



Sommario*

La congiuntura economica internazionale è caratterizzata da una crescente incertezza, derivante dalle politiche protezionistiche oltre che dalle altre tensioni geopolitiche. Le forti barriere tariffarie annunciate il 2 aprile dagli Stati Uniti d'America, che hanno indotto repentini cali nei prezzi degli attivi finanziari, sono state ampiamente depotenziate nei giorni scorsi. Già prima del 2 aprile le attese sulla crescita si stavano deteriorando, infatti l'OCSE prevedeva una graduale decelerazione del PIL mondiale nei prossimi anni. Nello scorcio finale del 2024 l'economia degli Stati Uniti ha rallentato e nel primo trimestre di quest'anno potrebbe essersi ulteriormente indebolita. Nell'area dell'euro restano significative eterogeneità, con la Germania ancora in contrazione e la Spagna in rapido sviluppo. L'inflazione globale manifesta segnali di rinnovata pressione, per cui il sentiero dell'allentamento monetario delle principali banche centrali diventa più stretto.

Nel 2024 l'economia italiana è cresciuta dello 0,7 per cento, in linea con l'anno precedente ma meno dell'area dell'euro per la prima volta dal 2021. L'anno scorso la variazione del PIL è stata sostenuta dalla domanda interna, in particolare dai consumi, oltre che dalla domanda estera netta, in un contesto di contrazione delle importazioni. In termini di offerta si è confermata la debolezza del settore manifatturiero, a fronte di una maggiore resilienza del settore dei servizi e delle costruzioni. Nello scorcio finale del 2024 la fase ciclica è stata poco più che stagnante, appena meglio che nel periodo estivo. I consumi delle famiglie sono stati frenati dalla perdita di potere d'acquisto, l'accumulazione di capitale ha recuperato, anche in virtù di migliori condizioni di credito, ma la componente relativa alle abitazioni rimane in contrazione. Le esportazioni hanno registrato il quarto calo congiunturale consecutivo, ma la più marcata flessione delle importazioni ha favorito un miglioramento del saldo commerciale della bilancia dei pagamenti.

L'occupazione si è rafforzata nel 2024, sebbene rallentando nello scorcio finale dell'anno, mentre le retribuzioni recuperano gradualmente potere d'acquisto. Dopo la significativa flessione nel 2024, l'inflazione al consumo in Italia ha mostrato segnali di ripresa nel primo trimestre del 2025, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi dei beni energetici.

Il fatturato industriale tra la fine dello scorso anno e l'avvio del 2025 ha recuperato e secondo i modelli di breve termine dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) il PIL avrebbe accelerato nel trimestre scorso, crescendo di un quarto di punto percentuale in termini congiunturali. I rischi delle previsioni sono al ribasso e si acuiscono nel medio termine principalmente a causa delle tensioni geopolitiche.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica, con coordinamento di Libero Monteforte e contributi di Giacomo Caterini, Daniela Fantozzi, Marco Fioramanti, Cecilia Frale, Alessandro Girardi e Carmine Pappalardo; Nota completata con le informazioni disponibili al 10 aprile 2025.

Il contesto internazionale

La congiuntura mondiale e la guerra commerciale

La guerra commerciale avviata dagli Stati Uniti d'America è motivo di grande incertezza per tutti gli agenti economici. Lo scorso 2 aprile l'Amministrazione americana ha annunciato dazi al 10 per cento per tutti i Paesi *partner* commerciali e più alti per quelli con un elevato avanzo di bilancio verso gli Stati Uniti, tra cui l'Unione europea (UE). In risposta ai nuovi dazi la Commissione europea ha prospettato alcune ritorsioni, pur offrendo l'apertura a un possibile negoziato.

Anche in seguito alle brusche perdite dei mercati finanziari, lo scorso 9 aprile l'Amministrazione americana ha deciso di sospendere i dazi oltre il 10 per cento, per 90 giorni verso tutti i paesi che non hanno ancora applicato ritorsioni commerciali, quindi ha confermato solo quelli verso la Cina. Per gli altri rimangono le imposte doganali su tutti i prodotti al 10 per cento, oltre a quelle già deliberate in precedenza: per l'UE su acciaio, alluminio e auto (al 25 per cento), per Canada e Messico sui prodotti fuori dall'accordo commerciale di libero scambio (USMCA). Già le previsioni dell'OCSE, pubblicate prima del 2 aprile, indicavano che la crescita globale sarebbe diminuita, dal 3,2 per cento nel 2024 al 3,1 nel 2025 e al 3,0 nel 2026. Anche le pressioni inflazionistiche erano viste dall'OCSE come persistenti in molte economie; le dinamiche dei prezzi dei servizi restano infatti elevate e l'inflazione dei beni sta risalendo.

Le nuove barriere tariffarie, imposte e annunciate dall'amministrazione americana, aumentano la volatilità dei mercati finanziari e incidono sulle prospettive di crescita e dei prezzi; inoltre, le continue smentite di annunci e provvedimenti accrescono straordinariamente l'incertezza. Tra gli economisti c'è ampio consenso sul fatto che una guerra commerciale può contribuire a ridurre il deficit commerciale seppure al costo di una perdita di prodotto e di un incremento dei prezzi. A fine marzo il Peterson Institute for International Economy aveva pubblicato uno studio che anticipava le mosse dell'Amministrazione americana nei confronti dell'Europa² con dazi solo leggermente più alti (25 per cento) di quelli effettivamente annunciati il 2 aprile (20 per cento). Lo studio mostra come in caso di imposizione di dazi e conseguente ritorsione, entrambi i *partner* commerciali registrerebbero perdite di prodotto e incremento dei prezzi, con riduzioni solo marginali del deficit commerciale, trovandosi quindi in un nuovo equilibrio in cui tutti perdono. Similmente, uno studio del Fondo monetario internazionale (FMI) valuta che in una guerra globale³ l'equilibrio non cooperativo (come nel cosiddetto dilemma del prigioniero) conduce a una perdita netta per tutti i paesi, con minore occupazione e più

² Warwick J. McKibbin e Marcus Noland (2025) "Modeling a US-EU trade war: Tariffs won't improve US global trade balance", PIIE, 24 marzo.. Nello studio le ipotesi sui dazi erano al 25 per cento.

³ Davide Furceri, Swarnali A. Hannan, Jonathan D. Ostry e Andrew K. Rose (2019) "Macroeconomic Consequences of Tariffs", IMF working paper WP/19/9.

bassa produttività del lavoro, senza che questo porti a miglioramenti significativi del saldo commerciale.

Gli impatti effettivi dei dazi dipendono sia dalle eventuali ritorsioni degli altri paesi sia dalle risposte delle banche centrali, oltre che dalle attese di operatori e mercati finanziari. Un recente studio commissionato dal Parlamento europeo, *Euro Area Risks Amid US Protectionism*⁴, stima l'impatto di lungo periodo di dazi generalizzati al 10 per cento sulle importazioni americane dall'Europa e del 20 per cento su quelle dalla Cina, ottenendo una flessione delle esportazioni europee del 3,4 per cento; la contrazione del PIL dell'area dell'euro sarebbe approssimativamente dello 0,3 per cento, a cui si aggiungerebbero effetti inflazionistici nel caso i dazi fossero reciproci. Pertanto, gli autori suggeriscono di diversificare gli scambi commerciali più che aumentare le barriere tariffarie, oltre a sostenere l'innovazione per rimanere competitivi evitando una stretta monetaria in risposta alle pressioni inflazionistiche derivanti dal possibile aumento dei prezzi alle importazioni.

Anche l'economia degli Stati Uniti, in prospettiva, risentirà di una politica fortemente protezionistica. Gli indicatori più recenti sull'attività economica degli Stati Uniti hanno iniziato ad anticipare un forte indebolimento. In particolare, la stima aggiornata della crescita del PIL per il primo trimestre 2025, prodotta dalla Riserva Federale di Atlanta, prefigura un deciso rallentamento (fig. 1). Per via dell'acuirsi della guerra commerciale, i principali analisti finanziari hanno innalzato le probabilità di una recessione negli Stati Uniti nei prossimi trimestri.

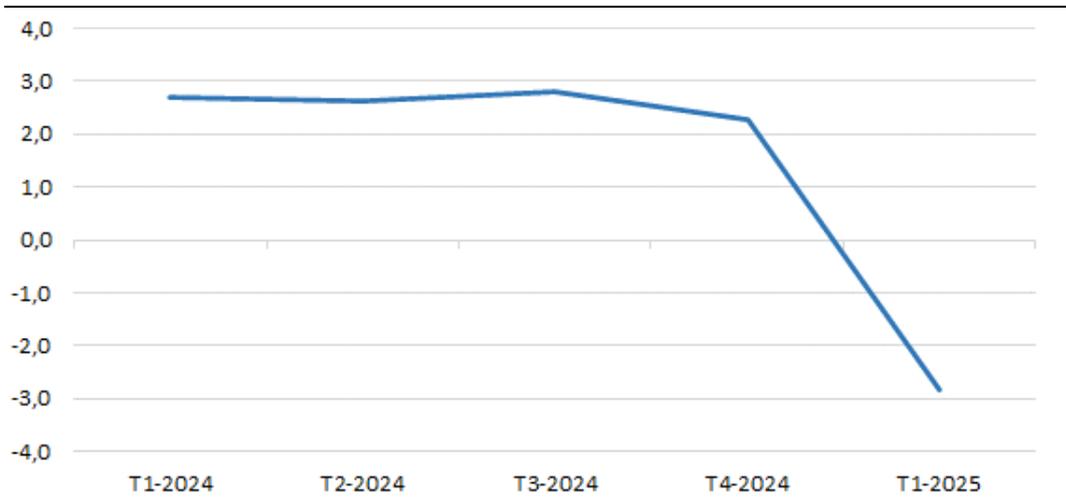
Secondo le ultime rilevazioni disponibili le opinioni delle imprese a livello globale sono improntate alla cautela. L'indice PMI globale dei direttori degli acquisti in marzo è rimasto in territorio espansivo ma con una riduzione nel primo trimestre del 2025 rispetto allo scorso anno (51,8 in media, da 52,5 nel 2024): l'indice è stato trainato al ribasso dai servizi, che nello stesso confronto diminuiscono a 52,1 (da 53,1 in media 2024), mentre la manifattura ha riportato un timido aumento. L'indicatore sugli ordini inevasi è sostanzialmente stabile, poco sotto la media del 2024 (49,1 da 49,3 media 2024), segno di una domanda debole (fig. 2).

Gli indicatori ad alta frequenza mostrano in media nei primi quattro mesi del 2025 una decisa diminuzione del costo di trasporto (misurato dal *Baltic Dry Index*) delle materie prime non liquide e delle derrate alimentari rispetto al 2024 (a 41,6 da 59,5). I ribassi riflettono la debolezza della domanda internazionale e attese di peggioramento sugli scambi anche in seguito all'inasprimento delle tensioni commerciali. I dati del Central Plan Bureau olandese sul commercio internazionale, aumentato nel 2024 dell'1,8 per cento, segnalano un recupero moderato nell'ultimo mese del 2024, proseguito in gennaio 2025 (fig. 3). Il costo delle materie prime agricole ha segnato un rialzo nella media dei primi quattro mesi del 2025 rispetto allo scorso anno (a 112,2, dalla media di 107,0 nel 2024).

⁴ Bottazzi, L., Favero, C., Ruben FERNANDEZ, F. U. E. R. T. E. S., Giavazzi, F., Guerrieri, V., Lorenzoni, G., & Monacelli, T. (2025). *Euro Area Risks Amid US Protectionism*, Monetary Dialogue Papers, March 2025.

