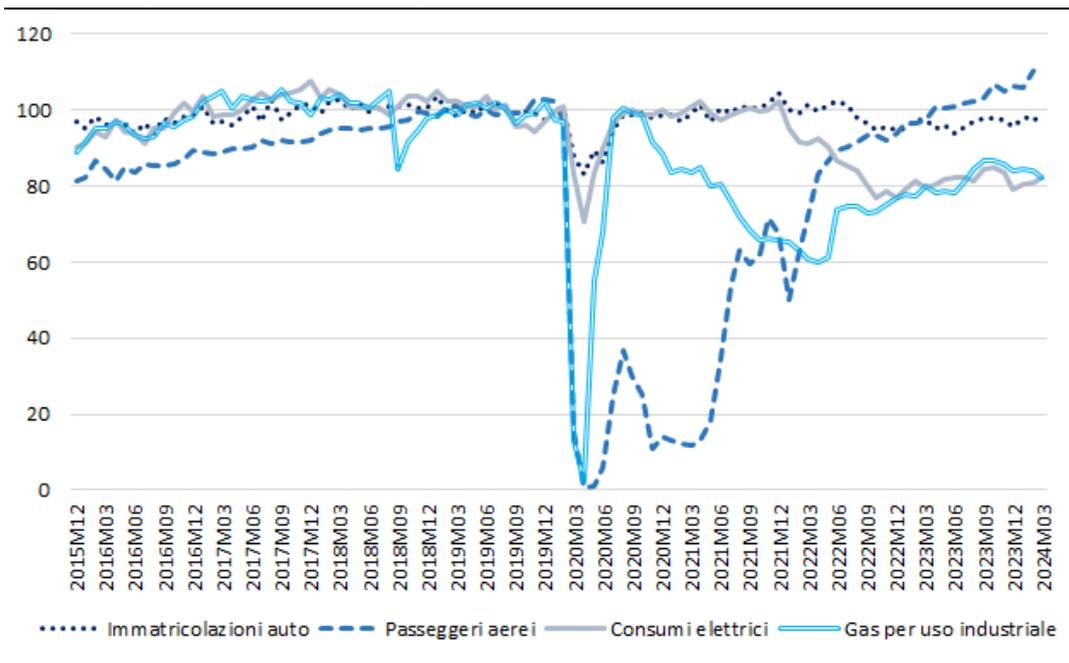
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### Le indicazioni più recenti e le previsioni di breve termine

Le variabili quantitative mensili più tempestive prospettano nel breve termine una fase ciclica ancora in moderata espansione. I consumi elettrici e di gas per uso industriale, dopo la flessione osservata a partire dalla scorsa estate sulla scia delle turbolenze che hanno investito i mercati energetici, hanno recuperato nei primi mesi del 2023 e si sono poi stabilizzati, sebbene su livelli inferiori a quelli pre-pandemia anche in relazione alla diversificazione operata dalle imprese sulle fonti energetiche. Parallelamente le immatricolazioni di autoveicoli si sono riprese, dopo il periodo critico del blocco delle catene del valore, ma rimangono su livelli inferiori a quelli del 2019. Il flusso di passeggeri aerei continua a irrobustirsi e ha superato ormai da un anno il valore pre-pandemia (fig. 13).

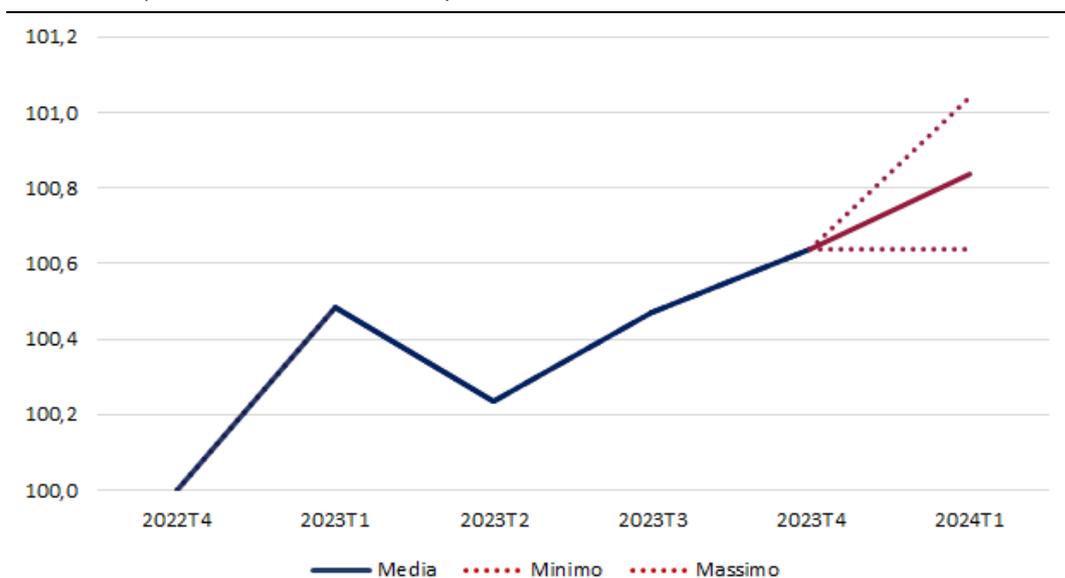
Secondo le stime dell'UPB nel primo trimestre di quest'anno il PIL sarebbe cresciuto di circa 0,2 punti percentuali, similmente ai due trimestri precedenti; l'incertezza attorno a queste stime è ampia (fig. 14), anche in relazione alla recente revisione dei dati di contabilità nazionale e della difficoltà di quantificazione degli investimenti, soprattutto nel settore delle costruzioni. In particolare, è difficile stimare l'entità del possibile contro-*shock* legato alla revisione degli incentivi nel comparto edile, considerando che la produzione delle costruzioni di gennaio è risultata molto elevata. La manifattura ha iniziato l'anno con una flessione non marginale, ma le indicazioni qualitative stanno migliorando; i servizi scontano l'atteggiamento prudente delle famiglie, sebbene le prime evidenze sugli afflussi turistici nel periodo di Pasqua, quest'anno in marzo, suggeriscano un andamento vivace del settore.

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



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

**Fig. 14** – Previsioni di breve termine del PIL (1)  
(numero indice 2022T4=100)



(1) Le previsioni del PIL sono ottenute con i modelli di breve termine dell'UPB (per maggiori dettagli si veda <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf>).

