

Rapporti di previsione - Centro Studi Confindustria

L'ECONOMIA ITALIANA TORNA ALLA BASSA CRESCITA?

AUTUNNO 2023



CONFINDUSTRIA
Centro Studi



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

L'ECONOMIA ITALIANA TORNA ALLA BASSA CRESCITA?

Autunno 2023

Il Rapporto è stato coordinato da Alessandro Fontana e Ciro Rapacciuolo.

Gli autori del capitolo sono:

Tullio Buccellato, Pasquale Capretta, Stefano Di Colli, Sofia Felici, Giovanna Labartino, Francesca Mazzolari, Stefano Olivari, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Lorena Scaperrotta.

Gli autori dei Focus sono:

1. Pasquale Capretta, Stefano Di Colli, Sofia Felici, Francesca Mazzolari;
2. Stefano Di Colli, Ciro Rapacciuolo;
3. Piergiorgio Carapella, Stefano Olivari;
4. Stefano Di Colli, Sofia Felici, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo;
5. Pasquale Capretta, Stefano Di Colli, Francesca Mazzolari, Stefano Olivari;
6. Tullio Buccellato, Stefano Olivari;
7. Stefano Olivari, Lorena Scaperrotta.

L'*editing* è stato curato da Gianluca Gallo.

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 24 ottobre 2023.

Per commenti scrivere a: csc@confindustria.it

Edito da:



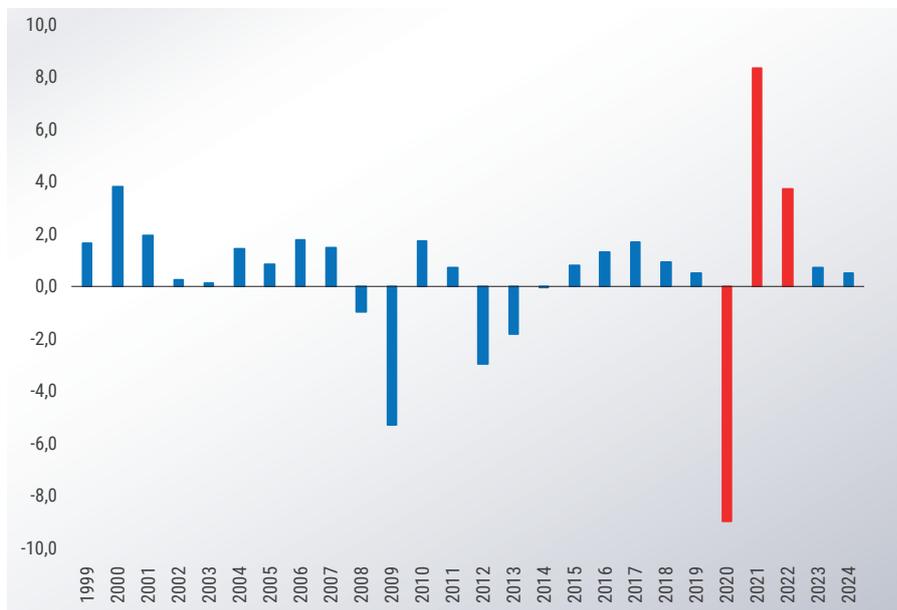
Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

INDICE

Introduzione	5
Le previsioni per l'economia italiana	13
1. Il PIL	15
2. Le componenti del PIL dal lato della domanda	20
3. L'occupazione	28
4. Le retribuzioni e i prezzi	32
5. La finanza pubblica	38
6. Il credito per le imprese	41
7. Lo scenario internazionale	45
Focus	69
1. Il contributo di profitti e costo del lavoro alla dinamica inflattiva in Italia	71
2. Depositi delle imprese italiane: il calo troppo rapido e profondo preoccupa	77
3. Ancora incompleta la riforma del Patto di Stabilità e Crescita	84
4. La recessione tedesca e i possibili riflessi sull'economia italiana	92
5. Stima dell'impatto macroeconomico degli investimenti del PNRR	103
6. Cina, modello in crisi o in trasformazione?	108
7. La manovra di bilancio nel DPB 2024	116

INTRODUZIONE

Grafico A
Il ritorno dell'Italia alla bassa crescita, dopo gli anni anomali
 (PIL, dati annuali, a prezzi costanti, var. %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