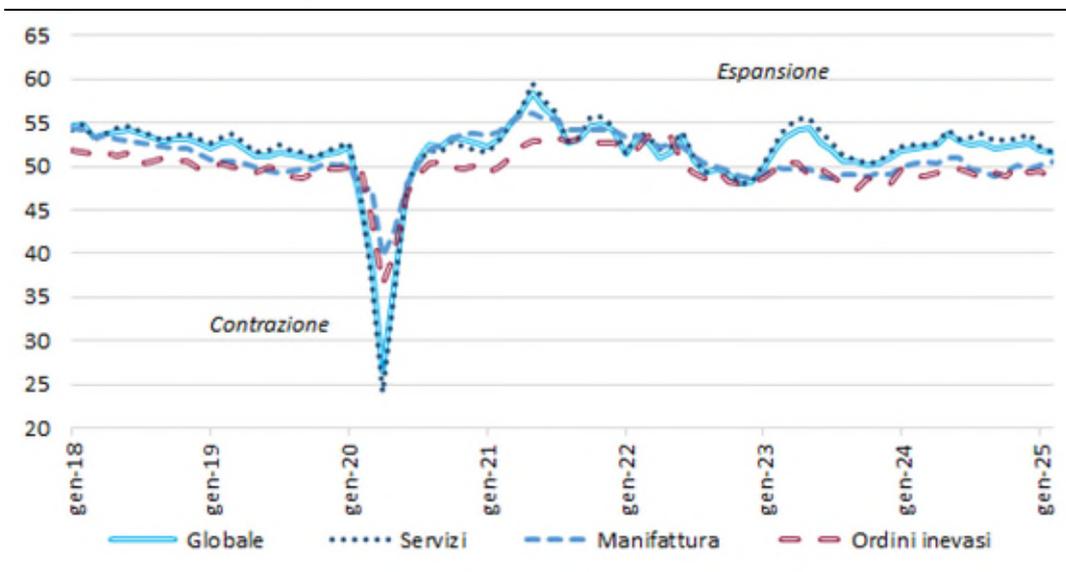
L'accelerazione degli scambi e i rincari delle materie prime, tra la fine dello scorso anno e l'avvio del nuovo, potrebbero riflettere un temporaneo incremento della domanda, prima dell'entrata in vigore dei nuovi dazi.

Fig. 1 – Previsioni di GDPNow sulla crescita del PIL degli Stati Uniti nel primo trimestre del 2025 (1)
(variazioni percentuali trimestrali annualizzate)



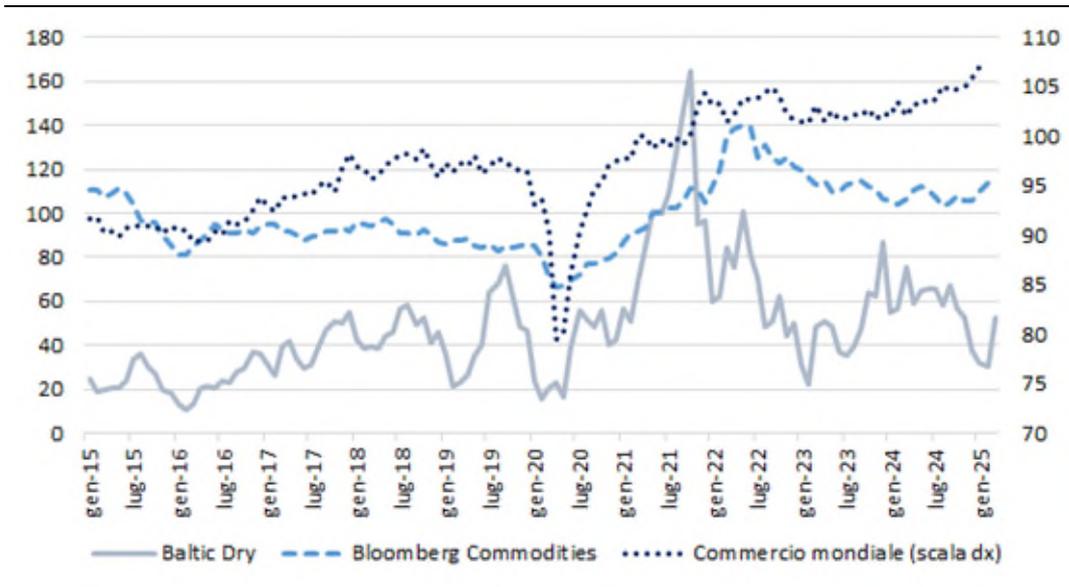
Fonte: *Federal Reserve Bank of Atlanta*.
(1) Stima aggiornata al 3 aprile 2025.

Fig. 2 – Indice JP Morgan Globale PMI



Fonte: S&P Global.

Fig. 3 – Indici di attività globale
(numeri indice, 2021 = 100)



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

Per quanto riguarda i singoli paesi o aree, il quarto trimestre dell'anno ha confermato andamenti eterogenei tra le maggiori economie, evidenziando un "disallineamento transatlantico", così come definito dal FMI. Gli Stati Uniti, a fronte di un ciclo economico ormai maturo, hanno rallentato nello scorcio finale del 2024 (2,4 per cento, da 3,1 la crescita annualizzata nel quarto trimestre 2024), per la flessione degli investimenti e delle esportazioni; nel complesso del 2024 il PIL è aumentato del 2,8 per cento, in linea con le recenti previsioni del FMI. L'indice PCE sui prezzi dei consumi, che approssima l'inflazione ed è monitorato con attenzione dalla FED, ha segnato nel 2024 un aumento del 2,5 per cento in linea con la precedente stima, mostrando una dinamica crescente negli ultimi due trimestri dell'anno.

Il PIL dell'area dell'euro ha registrato un incremento congiunturale dello 0,2 per cento nel quarto trimestre 2024, nonostante l'ulteriore flessione del prodotto della Germania (-0,2 per cento) e della Francia (-0,1 per cento). La Spagna invece ha riportato una crescita congiunturale ancora sostenuta (0,8 per cento), trainata dalle esportazioni di servizi e dalla spesa pubblica. Nel complesso il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,9 per cento nel 2024, più delle attese; alla diminuzione in Germania (-0,3 per cento) si è contrapposto l'incremento sopra la media in Francia e Spagna (rispettivamente dell'1,2 e 3,2 per cento).

Il PIL cinese ha registrato nel quarto trimestre una crescita del 5,4 per cento in termini tendenziali, oltre le stime degli analisti che prevedevano un 5,0-5,2 per cento e in accelerazione rispetto al trimestre precedente. Nel 2024 l'economia cinese ha registrato un incremento del PIL del 5,0 per cento, uno dei più bassi degli ultimi decenni, al netto del periodo della pandemia di COVID-19, scontando le difficoltà del settore immobiliare e i

consumi stagnanti. Il dato è in linea con il *target* ufficiale governativo intorno al 5,0 per cento, ma è inferiore rispetto al 5,2 registrato nel 2023.

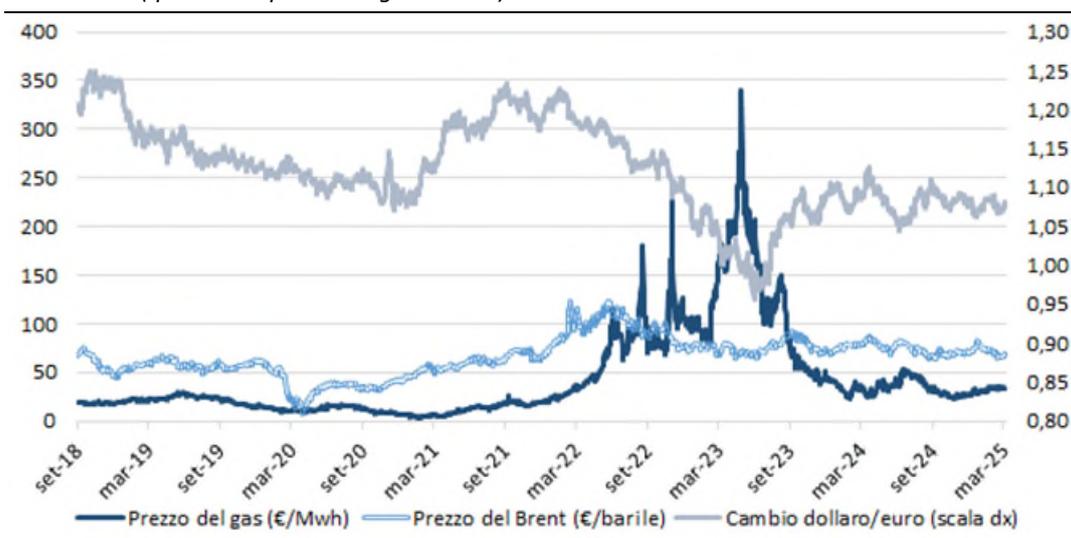
Cresce la volatilità sui mercati delle materie prime energetiche

L'inasprimento della guerra commerciale ha modificato le attese degli operatori e aumentato la volatilità sui mercati, anche delle materie prime. Inoltre il recente annuncio da parte dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC) e i suoi alleati di un aumento della produzione di greggio superiore al previsto ha contribuito ulteriormente a ribassare le attese sui prezzi.

Nel 2024 il prezzo del Brent ha registrato valori intorno agli 80,5 dollari per barile (fig. 4). Nei mesi scorsi i prezzi del petrolio sono diminuiti, incorporando un peggioramento delle previsioni macroeconomiche globali, in conseguenza delle elevate tensioni commerciali. Nel dettaglio, nella media tra febbraio e i primi giorni di aprile il Brent è sceso a 74,0 dollari al barile, rispetto al 79,3 di gennaio.

A differenza del greggio, il prezzo del gas naturale rilevato sul mercato olandese (TTF) a partire da agosto 2024 ha ripreso a salire, superando nel quarto trimestre i 43 euro per megawatt-ora (34,6 nella media del 2024). Nei primi mesi del 2025 il prezzo è ulteriormente aumentato, in media a 48,3 euro per megawatt-ora, influenzato dalle basse temperature, dall'interruzione delle forniture russe che attraversavano l'Ucraina e dalle attese di una guerra commerciale tra Stati Uniti e resto del mondo. Dalla metà di febbraio la quotazione del metano ha ripreso a diminuire, fino a registrare tra marzo e i primi giorni di aprile una media di 41,7 euro per megawatt-ora (valori rilevati al 3 aprile 2025).

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



Fonte: S&P Global.

Il cambio tra la valuta europea e il dollaro nella prima metà dell'anno scorso ha oscillato in misura contenuta, prevalentemente in risposta alle attese sull'inflazione e alle decisioni (asincrone) di politica monetaria tra le due sponde dell'Atlantico. L'euro si era apprezzato nel mese di agosto e settembre, superando il valore di 1,10, anche per le prospettive di crescita in peggioramento negli Stati Uniti. Con l'insediamento della nuova Amministrazione americana, in gennaio, si è invece rafforzata la valuta statunitense, in linea con la reazione positiva dei mercati agli annunci di tagli alle tasse, deregolamentazione e di investimenti infrastrutturali. A partire però dalla seconda metà di febbraio e ancora di più con gli annunci del 2 aprile sui nuovi dazi da parte degli Stati Uniti i timori per il rallentamento dell'economia hanno inciso sui mercati. I prezzi degli attivi finanziari sono diminuiti e il dollaro si è fortemente indebolito verso le principali valute, oscillando negli ultimi giorni intorno alla quota 1,10 nei confronti dell'euro.

Il percorso di allentamento della politica monetaria si fa più incerto

L'inflazione degli Stati Uniti nel 2024 è stata del 2,9 per cento e nei primi mesi di quest'anno si è mantenuta su valori poco inferiori. In marzo la variazione tendenziale dei prezzi è diminuita, al 2,4 per cento (dal 2,8 per cento di febbraio); anche al netto delle componenti più volatili, energia e beni alimentari, l'inflazione si è ridotta (al 2,8 per cento dal 3,1 di febbraio).