### ***Il rafforzamento dell'occupazione non induce significative tensioni salariali***

Lo scorso anno è proseguito l'aumento delle ore lavorate, benché in rallentamento rispetto ai ritmi sostenuti che avevano caratterizzato il biennio successivo alla crisi pandemica. Nel 2023 la variazione dell'input di lavoro (2,3 per cento) ha sopravanzato quella del PIL, per cui l'elasticità apparente al prodotto è risultata superiore all'unità. A tale risultato hanno concorso sia il comparto manifatturiero sia quello dei servizi, per i quali le ore sono aumentate nonostante la debolezza del valore aggiunto; l'elasticità delle ore di lavoro all'attività economica è invece risultata inferiore all'unità nelle costruzioni. Rispetto al periodo pre-pandemia (quarto trimestre del 2019) il recupero è comunque simile a quello del PIL per le unità di lavoro standard e più basso per le persone occupate.

Nel quarto trimestre il mercato del lavoro si è rafforzato, a fronte di livelli di attività moderati. L'espansione delle ore lavorate (0,8 per cento, da 0,5 nei precedenti tre mesi) è stata interamente trainata dal balzo nei servizi, nonostante la più moderata dinamica delle ore per addetto. Il marcato incremento delle persone occupate, circoscritto al settore dei servizi, ha infatti indotto una attenuazione delle ore lavorate pro capite nel complesso dell'economia, a fronte di un leggero recupero nel comparto industriale.

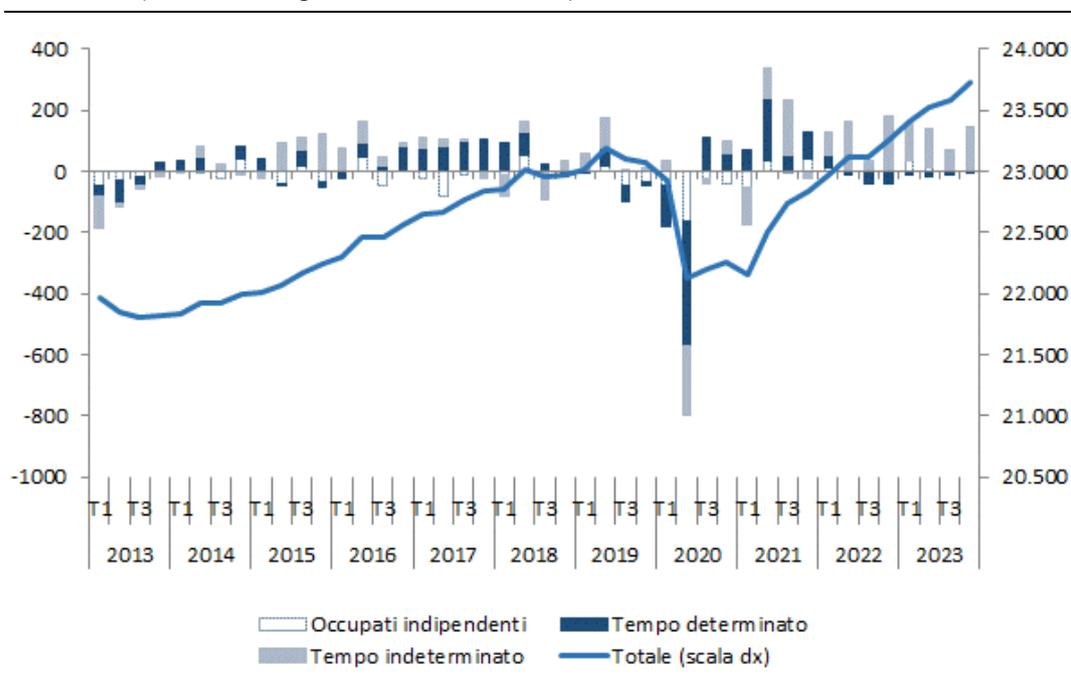
Il numero di occupati ha accelerato nel quarto trimestre (0,6 per cento secondo la Rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro), sospinto in massima parte dalla componente a carattere permanente (0,9 per cento); è contestualmente proseguita la flessione, che

perdura dal secondo trimestre del 2022, dell'occupazione a termine, ritornata sotto i livelli precedenti la crisi pandemica; il contributo del lavoro autonomo è stato nullo (fig. 15).

Lo scorso anno il consistente aumento del numero di persone occupate (oltre 440.000 individui, 1,9 per cento) è stato trainato in misura simile dalle due componenti di genere. Il tasso di occupazione (15-64 anni) ha raggiunto un livello storicamente elevato (61,4 per cento, dal 60,2 in media nel 2022); la distanza rispetto all'area euro (al 70,1 per cento) si è ridotta di oltre mezzo punto percentuale, ma il divario resta comunque significativo, in particolare per il tasso di occupazione femminile (più basso di circa 13 punti percentuali rispetto alla media dell'area).

A conferma di queste indicazioni, secondo i dati di flusso tratti dall'Osservatorio INPS sul precariato nel settore privato non-agricolo, lo scorso anno sono state create oltre 100.000 nuove posizioni lavorative (al netto delle cessazioni), per quasi due terzi a tempo indeterminato; l'incremento di quest'ultima tipologia di contratti è derivato soprattutto dalla marcata diminuzione delle cessazioni. L'aumento delle posizioni lavorative a termine ha riflesso la necessità di recuperare la forte contrazione del 2022 (le attivazioni nette si erano ridotte di circa il 90 per cento), anche per il considerevole aumento delle trasformazioni a tempo indeterminato. La creazione di posti di lavoro è avvenuta soprattutto nei servizi, che hanno contribuito per oltre due terzi al totale delle posizioni create lo scorso anno, in prevalenza a tempo indeterminato (tranne che nel turismo, in cui l'incremento ha riguardato per metà i contratti a termine).

**Fig. 15** – Occupazione dipendente e indipendente  
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



Fonte: Istat.

Sulla base di informazioni preliminari nel bimestre gennaio-febbraio del 2024 l'occupazione è cresciuta appena (0,1 per cento) rispetto ai livelli medi del trimestre finale del 2023. L'aumento dei lavoratori alle dipendenze, soprattutto a tempo indeterminato, ha bilanciato la flessione degli autonomi.

Nel 2023 i trattamenti di integrazione salariale si sono notevolmente ridotti, di circa un terzo rispetto all'anno precedente. L'effettivo utilizzo di questi strumenti rispetto alle ore autorizzate è ancora diminuito: il numero di beneficiari si è normalizzato, insieme alle ore medie *pro capite* (pari a circa 40 in media nel 2023). Nel primo bimestre di quest'anno le richieste di integrazione salariale hanno tuttavia mostrato una risalita (rispetto all'analogo periodo di un anno prima), soprattutto per il maggiore utilizzo della Cassa integrazione guadagni (CIG) e dei fondi di solidarietà nell'industria in senso stretto. La necessità di preservare la base occupazionale in vista di una possibile ripresa ciclica potrebbe aver indotto le imprese manifatturiere a trattenere lavoratori, pure a discapito di un temporaneo calo della produttività, per via delle attuali difficoltà di reperire forza lavoro qualificata (si veda il Riquadro "Alcune evidenze sul *labour hoarding* derivanti dalle inchieste presso le imprese"). La riduzione degli strumenti di integrazione salariale largamente al di sotto dei valori pre-crisi è invece proseguita nelle costruzioni.