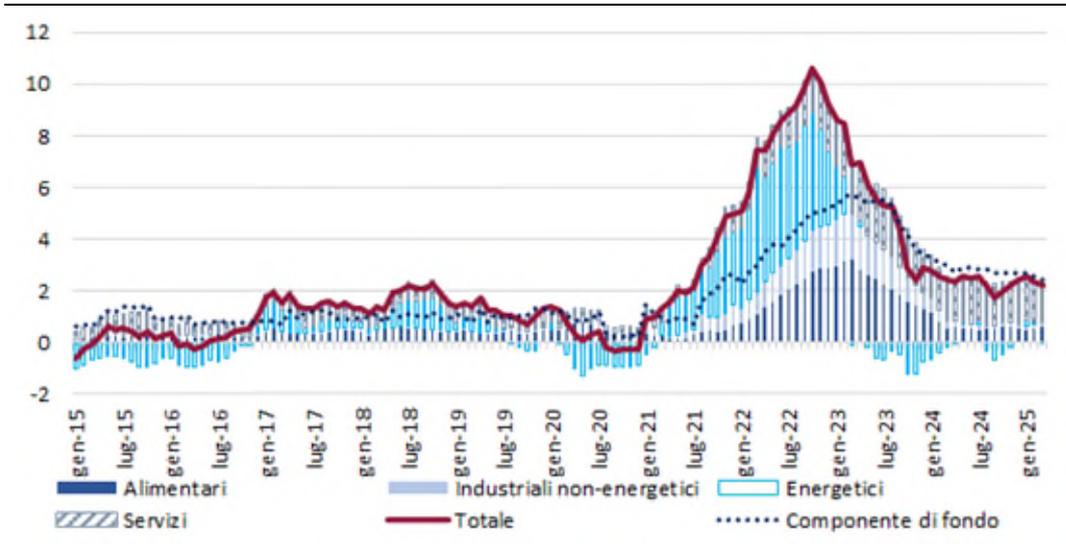
In marzo 2025 l'inflazione nell'area dell'euro è diminuita al 2,2 per cento (fig. 5), dal 2,3 di febbraio, dopo avere registrato una media annua nel 2024 al 2,4 per cento. L'inflazione di fondo è al 2,4 per cento, inferiore di quasi mezzo punto percentuale rispetto a quella del 2024 (2,8 per cento). I principali paesi dell'area a marzo continuano a mostrare dinamiche inflattive eterogenee: in particolare la Germania e la Spagna mostrano un tasso in flessione, pari al 2,3 e 2,2 per cento rispettivamente; in Francia la dinamica dei prezzi è scesa sotto l'1,0 per cento da due mesi, mentre in Italia è aumentata oltre il due per cento (2,1 per cento), come non si registrava da settembre 2023.

La Banca centrale europea (BCE) nel consiglio direttivo del 6 marzo scorso ha deciso un ulteriore taglio dei tassi d'interesse ufficiali di 25 punti, ritenendo ben avviato il processo di riduzione dell'inflazione. Anche le misure di fondo suggeriscono che l'inflazione si attesterà stabilmente intorno all'obiettivo del Consiglio direttivo del 2,0 per cento nel medio termine. La BCE rimane prudente sui prossimi ribassi, valutando di volta in volta sulla base dei dati e delle informazioni disponibili anche alla luce dei possibili effetti finanziari degli annunci e delle nuove barriere agli scambi. Lo scorso 19 marzo la FED ha rivisto al rialzo la previsione dell'inflazione statunitense per il 2025 a causa delle prospettive di guerra commerciale e pertanto ha deciso di lasciare i tassi d'interesse ufficiali invariati.

Nell'area dell'euro le aspettative d'inflazione degli operatori hanno ripreso a crescere nei primi mesi del 2025. Gli Stati Uniti continuano a mostrare delle attese più elevate rispetto

all'Europa per ogni scadenza, a 2, 5 e 10 anni; tuttavia nelle ultime settimane le aspettative degli Stati Uniti si sono ridotte, in quanto gli operatori di mercato scontano la contrazione degli scambi commerciali, quindi anche della crescita e una ripresa dell'inflazione (fig. 6).

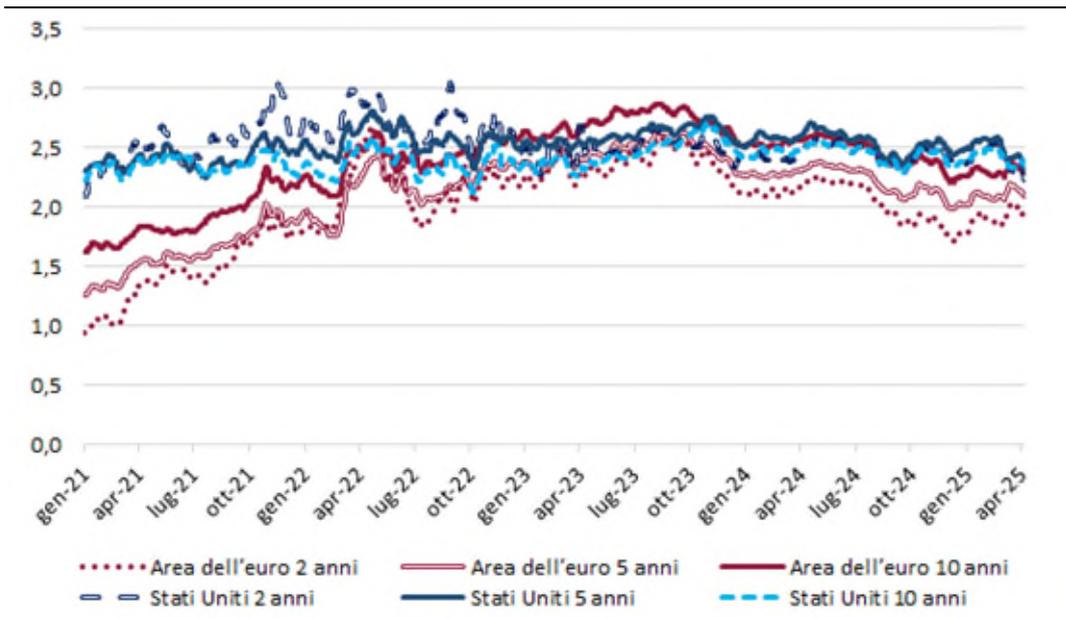
Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



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-linked swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (punti percentuali)



Fonte: LSEG.

L'economia italiana

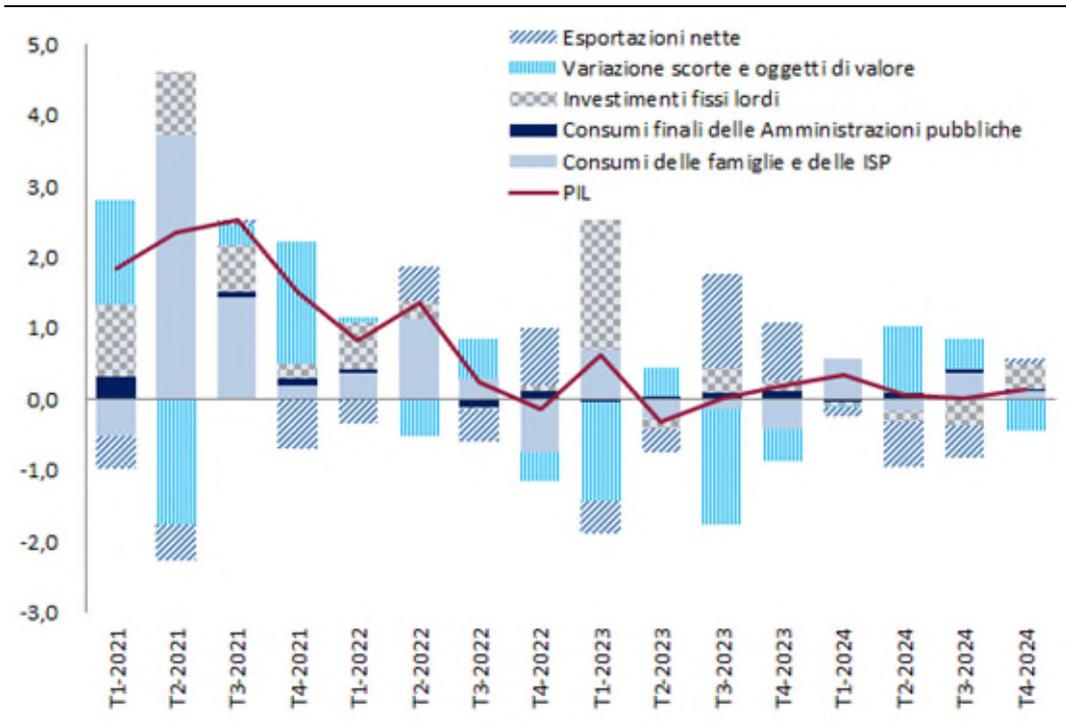
Nel 2024 l'economia italiana è cresciuta poco meno dell'area dell'euro

Dopo il forte recupero successivo alla pandemia, nell'ultimo biennio il PIL dell'Italia è tornato a crescere a ritmi moderati, simili a quelli osservati dopo la crisi dei debiti sovrani. Il 2024 è stato caratterizzato da una crescita modesta per l'Italia (0,7 per cento, come nel 2023) così come per le principali economie europee, a eccezione della Spagna (3,2 per cento). L'espansione del PIL per l'Italia, pur eccedendo la dinamica tedesca negativa, è risultata per la prima volta dal 2021 inferiore alla media europea. Lo scorso anno la popolazione è rimasta pressoché stabile in quanto il saldo naturale (la differenza tra nascite e decessi) negativo è stato in larga parte compensato dal saldo migratorio con l'estero. Di conseguenza, la dinamica pro-capite del PIL nominale e in volume, rispettivamente al 3,0 e 0,8 per cento, si è discostata solo marginalmente da quella non rapportata alla popolazione. Nel 2022 e 2023 il PIL è aumentato nel Mezzogiorno a un ritmo superiore rispetto a quello del Centro-Nord, ma il divario si sarebbe assottigliato nel 2024, sulla base delle ultime previsioni di SVIMEZ e Ref.Ricerche.

Alla crescita dell'economia italiana nel 2024 hanno contribuito sia la domanda nazionale al netto delle scorte (0,5 punti percentuali, in gran parte ascrivibili ai consumi), sia la domanda estera netta (0,4 punti), per via della contrazione delle importazioni; il contributo della variazione delle scorte è stato negativo per un decimo di punto. Dal lato dell'offerta, il settore primario, le costruzioni ed i servizi hanno registrato una crescita sostenuta, mentre la manifattura ha subito la seconda flessione annuale consecutiva (-0,7 per cento).

Nei primi tre trimestri dello scorso anno, i maggiori contributi alla crescita del PIL (fig. 7) sono giunti dai consumi (in particolare nel primo e nel terzo) e dalla variazione delle scorte, mentre la domanda estera netta e gli investimenti hanno contribuito negativamente. Nello scorcio finale del 2024 il PIL è aumentato appena (0,1 per cento in termini congiunturali); gli investimenti fissi lordi hanno recuperato (1,6 per cento, dopo la flessione analoga occorsa in estate) e i consumi hanno tenuto (0,2 per cento), mentre gli scambi con l'estero hanno registrato una flessione sia in entrata che in uscita (per quattro e due decimi di punto percentuale, rispettivamente). Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto nell'ultimo trimestre del 2024 si è ridotto nei servizi (-0,1 per cento) e nell'agricoltura (-0,7 per cento), mentre si è rafforzato (circa l'uno per cento) nelle costruzioni e nell'industria in senso stretto.

Fig. 7 – Variazione del PIL e contributi delle componenti di domanda
(variazioni percentuali congiunturali e contributi in punti percentuali)



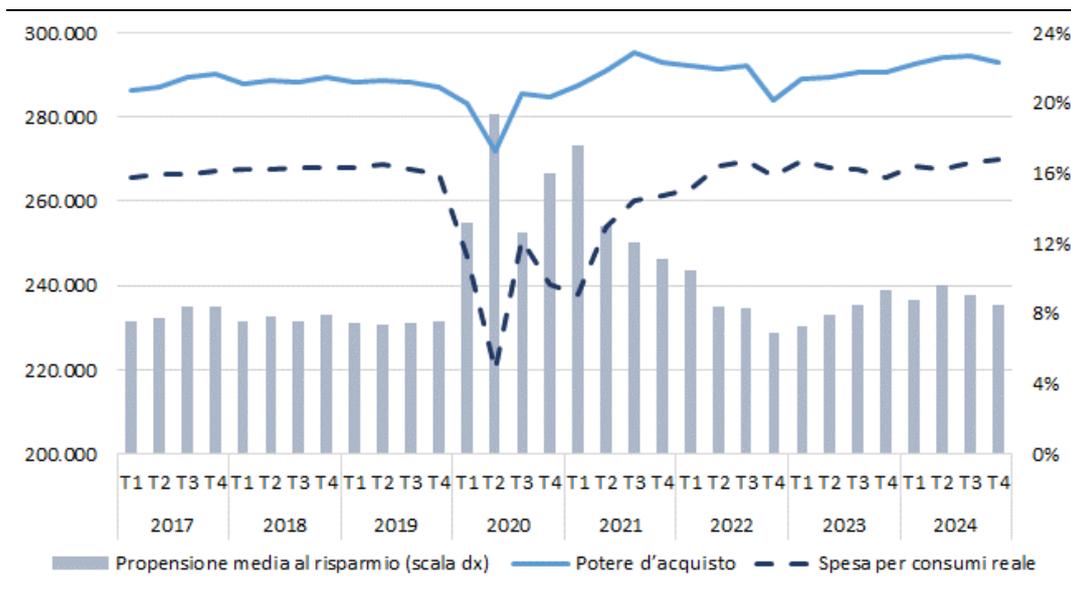
Fonte: Istat.