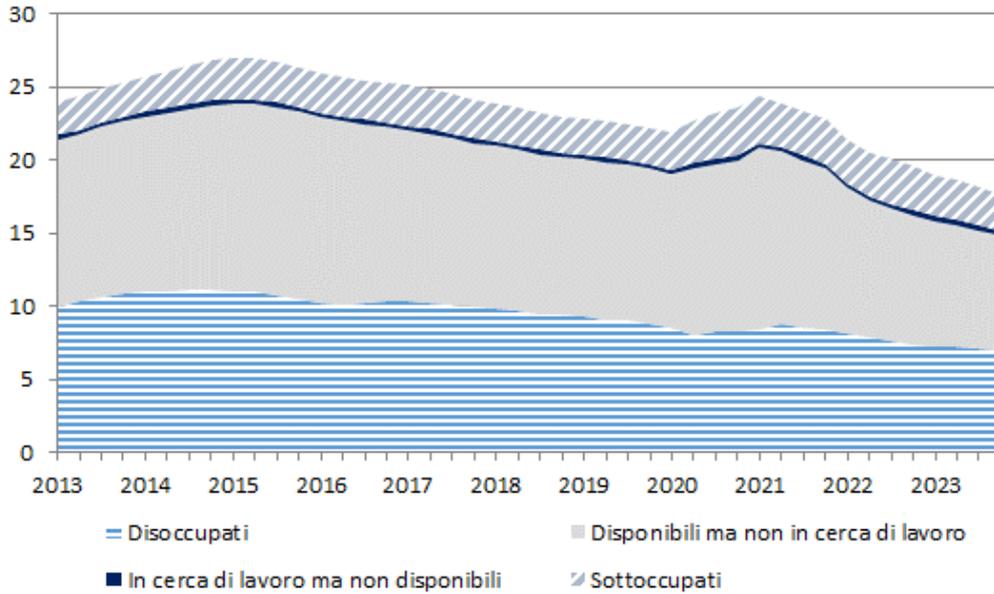
Nel trimestre finale dello scorso anno si è accentuata la flessione del numero di persone in cerca di occupazione, pressoché in eguale misura per le due componenti di genere e tra le classi di età. L'offerta di lavoro si è comunque ampliata (0,4 per cento), poiché l'aumento dell'occupazione è stato superiore rispetto alla diminuzione delle persone che cercano un impiego; il tasso di attività (15-64 anni) ha raggiunto un nuovo massimo (al 66,9 per cento), anche a riflesso del perdurante calo della popolazione in età da lavoro. Grazie al rialzo appena più forte del tasso di occupazione, il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito (al 7,4 per cento, 7,7 in media d'anno) ed è rimasto sostanzialmente invariato nel bimestre iniziale di quest'anno.

La maggiore domanda di lavoro ha favorito la riduzione dell'ampia area di individui inattivi, incoraggiando l'ingresso nelle forze di lavoro soprattutto di quanti si dichiarano disponibili a lavorare ma non in cerca di un impiego. Si è pertanto registrata una diminuzione del tasso di inattività e quindi del complessivo inutilizzo del fattore lavoro (al 17,7 per cento nel quarto trimestre; fig. 16). Il divario tra la domanda e l'offerta di lavoro, misurato dal tasso di posti vacanti, si è stabilizzato su livelli elevati nei maggiori comparti produttivi (fig. 17).

Nello scorcio finale dello scorso anno le retribuzioni contrattuali orarie hanno accelerato al 4,5 per cento su base tendenziale, prevalentemente per l'erogazione anticipata dell'indennità di vacanza contrattuale ai dipendenti delle amministrazioni statali. L'incremento è stato più contenuto nel settore privato (3,1 per cento), nonostante un rinnovo del contratto nel comparto del credito su dinamiche relativamente favorevoli. Nello stesso periodo le retribuzioni di fatto hanno invece rallentato (1,0 per cento, da oltre 2,0 nel precedente trimestre), ancora al di sotto dei salari contrattuali. La crescita del

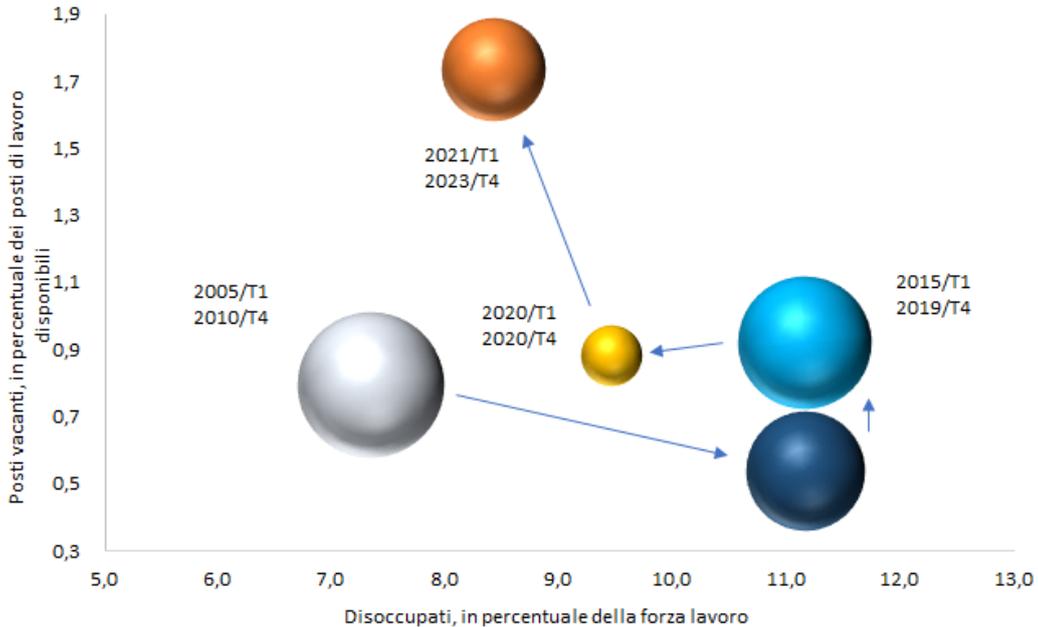
CLUP si è attenuata nel trimestre finale del 2023 grazie alla dinamica più contenuta dei redditi per ora lavorata, che ha bilanciato la variazione negativa della produttività oraria.