Nello scorcio finale del 2024 i consumi sono stati frenati dalla flessione del potere d'acquisto

Nel 2024 i consumi delle famiglie sono cresciuti per quattro decimi di punto rispetto all'anno precedente, similmente al 2023 (0,3 per cento), ma a fronte di andamenti trimestrali discontinui. Dopo la forte crescita congiunturale osservata in inverno (pari all'uno per cento) la spesa delle famiglie ha subito una battuta d'arresto in primavera (-0,3 per cento), recuperando poi moderatamente nel secondo semestre.

Nel corso del 2024 le famiglie hanno recuperato potere d'acquisto, sia per il rientro dell'inflazione sia per la crescita dei redditi, ma è contestualmente aumentata la propensione al risparmio. Nel trimestre finale dello scorso anno il potere d'acquisto delle famiglie si è però ridotto dello 0,6 per cento su base congiunturale; il reddito disponibile è appena diminuito (-0,1 per cento) e l'aumento dell'inflazione ha ulteriormente eroso le risorse effettive da spendere. Le minori disponibilità dei consumatori sono state parzialmente compensate con una minore propensione al risparmio, scesa all'8,5 per cento (dal 9,1 del trimestre estivo, fig. 8).

Fig. 8 – Potere d’acquisto, consumi e propensione al risparmio delle famiglie
(milioni di euro, valori concatenati anno 2020 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

I dati più recenti delineano un quadro molto cauto 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 negativa per tre decimi di punto percentuale. Indicazioni analoghe giungono dalle vendite al dettaglio rilevate dall’Istat, che nei tre mesi tra dicembre 2024 e febbraio 2025 si sono ridotte in volume, per tre decimi di punto percentuale in termini congiunturali.

L’indice sulla fiducia dei consumatori nel 2024 è rimasto pressoché stabile, su valori inferiori per circa tre punti rispetto a quelli medi del quinquennio precedente la pandemia; in marzo si è registrata una netta flessione, diffusa a tutte le componenti, ma nel complesso del primo trimestre l’indice eccede comunque la media dello scorso anno.

L’accumulazione di capitale rallenta, dopo il forte sviluppo nel post-pandemia

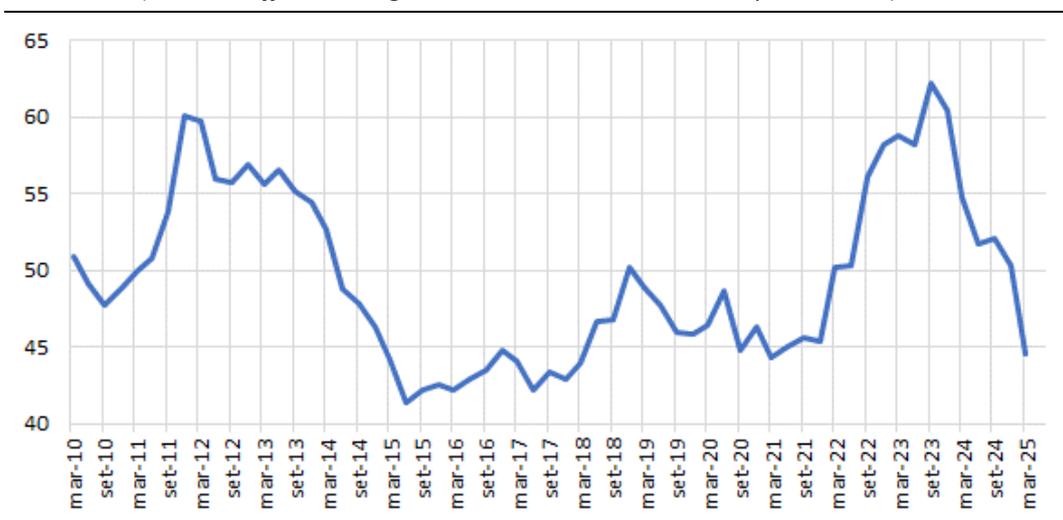
Dopo la dinamica sostenuta dell’accumulazione di capitale nel periodo post-pandemico, gli investimenti hanno rallentato nel 2024 (0,5 per cento), pur restando su livelli storicamente elevati. Nel 2024 l’accumulazione ha riguardato principalmente le costruzioni (2,0 per cento), mentre gli investimenti in beni strumentali sono risultati in flessione (-1,8 per cento i macchinari e -6,3 per cento i mezzi di trasporto). L’accumulazione di prodotti della proprietà intellettuale, che contribuiscono

all'innovazione tecnologica, è stata marcata (2,6 per cento) e ha riguardato il 3,3 per cento del PIL⁵.

Nello scorcio finale del 2024 gli investimenti hanno recuperato la flessione del periodo estivo, spinti dall'espansione della componente delle costruzioni non residenziali e dei macchinari. Il tasso di investimento (rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto delle società non finanziarie) nel corso del 2024 si è stabilmente mantenuto su livelli relativamente elevati, prossimi al 22,0 per cento; la quota di profitto delle società non finanziarie, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base, si è progressivamente contratta raggiungendo il 42,4 per cento in autunno. Anche il *mark-up* si è ridotto lo scorso anno, in tutti i comparti a eccezione dell'agricoltura.

Nel primo trimestre di quest'anno, secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita, le opinioni sulla situazione economica generale sono peggiorate in tutti i settori. Le condizioni per investire appaiono poco favorevoli, ma le imprese continuano a prefigurare, come nelle precedenti edizioni, un'espansione degli investimenti nell'anno in corso rispetto al 2024, soprattutto nei servizi. Nelle ultime rilevazioni dell'Istat le attese sulla liquidità sono lievemente peggiorate mentre il saldo dei giudizi sull'accesso al credito, seppure negativo, è migliorato fortemente nel corso del 2024 e nel primo trimestre di quest'anno. Tali andamenti sono coerenti con l'indicatore dell'UPB sulle difficoltà di accesso al credito, che prospetta miglioramenti anche nei primi mesi dell'anno in corso (fig. 9).

Fig. 9 – 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.

⁵ Nell'ultimo decennio l'accumulazione di prodotti della proprietà intellettuale è cresciuta cumulativamente di circa un terzo, in larga parte nel periodo post-pandemico, mentre fra il 2000 ed il 2014 la dinamica era stata estremamente contenuta.

Secondo la rilevazione dell'Istat sulla capacità produttiva, il grado di utilizzo degli impianti nel quarto trimestre dello scorso anno è rimasto pressoché stabile attorno al 75,0 per cento, su livelli inferiori a quelli del 2019 (ultimo anno pre-pandemia), come avviene dal 2023. È rimasta sostanzialmente stabile anche la quota di imprese manifatturiere che riscontrano ostacoli alla produzione, sebbene in presenza di una crescente preoccupazione per la domanda, soprattutto nei settori del tessile, della metallurgia e della fabbricazione di macchinari e mezzi di trasporto.

Nel mercato immobiliare, gli agenti intervistati fra gennaio e febbraio per l'indagine congiunturale sul mercato delle abitazioni condotta dalla Banca d'Italia segnalano minori difficoltà di accesso al credito e tempi di vendita contenuti. I risultati dell'inchiesta trovano eco negli andamenti dei prestiti bancari erogati alle famiglie, in crescita tendenziale da dicembre, dopo un 2024 di flessione; contestualmente, si fa meno marcata la contrazione dei prestiti alle imprese.

Sul fronte dell'attivo bancario, l'incidenza dei crediti deteriorati è rimasta sostanzialmente stabile lo scorso anno, su livelli contenuti; la flessione della raccolta bancaria si è ridimensionata nel corso del 2024 e dalla seconda metà dell'anno sono tornati a crescere i depositi bancari dei residenti, mentre ha lievemente rallentato su base tendenziale la componente obbligazionaria, in concomitanza con il calo dei rendimenti.

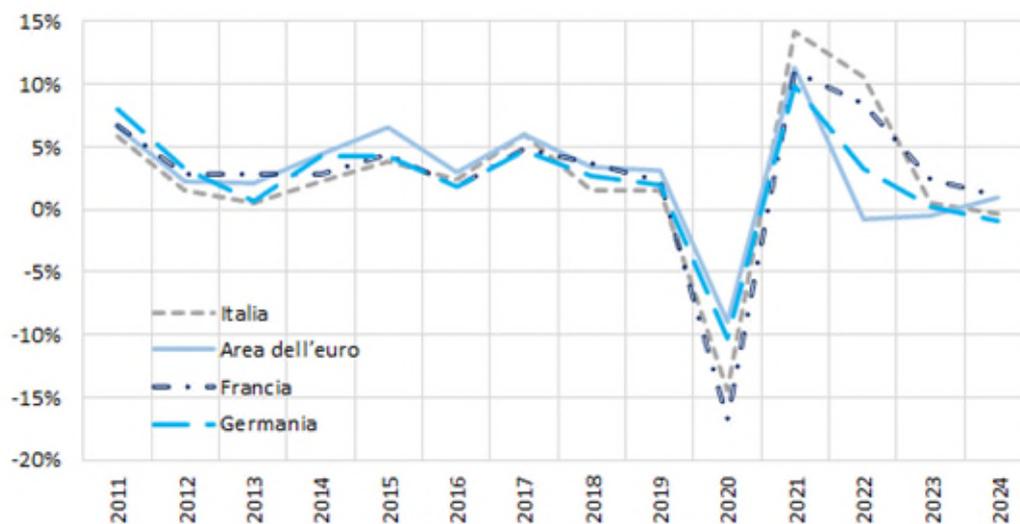
Si prospetta una debolezza degli scambi commerciali dell'Italia

L'irrobustimento del commercio mondiale del 2024 non si è riflesso sulle esportazioni in volume dell'Italia, che hanno registrato una dinamica sfavorevole in tutti i trimestri dello scorso anno. L'espansione della componente dei servizi (3,2 per cento), favorita in gran parte dai notevoli afflussi di turisti stranieri, è stata più che compensata dalla flessione di quella di beni (-1,1 per cento), che hanno un'incidenza largamente superiore. In autunno la riduzione congiunturale delle esportazioni italiane (-0,2 per cento) è risultata pressoché in linea con il dato medio dell'area dell'euro (-0,1 per cento) e relativamente più favorevole rispetto alla Germania (-2,2 per cento); per contro, Francia e, soprattutto, Spagna hanno registrato una crescita positiva rispetto al periodo precedente (0,4 e 3,0 per cento, rispettivamente) (fig. 10).

In rapporto ai valori pre-crisi, le esportazioni italiane in volume nell'ultimo scorcio del 2024 si sono mantenute al di sopra di quelle dei principali *partner* dell'area dell'euro, a eccezione della Spagna.

Riguardo ai mercati di sbocco, le rilevazioni mensili sul commercio con l'estero segnalano che le esportazioni di beni (deflazionate con i valori medi unitari) verso l'Unione europea nel 2024 hanno segnato una flessione più marcata rispetto a quelle verso i mercati extra-UE. In riferimento ai raggruppamenti principali per tipologia di beni, dinamiche

Fig. 10 – Esportazioni totali dell’area dell’euro e delle principali economie (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

favorevoli si sono registrate per le vendite all'estero di beni di consumo e prodotti intermedi, a fronte di cali per i beni strumentali, in particolare per i mezzi di trasporto e gli energetici. Rispetto al quarto trimestre del 2024 le informazioni più recenti sul commercio in valore indicano che, nella media del bimestre gennaio-febbraio, il recupero delle esportazioni è risultato meno marcato rispetto a quello delle importazioni. Secondo nostre elaborazioni le esportazioni italiane verso gli Stati Uniti d'America tra la fine dello scorso anno e l'inizio del 2025 sono cresciute a ritmi lievemente superiori a quelli registrati per la media delle altre destinazioni.