**Fig. 16** – 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. 17** – 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.

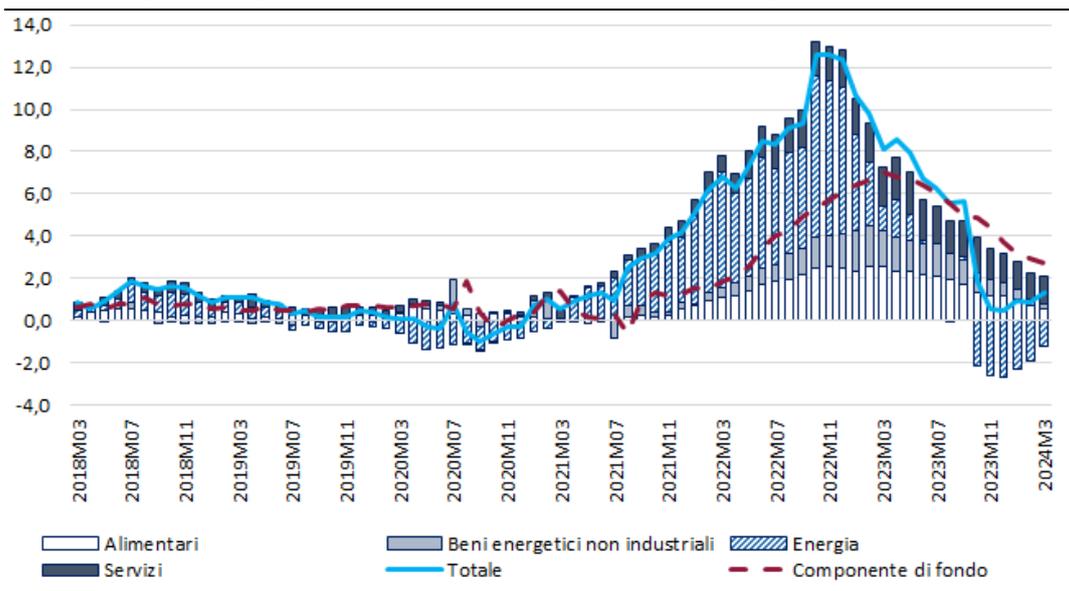
Nella media dello scorso anno è proseguita la dinamica in attenuazione delle retribuzioni di fatto, rilevate dalla contabilità nazionale; le retribuzioni contrattuali orarie hanno invece accelerato (3,1 per cento in media) e aumenterebbero in misura moderata nel primo semestre di quest'anno, tenendo conto delle disposizioni contenute nei contratti in vigore fino allo scorso dicembre.

### ***L'inflazione si mantiene inferiore a quella dell'area dell'euro***

A partire dall'autunno le spinte inflazionistiche si sono attenuate e le dinamiche salariali sono rimaste contenute, anche in virtù di aspettative sui prezzi moderate. Rimane elevata l'incertezza sul rientro delle componenti di prezzo più persistenti, quali quelle dei servizi e degli alimentari.

Dopo oltre un trimestre di dinamica dei prezzi inferiore all'uno per cento, in marzo la variazione tendenziale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (NIC) si è rafforzata, come atteso in virtù degli effetti base; secondo i dati provvisori l'inflazione è aumentata all'1,3 per cento (dallo 0,8 di febbraio), principalmente per la flessione più contenuta dei prezzi dei beni energetici regolamentati (-10,8 per cento, da -17,3). Resta elevata l'inflazione dei beni alimentari e di conseguenza quella del cosiddetto "carrello della spesa" (3,0 per cento in marzo, dal 3,4) così come quella dei servizi, dove si osserva un incremento, a causa dei rincari nei trasporti (4,4 per cento dal 3,8 di febbraio) (fig. 18).

**Fig. 18** – Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), contributi delle componenti e componente di fondo (1)  
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte. elaborazioni su dati Eurostat.

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

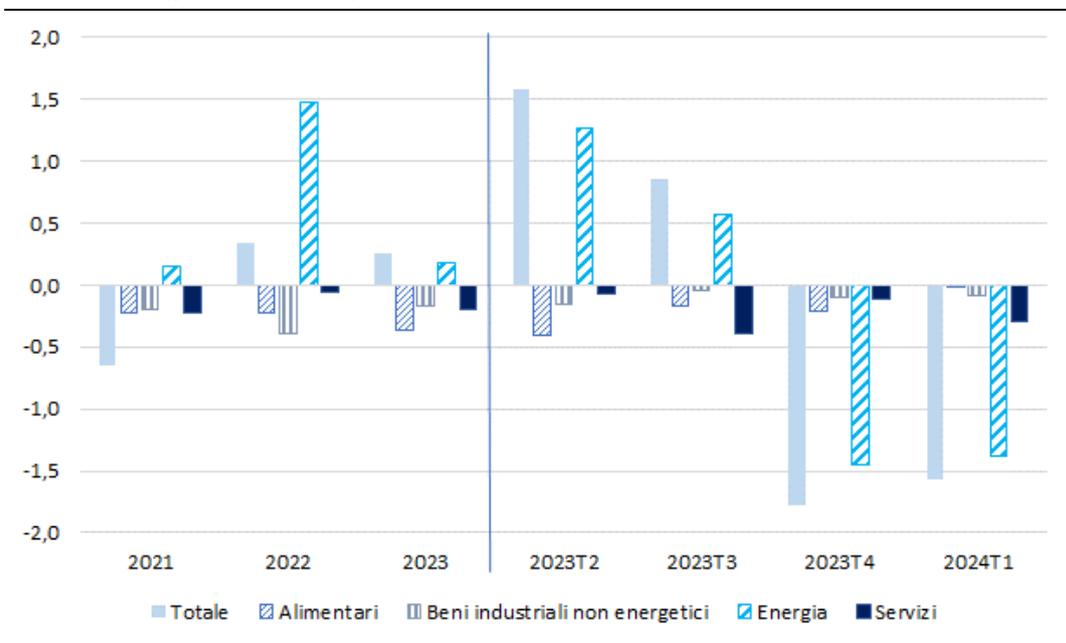
L'inflazione calcolata sull'indice armonizzato europeo è tornata simile a quella nazionale, essendosi annullato il differenziale che si era aperto tra le due misure al picco dell'impennata dei prezzi. La componente di fondo dell'inflazione italiana è pressoché stabile, intorno al 2,5 per cento, risentendo della persistenza delle voci sui servizi. L'inflazione acquisita per il 2024 è pari allo 0,6 per cento per l'indice generale e all'1,3 per la componente di fondo.