Le inchieste qualitative nei mesi scorsi hanno segnalato un lieve 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 sugli ordini esteri hanno proseguito la fase di recupero iniziata nella seconda metà del 2023, pur collocandosi su livelli non ancora espansivi. Le valutazioni positive sugli ordini dall'estero nel trimestre scorso potrebbero riflettere anticipazioni degli scambi, prima dell'entrata in vigore dei dazi imposti dall'Amministrazione statunitense.

Nel 2024 la variazione delle importazioni in volume è risultata negativa (-1,5 per cento) e ha interessato gli acquisti dall'estero di tutte le tipologie di beni, a eccezione di quelli di consumo. Nell'ultimo scorcio dello scorso anno, le importazioni hanno segnato una flessione dello 0,4 per cento rispetto alla media dei mesi estivi, per cui la dinamica relativamente più favorevole delle esportazioni ha determinato un contributo positivo della domanda estera netta alla crescita del PIL (0,1 punti percentuali).

Relativamente agli scambi con l'estero in valore, le esportazioni hanno segnato lo scorso anno una riduzione dello 0,3 per cento tendenziale, proseguendo il rallentamento osservato già a partire dal 2023, a fronte di un calo medio delle importazioni pari al 3,2

per cento. Tali dinamiche hanno determinato un miglioramento del saldo commerciale, che si è attestato a quasi 55 miliardi di euro (dai 34 miliardi nel 2023) a riflesso di un deficit energetico di circa 49,5 miliardi di euro (dai 65 miliardi dell'anno precedente) e di un avanzo dell'interscambio di prodotti non energetici di circa 104,5 miliardi (dai 99 miliardi del 2023).

In riferimento alle ragioni di scambio con l'estero, nella media dello scorso anno si è registrato un miglioramento determinato da una lieve crescita del deflatore delle esportazioni di beni e servizi (0,1 per cento) e di un calo di quello delle importazioni (-1,8 per cento), a prosecuzione di quanto osservato anche nel 2023.

La manifattura è debole e le dinamiche settoriali sono frammentate

Il quadro degli indicatori di offerta al momento disponibili appare eterogeneo. I servizi tengono, mentre l'attività industriale è debole e l'edilizia mostra andamenti divergenti fra residenziale e non residenziale.

La produzione industriale, in flessione per tutto lo scorso anno e per gran parte del 2023, ha registrato nel quarto trimestre del 2024 una contrazione congiunturale dello 0,5 per cento; a gennaio di quest'anno si è verificato un rimbalzo (2,5 per cento), seguito da una flessione mensile dello 0,9 per cento in febbraio. La variazione acquisita per il primo trimestre del 2025 è positiva (0,4 per cento), quindi si prospetta il primo recupero congiunturale della produzione industriale da due anni a questa parte. Al contrario della produzione, l'indice del fatturato dell'industria in volume ha chiuso lo scorso anno con un modesto recupero congiunturale (0,4 per cento in autunno, consolidato dall'accelerazione mensile di gennaio), anche più marcato per il valore aggiunto (0,8 per cento).⁶ L'indice Istat di fiducia delle imprese manifatturiere ha segnato fra gennaio e marzo un moderato incremento rispetto alla media del trimestre precedente. Tuttavia, nello stesso periodo il PMI manifatturiero è rimasto in territorio restrittivo, come avviene da quasi due anni, flettendo ulteriormente in marzo (a 46,6, da 47,4); pesano la debolezza della domanda, che induce le imprese a ottimizzare la gestione delle scorte, e il rincaro delle materie prime che viene scaricato sulla clientela. Le inchieste disponibili ancora non risentono delle barriere tariffarie recentemente prospettate dall'Amministrazione americana; l'annuncio di nuovi dazi era da tempo atteso, ma l'entità e la diffusione delle misure erano molto incerte.

La produzione delle costruzioni ha subito variazioni congiunturali negative in gran parte del 2024, per poi riprendersi nel trimestre autunnale (1,6 per cento); tale dinamica si è

⁶ La divergenza fra fatturato e valore aggiunto nella manifattura da un lato e produzione industriale dall'altro può essere ascritta a fattori, oltre che metodologici, anche economici e congiunturali. La crescita del fatturato in volume e del valore aggiunto può rispecchiare, in presenza di una flessione della produzione: 1) la progressiva evasione di ordinativi pregressi, tramite il ricorso alle scorte di magazzino; 2) l'aumento delle vendite di prodotti con bassa incidenza di input intermedi ed elevata efficienza produttiva.

rafforzata in gennaio (5,9 per cento su base mensile). Le valutazioni delle imprese edili appaiono favorevoli: l'indice sul clima di fiducia dell'Istat si è irrobustito nel primo trimestre del 2025 soprattutto per la componente degli edifici, mentre si è indebolito per le opere d'ingegneria civile. L'indice PMI delle costruzioni ha guadagnato nuovo slancio in marzo (da 48,2 a 52,4), collocandosi in territorio espansivo. Il miglioramento è stato alimentato dai nuovi ordini e si registra una ripresa anche nelle componenti dell'edilizia residenziale e dell'ingegneria civile, che nei mesi scorsi avevano segnalato maggiore debolezza rispetto al non residenziale.

Nel terziario il valore aggiunto è aumentato dello 0,6 per cento nel 2024, in rallentamento rispetto al 2023; nello scorcio finale dello scorso anno si è indebolito (-0,1 per cento in termini congiunturali) in quasi tutti i settori, a eccezione dell'immobiliare e delle attività professionali. Le inchieste sembrano prospettare una tenuta dell'attività dei servizi nel breve periodo: l'indice di fiducia dei servizi di mercato dell'Istat nella media del trimestre gennaio-marzo ha recuperato in parte la contrazione occorsa nel finale dello scorso anno. Analogamente il PMI del comparto ha registrato in marzo un lieve indebolimento dopo la forte crescita di febbraio, ma resta in territorio espansivo. Il fatturato dei servizi ha accelerato in gennaio in tutti i settori a eccezione di quelli di alloggio e ristorazione.

Quanto alla natalità d'impresa, secondo i dati Movimprese nel 2024 il saldo fra iscrizioni e cessazioni è risultato positivo, per oltre 36.000 unità, seppure in calo rispetto al 2023 per circa quindici punti percentuali. La demografia d'impresa rimane poco dinamica⁷, registrando sia nelle iscrizioni sia nelle cessazioni una tendenza lievemente crescente sostanzialmente assente nel decennio pre-pandemia. Dal punto di vista settoriale, sono risultate in flessione le imprese nell'agricoltura, nel commercio e nella manifattura; d'altro canto, cresce il numero di imprese nelle costruzioni, nelle attività immobiliari, nelle attività professionali e in quelle legate al turismo e alla ristorazione.

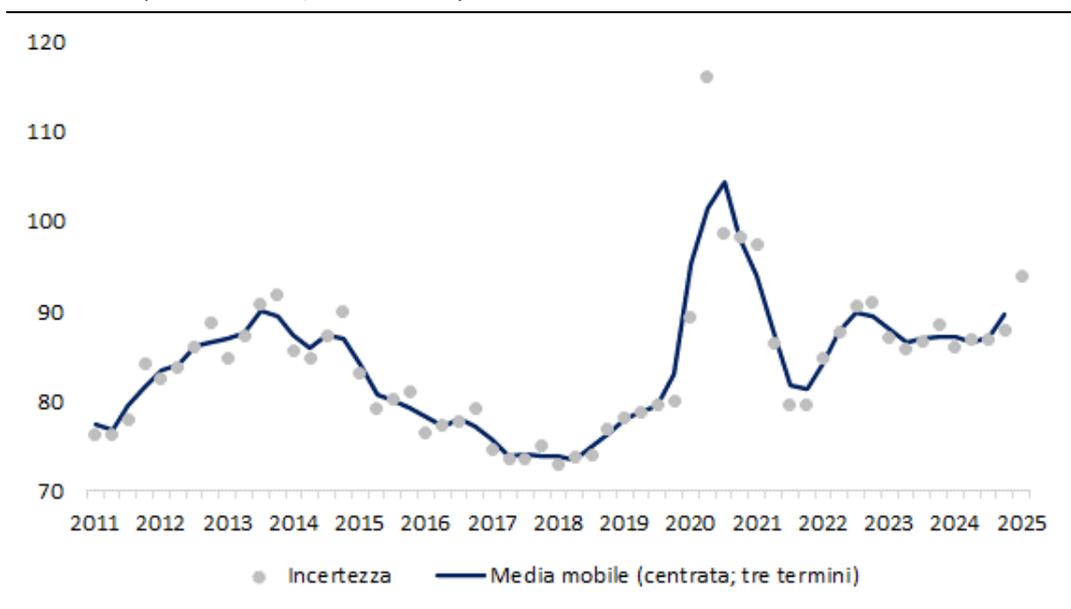
Il turismo è sostenuto dai flussi internazionali: secondo i dati provvisori sulla bilancia turistica riportati dalla Banca d'Italia, nel complesso del 2024 l'avanzo ha raggiunto i 21,0 miliardi di euro, pari all'1,0 per cento del PIL.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come combinazione dei climi settoriali, è risultato nel trimestre scorso in lieve crescita congiunturale, sfiorando la media del 2024, dopo la flessione in autunno.

L'incertezza di famiglie e imprese, rilevata dall'indicatore dell'UPB, ha segnato nella media dei mesi invernali un forte incremento (fig. 11), trainato principalmente dalla componente delle imprese.

⁷ Si consolida, anche per la demografia d'impresa, il fenomeno delle c.d. "culle vuote", ovvero dei comuni con zero registrazioni.

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



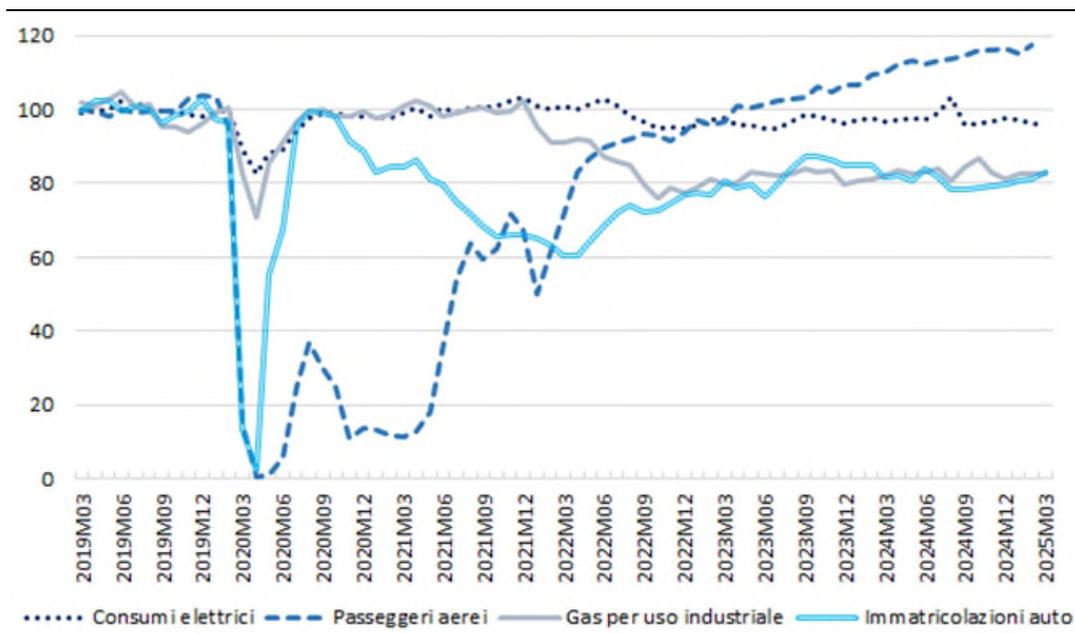
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Le indicazioni più recenti e le previsioni di breve termine

Le variabili quantitative mensili più tempestive delineano nel breve termine una lieve accelerazione dell’attività economica, sebbene in alcuni casi i livelli pre-COVID degli indicatori non siano ancora stati recuperati (fig. 12). Le variabili relative ai trasporti sono in crescita, le immatricolazioni auto hanno ripreso un percorso di modesta risalita e la crescita del numero di passeggeri aerei resta marcata; i consumi energetici sono invece deboli, quelli di gas industriale si sono stabilizzati e quelli elettrici si sono lievemente ridotti.