La variazione dei prezzi al consumo in Italia resta inferiore a quella dell'area dell'euro (2,4 per cento in marzo); il differenziale (-1,6 nel primo trimestre dell'anno) si è invertito dalla fine dello scorso anno (fig. 19), principalmente per il contributo negativo delle voci energetiche, che hanno scontato un effetto base al ribasso per l'Italia, ma anche per le dinamiche nei servizi.

La diffusione dell'ondata inflazionistica continua ad attenuarsi: nei primi due mesi del 2024 il 42 per cento delle voci di spesa ha mostrato variazioni di prezzo tra l'uno e il tre per cento sui dodici mesi e l'inflazione estrema (sopra il cinque per cento) ha interessato solo per il 14 per cento del paniere (fig. 20).

Le spinte inflazionistiche a monte della catena di produzione stanno rientrando. Sono in forte riduzione i prezzi importati (-7,0 per cento su base annua in gennaio) e quelli alla produzione nell'industria (-10,7 per cento in febbraio), sulla scia dei ribassi nel comparto energetico. Al contrario è proseguito il moderato rialzo dei prezzi alla produzione nei

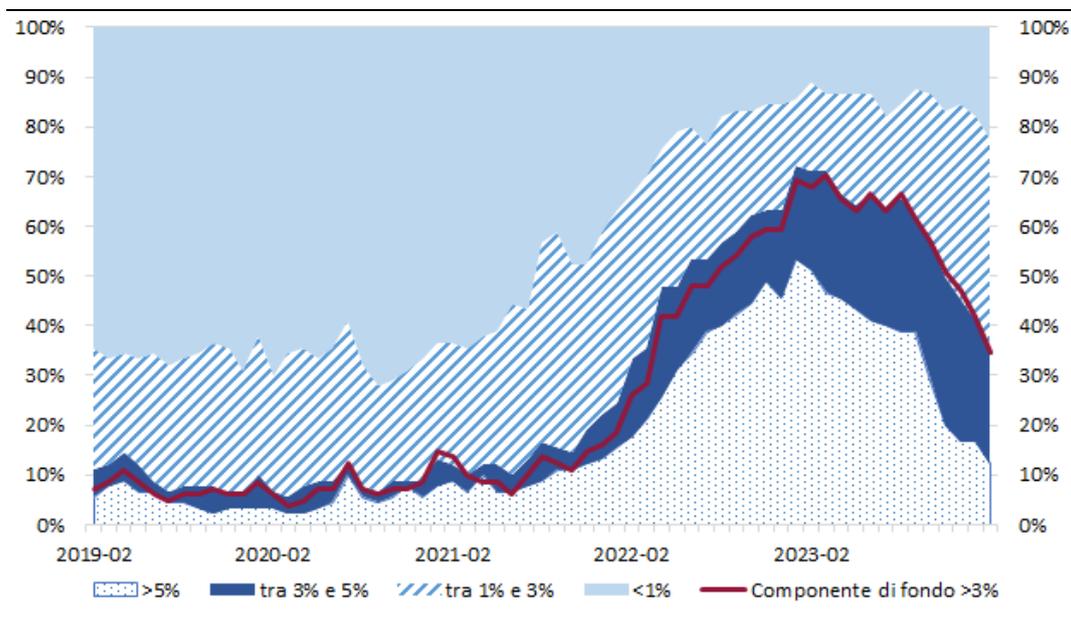
**Fig. 19** – Differenziali di inflazione dell'Italia rispetto all'area dell'euro (1)  
(differenze in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

**Fig. 20** – Incidenza di voci elementari del paniere dell’IPCA con determinate variazioni dei prezzi  
(quote percentuali)



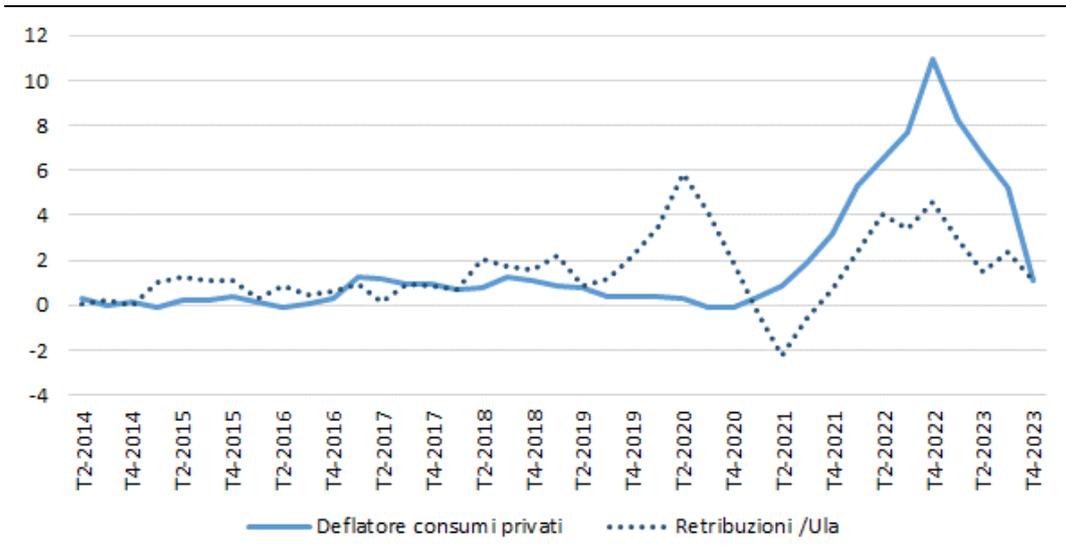
Fonte. elaborazioni su dati Eurostat.

servizi (3,1 per cento nel 2023), che riflette andamenti eterogenei tra i diversi comparti; ad esempio i prezzi dei noleggi di autoveicoli sono aumentati del 7,5 per cento, mentre quelli per il trasporto aereo di merci si sono ridotti del 22,5 per cento.

L’allentamento delle pressioni sui prezzi, lungo tutta la catena di produzione, si ripercuote sulle aspettative di consumatori e imprese, che non prefigurano nuove tensioni. Una percentuale preponderante di imprese (82,4 per cento) rilevata nelle indagini Istat si attende prezzi stabili nei prossimi mesi e solo un decimo circa degli intervistati prefigura una ripresa dell’inflazione. I direttori degli acquisiti rilevati per l’indice PMI confermano che all’avvio del 2024 i prezzi di acquisto hanno continuato a calare, principalmente grazie al crollo dei costi delle materie prime, per cui i prezzi di vendita avrebbero subito sconti rilevanti. Anche l’indagine trimestrale della Banca d’Italia sulle aspettative di inflazione e crescita segnala una riduzione delle attese delle imprese; le aspettative sull’inflazione al consumo nei vari orizzonti temporali sono scese all’1,5 per cento, il valore più basso dal 2021. Si vanno normalizzando anche le attese sull’inflazione delle famiglie, per le quali si chiude il divario tra la crescita salariale e quella dei prezzi al consumo (fig. 21), ampliandosi in misura rilevante nell’ultimo biennio.

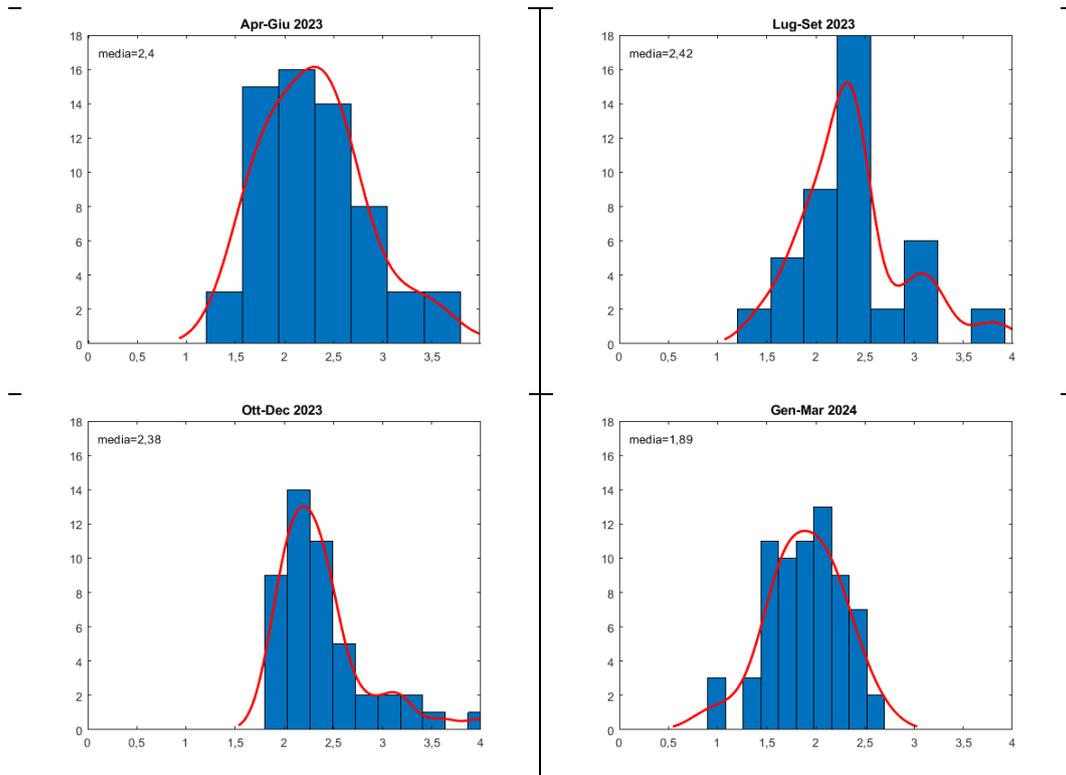
Il rientro dell’inflazione è stato più intenso di quanto anticipato la scorsa primavera, quando non si prefigurava un crollo delle componenti energetiche. Le attese dei previsori di mercato delineano ora prospettive migliori di quelle dell’ultimo anno e meno disperse, a riprova di una minore incertezza sulla flessione dell’inflazione verso valori non superiori al due per cento (fig. 22).

**Fig. 21** – Retribuzioni per unità di lavoro dipendente e deflatore dei consumi privati (variazioni percentuali tendenziali)



Fonte: Istat

**Fig. 22** – Previsioni degli analisti privati sull’inflazione in Italia nel 2024 (1)



Fonte: elaborazioni su dati di Consensus Economics.

(1) Ogni grafico riporta la distribuzione delle attese nell’ultimo anno.

## Riquadro – Alcune evidenze sul *labour hoarding* derivanti dalle inchieste presso le imprese

Nel periodo della pandemia i Governi si sono trovati ad affrontare due grandi sfide: contenere la diffusione del virus e limitare gli impatti avversi sull'attività economica e sul mercato del lavoro. Le istituzioni hanno reagito, sia con il massiccio ricorso a schemi di integrazione salariale sia con l'attivazione di nuovi programmi di investimento.

Le risposte approntate a livello nazionale e internazionale hanno fatto sì che nel triennio 2020-22 a forti oscillazioni della produzione si affiancassero effetti più contenuti sull'occupazione. Lo scorso anno, al contrario, a una crescita modesta del prodotto in Europa ha fatto riscontro una dinamica relativamente più vivace del mercato del lavoro: a un PIL cresciuto dello 0,5 per cento nell'area dell'euro si è contrapposta un'espansione degli occupati dell'1,2 per cento. In Italia il fenomeno è stato simile, in quanto a un incremento del PIL dello 0,9 per cento è seguito un aumento circa doppio degli occupati. Viceversa, negli Stati Uniti l'espansione del PIL del 2,5 per cento si è realizzata con una crescita dell'occupazione inferiore (1,7 per cento).

Ampliando il periodo di osservazione, negli ultimi tre decenni il legame tra la crescita del PIL e degli occupati è stato in Europa debole e inferiore a quello degli Stati Uniti. A tali differenze concorrono fattori istituzionali e politiche pubbliche, che incidono sulla rigidità del mercato del lavoro; ad esempio, in Europa vi è un assetto istituzionale che in caso di crisi tende a proteggere direttamente il posto di lavoro, mentre negli Stati Uniti c'è più mobilità occupazionale e si protegge piuttosto il reddito tramite sussidi. In Europa la relazione con i livelli produttivi è più stretta utilizzando come misura dell'input le ore lavorate; da alcune semplici stime emerge infatti che per il complesso dei paesi UE il legame tra la variazione delle ore lavorate (che dipendono anche dalle ore per addetto, quindi dal margine intensivo) e quella del PIL è circa quattro volte più forte di quella del margine estensivo, misurato dal numero di occupati (per l'Italia il rapporto arriva a 8)<sup>2</sup>. La differente intensità del legame tra le due misure di input di lavoro e prodotto è particolarmente evidente nelle fasi recessive, come la Crisi Globale Finanziaria, la successiva crisi dei debiti sovrani e la recente recessione indotta dal COVID-19<sup>3</sup>.

Concentrandosi sugli anni più recenti, la figura R1 mostra come dalla pandemia alla fine del 2023 l'occupazione abbia risentito meno della dinamica corrente del PIL, mentre la variabilità delle ore lavorate è risultata più accentuata e paragonabile a quella del PIL.

Lo scostamento tra la dinamica delle ore lavorate e il numero di occupati ha effetti rilevanti sulle misure di produttività del lavoro che mostrano infatti, specialmente negli ultimi anni, un andamento significativamente diverso a seconda dell'indicatore utilizzato (il numero di occupati o le ore; fig. R2)<sup>4</sup>.