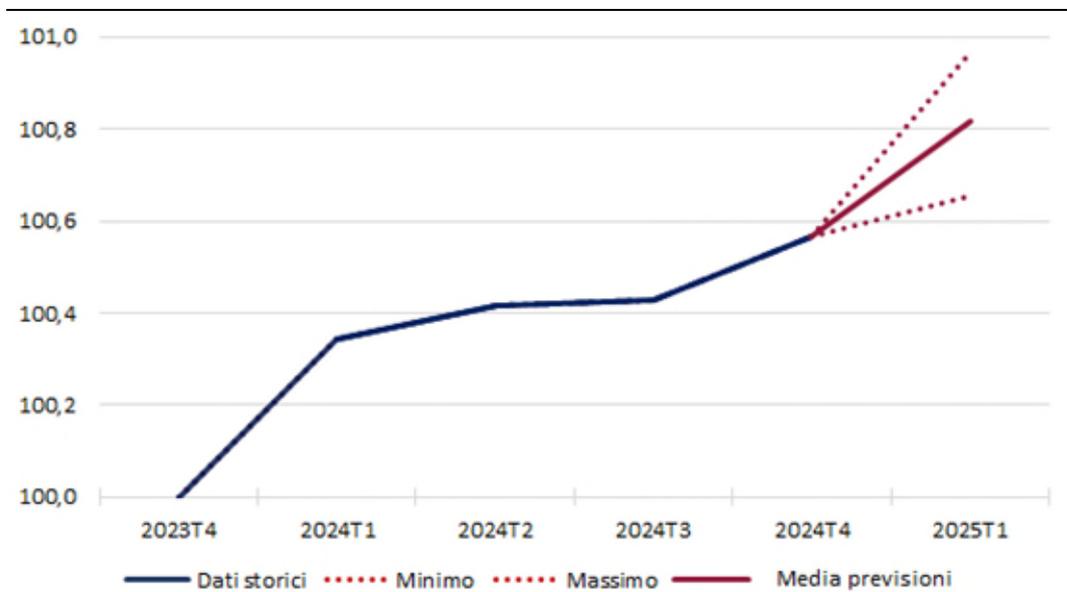
Secondo le stime dell’UPB nel primo trimestre di quest’anno la crescita del PIL sarebbe stata superiore ai due trimestri precedenti, sebbene moderata (0,25 per cento). La manifattura, dopo un lungo periodo di flessione, dovrebbe aver ripreso a crescere, mentre nei servizi le evidenze dai dati tempestivi sono eterogenee, ma nel complesso ci si attende un recupero dopo la flessione osservata alla fine del 2024; sulle costruzioni peserà invece l’ampiezza del contro-shock legato all’esaurimento degli incentivi statali, per cui la previsione risulta particolarmente incerta, ma al momento i modelli di breve termine sono ottimistici. Nel complesso quindi ci si attende una variazione positiva del PIL, ma contenuta (fig. 13).

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



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

Fig. 13 – Previsioni di breve termine del PIL (1)
(numero indice 2023T4=100)



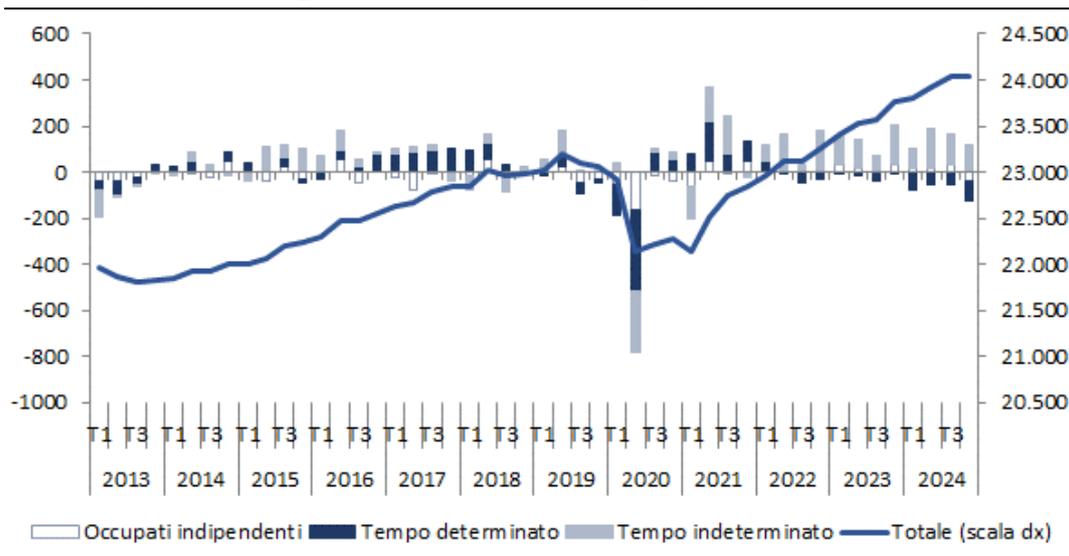
(1) Le previsioni del PIL sono ottenute con i modelli di breve termine dell'UPB (per maggiori dettagli si veda "Gli strumenti di previsione macroeconomica dell'UPB").

Il mercato del lavoro si stabilizza e i salari recuperano in termini reali

Nel 2024 l'occupazione ha continuato a rafforzarsi, seppure con ritmi inferiori a quelli dell'anno precedente e in attenuazione nel trimestre finale. La variazione del numero delle persone occupate si è ridotta all'1,6 per cento in media d'anno (dall'1,9 nel 2023) così come quella dell'input di lavoro (al 2,2 rispetto al 2,4 per cento), mentre la dinamica del PIL è rimasta invariata (0,7 per cento in entrambi gli anni). Il rallentamento delle ore lavorate si è acuito nello scorcio finale dell'anno, nonostante il dinamismo nelle costruzioni e nell'agricoltura; in termini pro capite le ore lavorate hanno decelerato in tutti i comparti nel quarto trimestre, segnalando il perdurare di possibili fenomeni di *labour hoarding*. Nell'edilizia le tensioni dal lato della domanda di lavoro si sono manifestate in un tasso di posti vacanti stabilmente alto per tutto il 2024, a fine anno intorno al 3 per cento. La produttività oraria nel totale dell'economia si è ridotta lo scorso anno, sebbene con intensità inferiore nello scorcio finale.

Il numero delle persone occupate, che era cresciuto in modo vivace nella parte centrale dello scorso anno, si è stabilizzato a fine 2024 (sulla base della Rilevazione trimestrale sulle Forze di lavoro): nel quarto trimestre è proseguito l'aumento degli occupati a carattere permanente, mentre gli autonomi e gli addetti a termine sono diminuiti, questi ultimi in modo considerevole (86.000 unità) (fig. 14); si è ridotta l'occupazione femminile e quella nella fascia più giovane (16.000 unità nella classe 15-24 anni). In base a indicazioni preliminari, tuttavia, il numero degli addetti avrebbe recuperato a inizio 2025, in modo particolare nelle fasce estreme della popolazione attiva (15-24 e oltre 50 anni), associandosi a una diminuzione dei disoccupati e degli inattivi rispetto alla fine del 2024.

Fig. 14 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali assolute e livelli in migliaia)



Fonte: Istat.

Secondo i dati amministrativi dell'Osservatorio INPS sul mercato del lavoro, relativi al settore privato non-agricolo, nel 2024 la creazione di posti di lavoro (comprensiva delle trasformazioni e al netto delle cessazioni) ha riguardato in prevalenza i servizi, soprattutto quelli legati al turismo e alle attività professionali ma, nel complesso, ha rallentato. Le nuove assunzioni sono diminuite (-1,8 per cento), soprattutto con riferimento ai contratti di apprendistato e a tempo indeterminato. Il ricorso alle misure di integrazione salariale nel 2024 ha ripreso vigore (20,0 per cento in più rispetto all'anno precedente), dopo due anni di riduzioni. La quota preponderante di ore autorizzate della Cassa Integrazione Guadagni ha riguardato l'industria in senso stretto e ha raggiunto nella media del 2024 il 91 per cento del totale dell'economia; è aumentato parallelamente anche il ricorso ai Fondi di Solidarietà nel commercio.

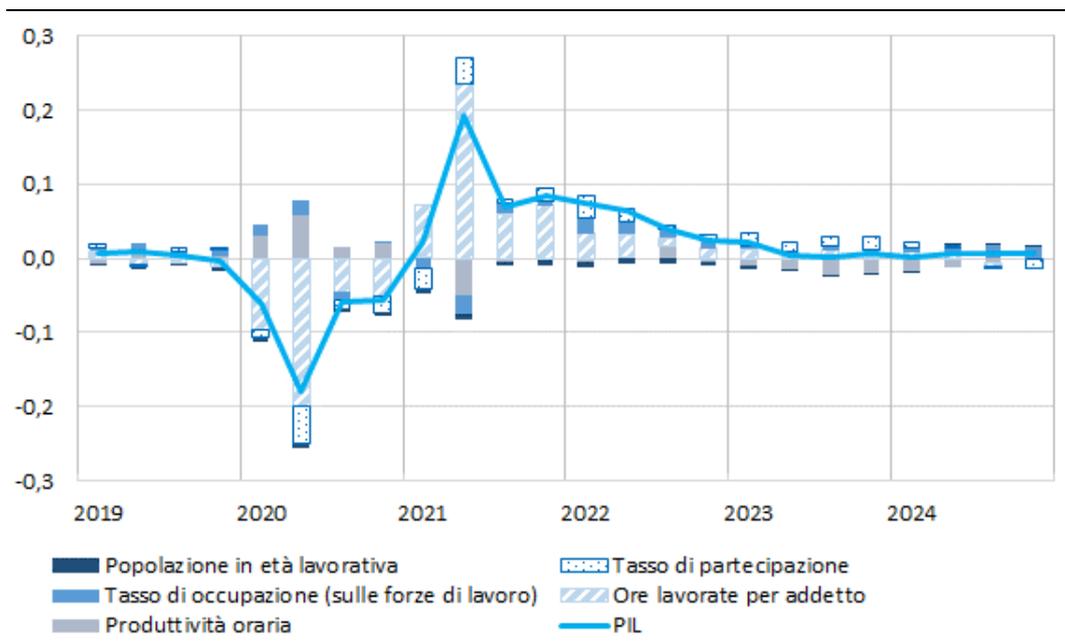
Il tasso di partecipazione (15-64 anni) ha mostrato una lieve tendenza al ribasso per tutto il 2024, che ha invertito la dinamica dell'anno precedente, ma resta comunque su livelli storicamente elevati (66,5 per cento nel quarto trimestre). Al contempo il tasso di disoccupazione ha continuato a ridursi fino a raggiungere valori minimi da oltre 15 anni (6,3 per cento nel quarto trimestre); vi contribuiscono effetti di composizione, in quanto l'invecchiamento della popolazione e le riforme pensionistiche spostano l'occupazione sulle fasce più elevate di età, caratterizzate da tassi di disoccupazione in genere più bassi. Secondo indicazioni preliminari, il tasso di disoccupazione sarebbe ulteriormente sceso, al 6,0 per cento in febbraio.

Nel 2024 si è avuto un calo consistente del numero di persone in cerca di un impiego rispetto all'anno precedente (274.000 unità in meno), che si è associato anche all'aumento degli inattivi (23.000), con maggiore evidenza tra le donne e nella fascia più giovane (15-34 anni). I motivi della mancata ricerca di lavoro sono per la maggior parte legati allo studio, anche se aumenta lievemente rispetto al 2023 la quota di quanti adducono motivi familiari o che sono in attesa degli esiti di precedenti ricerche.