Alla base della differente dinamica tra gli occupati e le ore lavorate vi è il fenomeno del *labour hoarding*, ovvero del mantenimento da parte delle imprese dei lavoratori in eccesso rispetto alle esigenze produttive, soprattutto nei periodi di domanda debole. La ragione di questa scelta risiede nell'esigenza di contenere i costi, monetari e non, di uscita e di entrata di nuovi lavoratori, mantenendo le competenze e le informazioni sui processi produttivi all'interno dell'impresa ed

<sup>2</sup> Per il complesso dei paesi europei si è proceduto effettuando stime *panel* robuste con effetti fissi del tasso di crescita dell'input (sia occupazione sia ore lavorate) rispetto al tasso di crescita del PIL nel periodo che va dal primo trimestre del 1995 al quarto trimestre del 2023; le regressioni controllano per alcune altre variabili quali la crescita ritardata, una dummy per l'anno di scoppio della pandemia nonché una dummy per i trimestri e i paesi che hanno utilizzato i fondi SURE (*The European instrument for temporary support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). A fronte di un coefficiente stimato nell'equazione tra PIL e occupati di 0,16 si passa a uno di 0,62 nell'equazione tra PIL e ore lavorate. Per il caso specifico dell'Italia le stime OLS robuste, effettuate controllando per la variazione ritardata del PIL e per la dummy 2020, mostrano una relazione contemporanea tra la variazione degli occupati e la variazione del PIL pari a 0,15, mentre il coefficiente che lega la dinamica delle ore lavorate a quella del PIL è 1,2.

<sup>3</sup> Sono stati condotti vari test per *break* strutturali sia sul complesso del *panel* sia singolarmente sull'Italia.

<sup>4</sup> Si veda al riguardo anche Banca centrale europea (2024) "The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth", *Economic Bulletin Issue 1*.

eliminando il rischio di non trovare le adeguate figure professionali quando torneranno le esigenze di produzione.

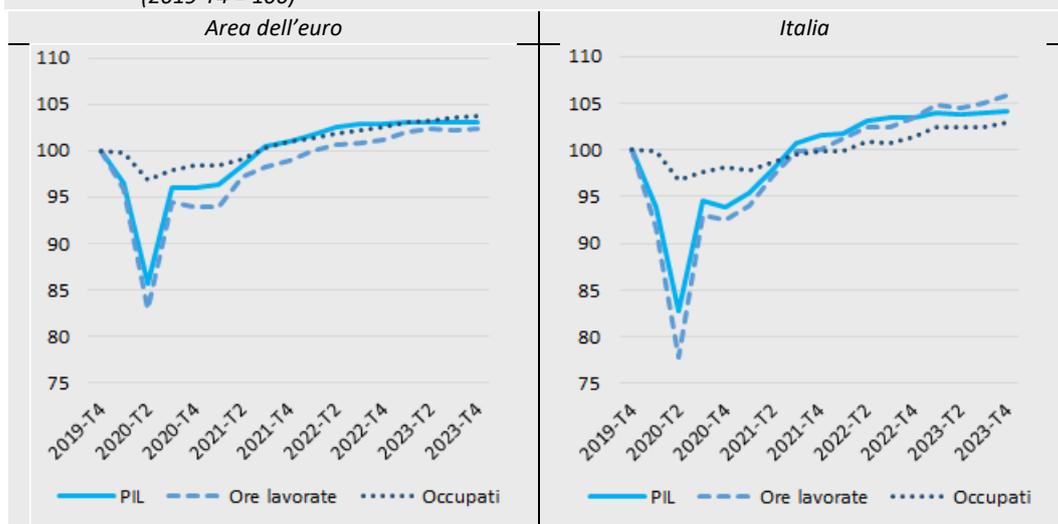
Il *labour hoarding* aiuta a stabilizzare la domanda aggregata di lavoro durante le crisi, ma in periodi di crescita economica lenta aumenta la probabilità che le imprese diventino meno dinamiche e che siano costrette in seguito a ridurre bruscamente il personale. In secondo luogo, il *labour hoarding* rappresenta una forma di sottoutilizzo della forza lavoro, con un potenziale impatto negativo sulla produttività.

Nonostante la rilevanza economica del *labour hoarding*, non esistono indicatori ufficiali che lo misurano direttamente, ma solo alcune approssimazioni che tuttavia possono risentire di altri fattori; il prodotto per addetto, ad esempio, dipende anche dai cambiamenti nel capitale, mentre le ore lavorate per occupato seguono una tendenza strutturale al ribasso che riflette, tra l'altro, la crescente quota di lavoro a tempo parziale. Per sopperire a tale carenza di informazione statistica la Commissione Europea ha recentemente proposto un indicatore sul *labour hoarding*, basato sulle inchieste sulla fiducia delle imprese nei maggiori comparti (manifattura, costruzioni, servizi di mercato e commercio al dettaglio). L'indicatore si basa sulle risposte delle singole imprese in relazione alle loro attese sulla produzione e sull'occupazione. Si rileva *labour hoarding* quando l'impresa attende un peggioramento della produzione e al tempo stesso ha aspettative favorevoli sull'occupazione. L'indicatore dicotomico così ottenuto (1=*labour hoarding*, 0=altrimenti) viene successivamente aggregato in base agli occupati (all'interno dei comparti) e al valore aggiunto (tra i comparti), per ottenere un indice aggregato a livello di intera economia.

La figura R3 mostra come l'indicatore raggiunga il picco in quasi tutte le recessioni (evidenziate come aree in chiaro). Come atteso, il picco durante la recessione causata dalla pandemia è maggiore di quelli delle precedenti crisi, il che è plausibile sia alla luce della maggiore contrazione del PIL sia per il più diffuso ricorso a lavori a orario ridotto sussidiati durante la pandemia. Inoltre, emerge la natura fortemente ciclica dell'indicatore che, dopo ogni picco, tende a ritornare al livello pre-crisi. L'indicatore ha una chiara evoluzione ciclica, infatti i coefficienti di correlazione con la variazione del PIL sono -0,75 per la UE e -0,64 per l'Italia.