Scomponendo la variazione tendenziale del PIL in termini dei contributi delle principali variabili del mercato del lavoro (incluse produttività del lavoro e demografia), si osserva come la crescita economica nel 2024 sia stata sostenuta principalmente dal tasso di occupazione, mentre nel secondo semestre è diventato negativo l'apporto del tasso di partecipazione (fig. 15). La popolazione in età lavorativa è lievemente cresciuta dalla primavera (sulla base della Rilevazione trimestrale sulle Forze di lavoro) e il contributo alla crescita della produttività oraria è tornato positivo a fine 2024 dopo quasi due anni; l'apporto delle ore lavorate per addetto resta invece negativo.

Le retribuzioni contrattuali l'anno scorso sono state sostenute (3,0 per cento), soprattutto nell'industria, da un processo negoziale ancora parziale in quanto a fine anno circa la metà dei lavoratori (50,8 per cento) era in attesa di rinnovo. La dinamica dei salari orari è risultata a inizio 2025 (3,8 per cento tendenziale in gennaio) in lieve accelerazione, principalmente per il contributo del settore privato. Per il totale dell'economia, la crescita

Fig. 15 – Crescita del PIL in termini reali e mercato del lavoro
(variazioni percentuali tendenziali; contributi alla crescita)



Fonte: elaborazione su dati Istat.

delle retribuzioni contrattuali si continua a mantenere superiore a quella dei prezzi al consumo, per circa due punti percentuali, indicando quindi un recupero del potere d'acquisto dei lavoratori; tale andamento risulta nel complesso più elevato di quello dell'indice di riferimento per la contrattazione collettiva del 2024 (1,9 per cento secondo l'IPCA al netto degli energetici importati). La variazione delle retribuzioni orarie di fatto è andata man mano aumentando durante il 2024, fino ad arrivare al 3,2 per cento nel quarto trimestre.

La perdita dei salari reali dovuta ai rincari degli anni scorsi si è gradualmente ridotta nel corso del 2024 ma rimane ampia rispetto al 2021. Il CLUP nel 2024 è cresciuto del 4,4 per cento, quasi un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente; a fine anno il costo orario del lavoro ha rallentato su base tendenziale e la produttività è risultata pressoché stabile.

L'inflazione in marzo è tornata al 2,0 per cento

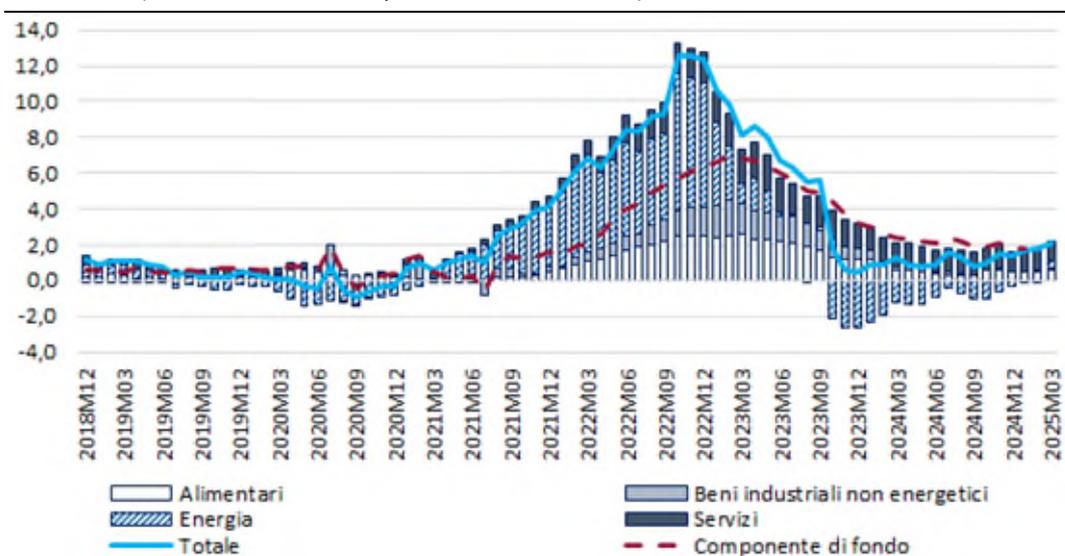
Nel 2024 l'inflazione in Italia è scesa all'1,0 per cento (NIC), ben al di sotto del valore registrato nel 2023 (5,7 per cento), grazie alla deflazione dei beni energetici ma anche al rallentamento dei prezzi degli alimentari. Tuttavia, nel primo trimestre del 2025 si è osservata una graduale ripresa dell'inflazione, all'1,7 per cento rispetto all'1,2 del trimestre finale del 2024. L'accelerazione dei prezzi è dovuta principalmente all'incremento dell'inflazione dei beni energetici, che torna positiva da febbraio, oltre ai

rincari nel comparto alimentare; nei servizi la dinamica dei prezzi resta stabile, sebbene sopra la media complessiva.

Secondo i dati preliminari l'inflazione è aumentata in marzo al 2,0 per cento sull'indice NIC (da 1,6 di febbraio) e al 2,1 nella misura armonizzata, valori che non si registravano dall'autunno del 2023. L'aumento risente della ripresa delle componenti più volatili dei prezzi: torna infatti positiva la variazione dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (1,3 per cento da -1,9 per cento, con un impatto sul totale enfatizzato dall'aumento recente del peso di tali voci nel paniere) e si rafforza anche quella degli alimentari non lavorati (3,3 per cento da 2,9). L'inflazione mostra un lieve aumento anche per i beni del cosiddetto "carrello della spesa" (beni alimentari e beni per la cura della casa e della persona), raggiungendo il 2,1 per cento (dall'1,7 per cento di dicembre) (fig. 16). La componente di fondo resta invece invariata, poco sotto l'obiettivo della BCE, all'1,7 per cento nella misura nazionale e all'1,9 in quella armonizzata.

Nella media del 2024 la crescita dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato dell'Italia (1,1 per cento, da 5,9 nel 2023) è stata notevolmente inferiore a quella dell'area dell'euro (2,4 per cento); tuttavia, durante il corso dell'anno il differenziale si è andato riducendo per via del graduale riassorbimento del contributo negativo delle voci energetiche (fig. 17). Nel primo trimestre del 2025 la differenza rispetto all'area dell'euro si è ridotta a 0,5 punti percentuali, per gran parte influenzata dal dato di marzo che ha quasi chiuso il divario con il valore europeo.

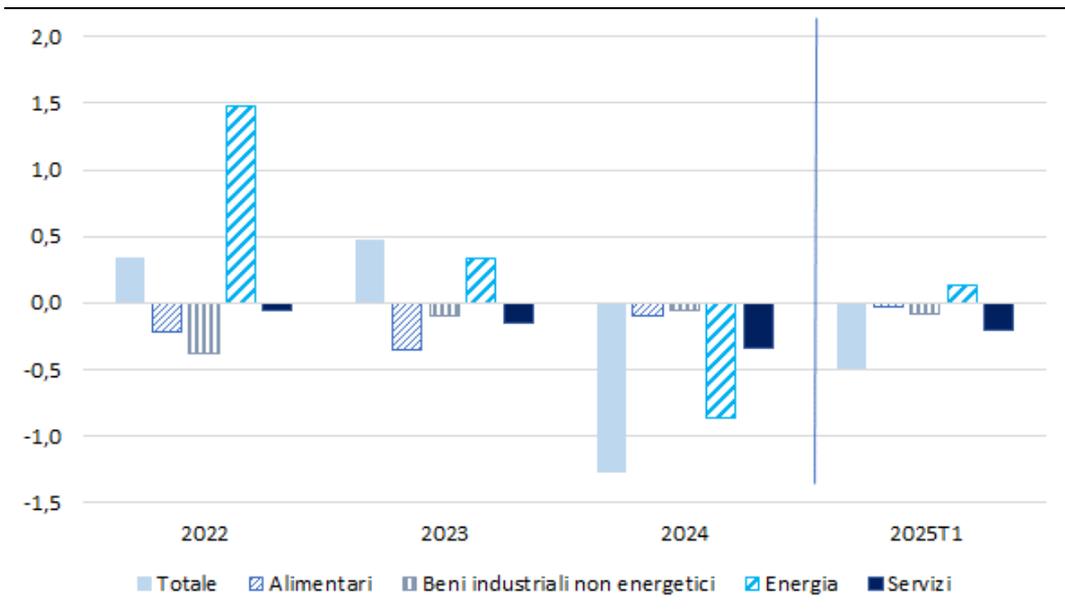
Fig. 16 – Inflazione al consumo in Italia (1)
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat relativi all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA).

(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo, 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.

Fig. 17 – 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, tra l'Italia e l'area dell'euro.

La diffusione tra le diverse voci dell'inflazione resta ancora contenuta: a inizio 2025 circa il 60 per cento dei beni e servizi del paniere mostrava variazioni sotto il due per cento, nonostante la risalita dell'indice a inizio anno, dovuta per lo più a incrementi estremi su un numero limitato di voci.

Le spinte deflative dall'estero e a monte del processo di produzione sono andate esaurendosi nel corso del 2024 e a fine anno nuove tensioni nel mercato energetico hanno attivato i prezzi a monte della catena di distribuzione. All'inizio del 2025 tali spinte sono divenute più evidenti, sia nei prezzi all'importazione (1,4 per cento la variazione tendenziale in gennaio), sia nei prezzi alla produzione nell'industria (al 6,2 per cento in febbraio), per il contributo dell'energia elettrica e del gas sul mercato interno. Anche nelle costruzioni si ravvisano segnali di accelerazione dei prezzi alla produzione, seppure di entità modesta e riconducibili alla manodopera. Nei servizi la crescita dei prezzi alla produzione nel 2024 è stata del 3,7 per cento, in accelerazione nei due trimestri finali dell'anno, con punte del 5,0 per cento per i servizi di trasporto e magazzinaggio e di informazione e comunicazione.

Nel 2024 le aspettative di inflazione di consumatori e imprese sono risultate contenute; tuttavia, a inizio 2025 è risalita la quota di aziende intervistate nelle indagini Istat che considera una possibile ripresa dei listini (al 14,0 per cento nel primo trimestre dal 9,6 del precedente). Anche una quota non trascurabile dei consumatori (43,5 nel primo trimestre 2025 rispetto a 36,9 del precedente) comincia a prefigurare un'accelerazione dei prezzi nei prossimi 12 mesi. I direttori degli acquisiti intervistati per l'Indice PMI hanno segnalato che in marzo i prezzi alla vendita hanno subito il primo incremento in sette mesi, riflettendo il tentativo di proteggere i margini.

Riquadro – Shock riallocativi nel mercato del lavoro e produttività nel comparto manifatturiero

Le dinamiche di riallocazione del lavoro rappresentano un elemento cruciale per comprendere l'evoluzione della produttività e della disoccupazione in economie caratterizzate da un'elevata eterogeneità settoriale, come quella italiana. Il trasferimento dei lavoratori tra settori e imprese incide non solo sulla crescita dell'economia, favorendo un miglior utilizzo delle risorse e un incremento della produttività complessiva, ma anche sulla persistenza della disoccupazione, poiché la transizione tra impieghi può essere ostacolata da frizioni di mercato e *mismatch* di competenze, rallentando l'assorbimento della forza lavoro.

Recentemente l'UPB (2024) ha evidenziato come nel post-pandemia la crescita dell'occupazione sia stata sostenuta anche da meccanismi di *labour hoarding*, ossia dalla propensione delle imprese a mantenere i lavoratori in organico nonostante la riduzione della domanda⁸. Sebbene questa strategia possa avere effetti positivi sulla stabilità dell'occupazione nel breve termine, essa potrebbe ritardare il necessario processo di riallocazione del capitale umano verso settori a più alta produttività. Inoltre, studi recenti mostrano come *shock* riallocativi possano avere implicazioni non lineari sulla crescita, poiché il loro impatto sul *matching* tra lavoratori e imprese dipende dall'efficienza del processo di riallocazione⁹. In presenza di frizioni di mercato e costi di aggiustamento, il trasferimento dei lavoratori non garantisce immediatamente un miglior *matching*, ma se il processo viene gestito efficacemente, esso tende a tradursi in un collocamento più efficiente nel medio periodo.