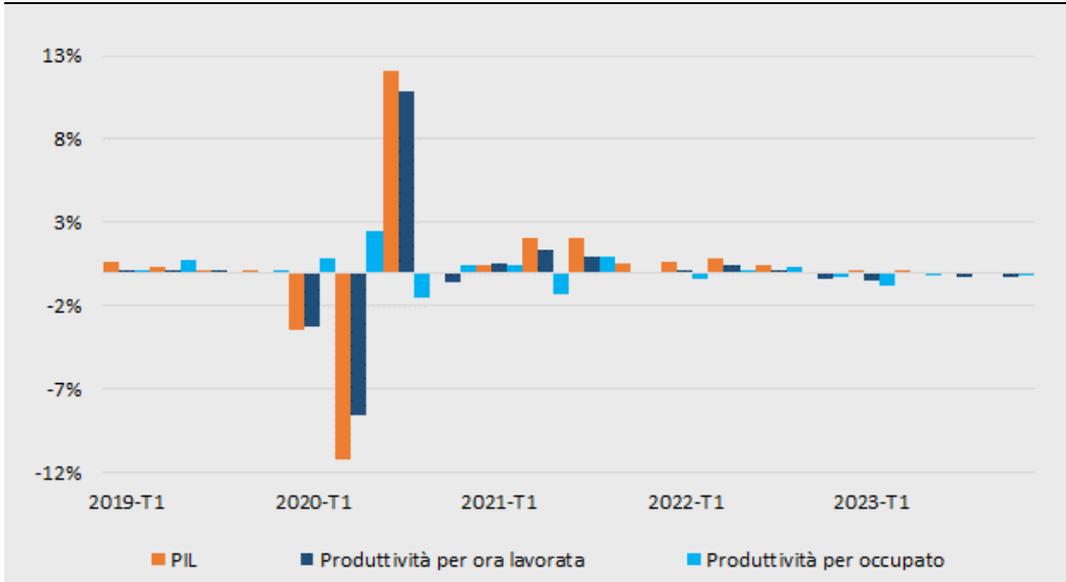
Nell'ultimo biennio il *labour hoarding* è risultato in crescita, rispetto ai minimi del 2021, il che costituisce in prospettiva una possibile vulnerabilità per il mercato del lavoro. Confrontando l'andamento medio dell'area e quello dell'Italia, i rischi appaiono relativamente meno elevati nel nostro Paese, dove meno del 10 per cento delle aziende dichiara di impiegare personale in eccesso.

**Fig. R1** – Prodotto e mercato del lavoro  
(2019-T4 = 100)

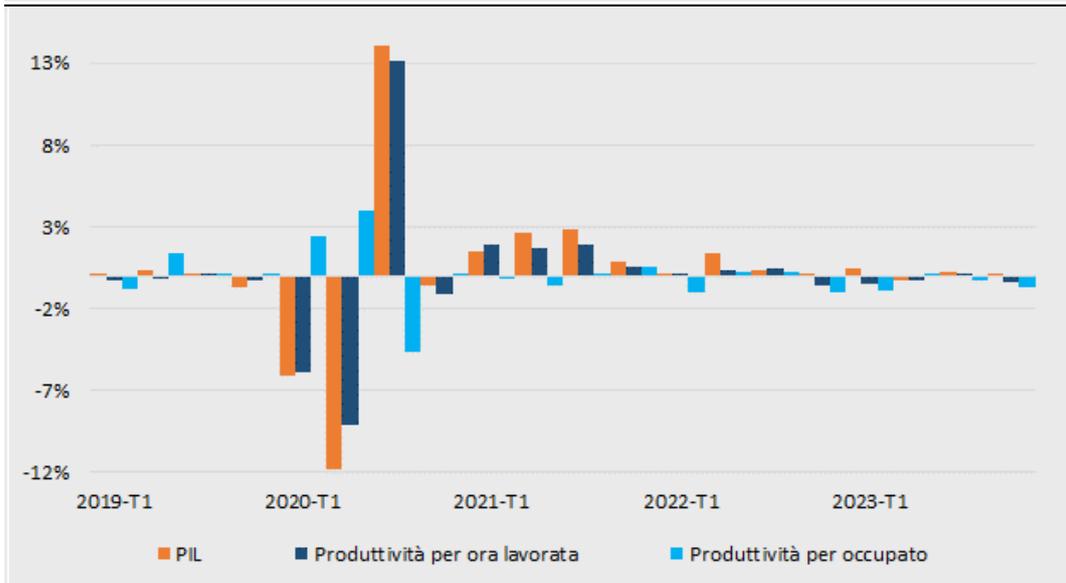


Fonte: Eurostat

**Fig. R2** – Diverse misure di produttività del lavoro e PIL  
(variazioni percentuali sul trimestre precedente)  
Area dell'euro



Italia

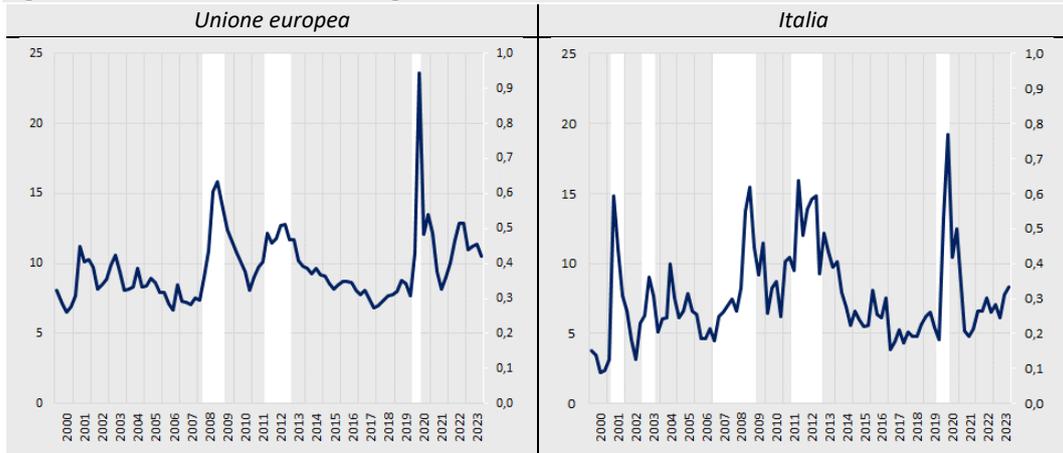


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Considerando una prospettiva a lungo termine, i livelli inferiori di *labour hoarding* in Italia rispetto all'area sono coerenti con i minori limiti alla produzione per carenza di manodopera, come desumibili dalle inchieste congiunturali presso le imprese.

Nel complesso, secondo il nuovo indicatore sul *labour hoarding* della Commissione Europea, la tendenza ad assumere più lavoratori del necessario è come atteso, fortemente ciclica, sia in Italia sia nel complesso della UE. Dopo i forti incrementi registrati in concomitanza con la recessione pandemica, l'indicatore è rientrato su valori più in linea con le medie storiche precedenti il 2020. Sia prima della crisi, sia nel periodo più recente, il *labour hoarding* risulta meno esteso nel nostro Paese rispetto alle altre economie europee.

**Fig. R3** – Indici di *labour hoarding* nella UE e in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.