L'indice di riallocazione del lavoro utilizzato in questa nota ricalca la metodologia proposta da Chodorow-Reich e Wieland (2020), ma è costruito a partire dai dati delle indagini Istat sul numero di ore lavorate presso le imprese manifatturiere¹⁰. L'utilizzo delle ore, anziché del numero di occupati, consente di cogliere con maggiore precisione le variazioni nell'intensità dell'input di lavoro, mitigando le distorsioni legate alla flessibilità contrattuale e ai regimi di riduzione dell'orario di lavoro. Formalmente, l'indice di riallocazione (IR_t) è definito come:

$$IR_t = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^I s_{it} \left| \frac{(1 + g_{it})}{(1 + g_t)} - 1 \right|$$

dove g_i e g rappresentano rispettivamente il saldo a livello settoriale e aggregato del numero di ore lavorate (quota di rispondenti che dichiarano un aumento al netto di quelli che riportano una diminuzione) e s_i indica la quota di occupati nel settore i -esimo sul totale economia. Valori relativamente elevati dell'indicatore segnalano una forte variabilità tra settori, mentre valori prossimi a zero segnalano assenza di eterogeneità nei saldi settoriali rispetto al dato aggregato. L'indicatore è stato costruito considerando 13 sottosezioni ATECO relative al comparto manifatturiero.

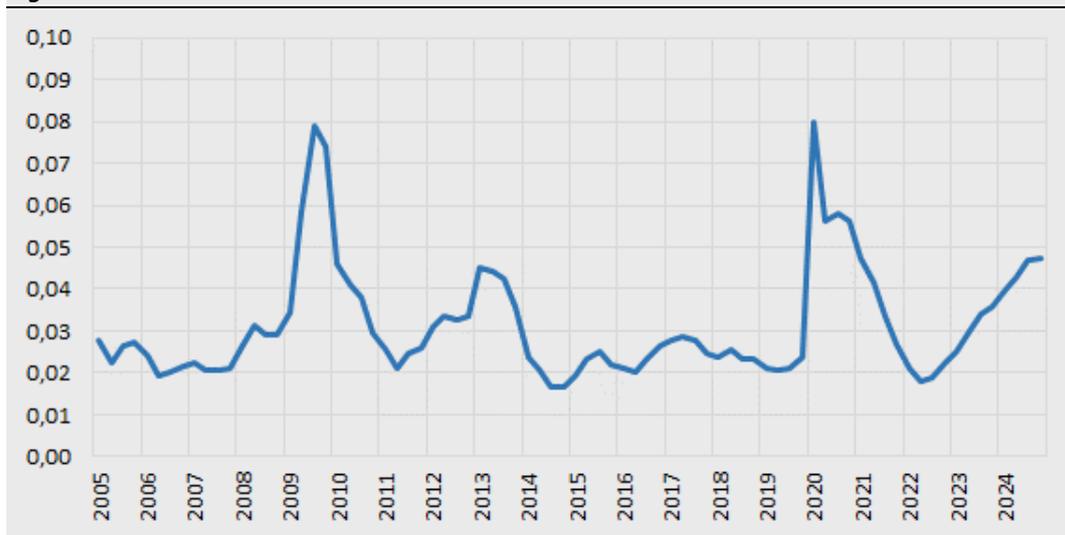
Come mostrato nella figura R1, l'indice di riallocazione mostra una chiara ciclicità, con picchi significativi nei periodi di recessione e successivi aggiustamenti nella fase di ripresa. Il primo picco, durante la crisi finanziaria globale del 2008-09, suggerisce un'intensa riallocazione della forza lavoro all'interno del comparto manifatturiero. Nel periodo successivo l'indicatore ha segnato un picco relativo, in corrispondenza della crisi del debito sovrano del 2013-14, per poi attestarsi su valori bassi fino allo scoppio della pandemia nel 2020. La tendenza crescente osservata nel biennio più recente appare riconducibile a un processo di adeguamento strutturale volto a favorire il riallineamento della forza lavoro verso produzioni in espansione per assecondare i cambiamenti strutturali, di domanda e di offerta, in seguito alla pandemia.

⁸ Si rimanda alla [Nota sulla congiuntura di aprile 2024](#) dell'UPB.

⁹ Si veda, ad esempio, García-Cabo, J., Lipińska, A., & Navarro, G. (2023). *Sectoral shocks, reallocation, and labor market policies*. *European Economic Review*, 156, 104494.

¹⁰ Chodorow-Reich, G. & Wieland, J. (2020). *Secular Labor Reallocation and Business Cycles*. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(1), 1-39.

Fig. R1 – Indice di riallocazione



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Al fine di investigare le relazioni dinamiche tra la riallocazione e il *mismatch* del mercato del lavoro nel comparto manifatturiero, si è utilizzato un modello VAR che oltre a IR_t include la produttività oraria e i posti vacanti, stimato su dati trimestrali nel periodo 2005-2024. Le funzioni di risposta riportate nella figura R2 evidenziano come uno *shock* all'indice di riallocazione (ovvero un aumento della riallocazione delle ore lavorate tra settori) inizialmente può associarsi a inefficienze e *mismatch* nel mercato del lavoro ma poi nel tempo si associa a un migliore utilizzo del capitale umano e a recuperi di efficienza.

Nello specifico, in seguito a riallocazioni la produttività oraria inizialmente si contrae, in virtù dei costi d'adeguamento e per inefficienze nel *matching* tra lavoratori e imprese; l'intensificarsi della riallocazione delle ore lavorate tra settori comporta che una quota significativa di forza lavoro sia in transizione o temporaneamente inattiva, determinando una perdita di efficienza aggregata nel breve termine. Dopo alcuni trimestri, tuttavia, i lavoratori vengono assorbiti da settori caratterizzati da una maggiore produttività oraria, il che consente alla produttività aggregata di risalire e raggiungere un valore superiore a quello precedente lo *shock*.

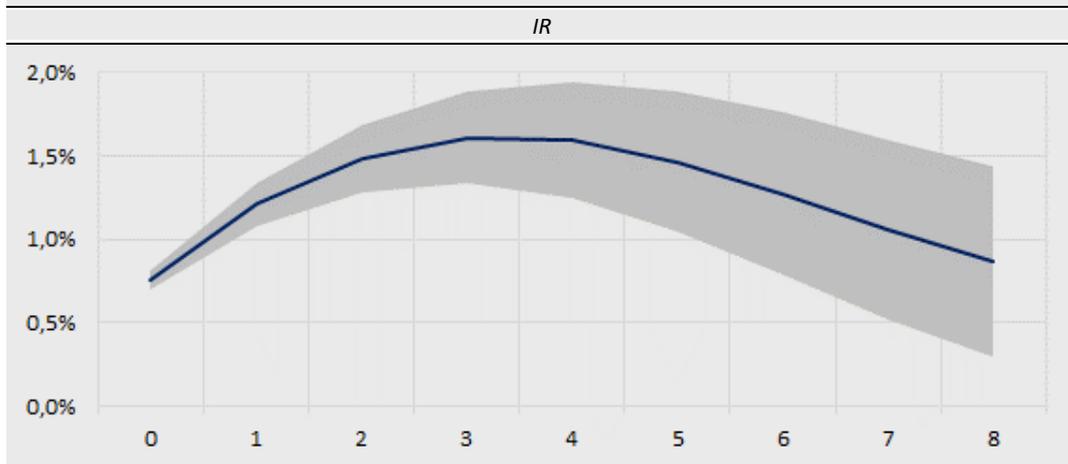
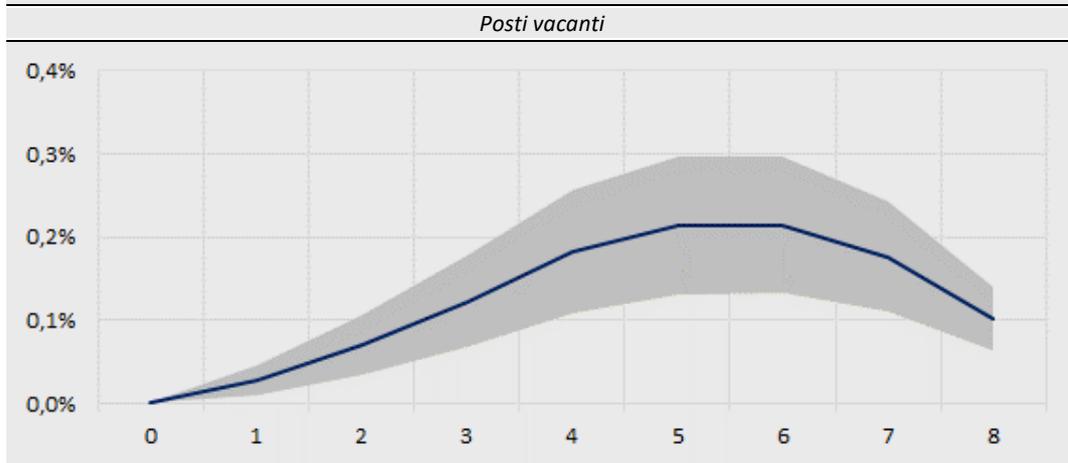
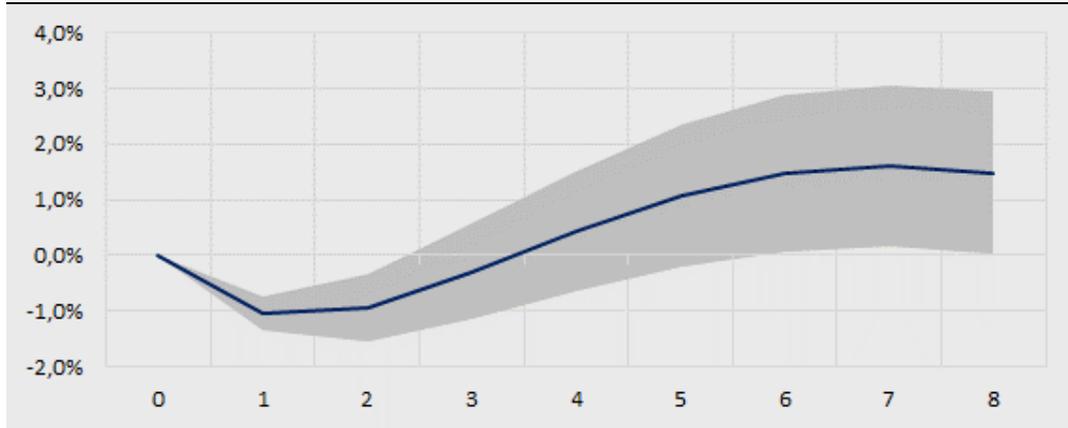
Parallelamente, la risposta dei posti vacanti alle riallocazioni del lavoro rivela un andamento simile. Inizialmente, si registra un incremento dei posti vacanti, riflesso della crescente domanda di lavoro nei settori in espansione, mentre nei settori in contrazione si verificano separazioni non immediatamente compensate da un riassorbimento della forza lavoro. Questo effetto, coerente con la teoria delle frizioni di ricerca e *matching*, indica una fase di disallineamento temporaneo nel mercato del lavoro, che si risolve progressivamente man mano che il processo di *matching* si completa, riducendo i livelli di posti vacanti e stabilendo un nuovo equilibrio tra domanda e offerta di lavoro¹¹.

Il miglioramento della produttività oraria aggregata potrebbe non riflettersi pienamente in una dinamica salariale favorevole. In presenza di inefficienze persistenti nella riallocazione della forza lavoro, è infatti possibile che sia la crescita della produttività sia quella dei salari risultino attenuate, contribuendo alla persistenza del divario strutturale tra le due misure in Italia¹².

¹¹ Al riguardo si vedano, tra gli altri, Foroni, C., Furlanetto, F., & Lepetit, A. (2018). *Labor supply factors and economic fluctuations*. *International Economic Review*, 59(3), 1495-1520; Consolo, A. & Abbritti, M. (2024). *Labor market segmentation, mismatch, and macroeconomic dynamics*. *European Economic Review*, 170, 104873.

¹² Per una disamina sulle dinamiche tra salari, produttività e disallineamenti tra domanda e offerta di lavoro in Italia si rimanda al rapporto ILO uscito a fine marzo e disponibile all'indirizzo: https://www.ilo.org/sites/default/files/2025-03/rapporto_mondiale_sui_salari_2024_nota_italia_3.pdf.

Fig. R2 – Funzioni di risposta a un impulso sull'indice di riallocazione (1)
Produttività



(1) Le aree in grigio indicano intervalli di confidenza al 95 per cento.