**DINAMICA DEBOLE
 DELL'ECONOMIA
 ITALIANA PER:**



**INFLAZIONE
 E TASSI ALTI**

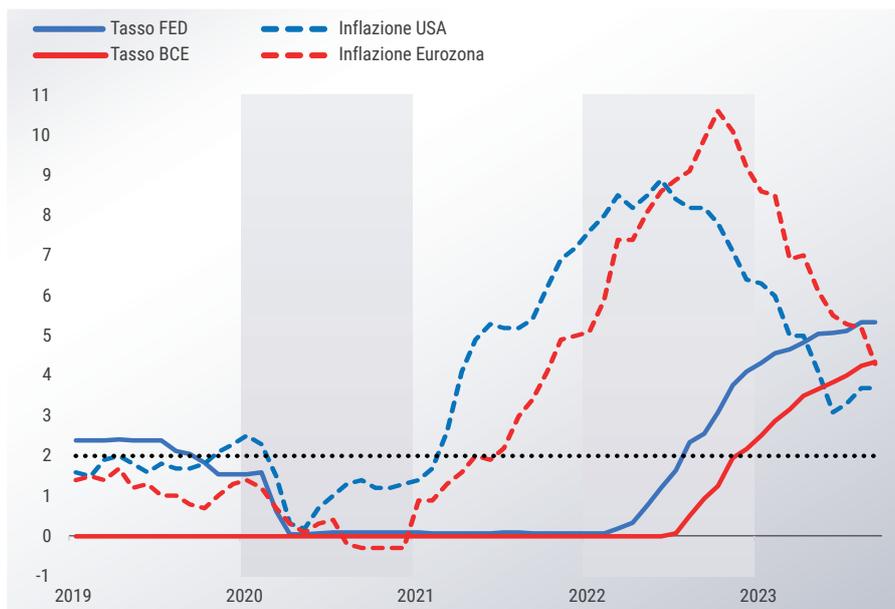
Ciò non avviene per effetto di nuovi stravolgimenti, che nel 2023 comunque non sono mancati ma il cui impatto è per ora limitato, se comparati a pandemia e crisi energetica. Accade, invece, a seguito della principale risposta di *policy* a tali precedenti eventi avversi e all'inflazione che ne è scaturita: il rialzo dei tassi di interesse. Sono proprio inflazione e tassi alti i motivi principali dell'indebolimento in corso della dinamica dell'economia italiana ed europea. Un ruolo ha avuto, in Italia, anche il progressivo esaurirsi della spinta dovuta al recupero post-pandemia: una volta raggiunti di nuovo i livelli di spesa cui si era dovuto rinunciare, i tassi di crescita dei consumi sono andati diminuendo; nel 2023, su ritmi pari a circa un quarto di quelli del 2022. Lo stesso fenomeno sta interessando il settore dei servizi, trainato fino a pochi mesi fa proprio dal recupero delle spese "fuori casa".

Tassi su, inflazione giù Come atteso, l'inflazione sia in Europa che in America ha decelerato ma rimane "sticky", ovvero resistente, rispetto alla velocità con cui è scesa la quotazione del gas. Il percorso di rallentamento che la sta avvicinando all'obiettivo condiviso del +2,0% annuo è ancora incompleto: è già passato un anno dai picchi degli ultimi mesi del 2022, un anno da quando il prezzo del gas è bruscamente crollato, consentendo appunto l'avvio della discesa dell'inflazione (Grafico B).

Il motivo della lentezza di questo percorso è che, nonostante gli interventi delle banche centrali che miravano a tenere a freno le aspettative di inflazione, si sono manifestati i consueti effetti di *second round* dei precedenti rincari energetici, sui beni e servizi non energetici. Questo ha alimentato anche l'inflazione *core*, che misura le pressioni di prezzo "domestiche": ha toccato un picco a inizio del 2023 e solo di recente ha iniziato a scendere di nuovo.

Grafico B Tassi ai massimi, inflazione ancora elevata

(Dati mensili, valori % e var. % sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv, Eurostat, BLS.

Anche in Italia l'inflazione *core* è in calo, ma permangono pressioni interne che ne frenano la discesa: nel 2024 rimarrà ampio il contributo del costo del lavoro a seguito del rafforzamento delle retribuzioni contrattuali avvenuto in ritardo rispetto all'aumento dell'inflazione (si veda il Focus 1).

Siamo ora arrivati a un punto in cui sia la FED, il *leader*, che la BCE, il *follower* (che hanno rialzato i tassi di 4-5 punti percentuali) stanno riflettendo se tali rialzi siano ormai sufficienti a frenare l'inflazione. I mercati ritengono di sì. Su valori ampiamente restrittivi, molto alti se misurati rispetto al valore zero al quale le attività economiche si erano abituate fino alla prima metà del 2022.

Il sentiero dei tassi incorporato nello scenario CSC conferma questa lettura: non ci saranno ulteriori rialzi e dalla metà del prossimo anno vedremo dei limitati tagli, ancora su livelli restrittivi. I rischi rispetto a tale ipotesi sono orientati sia al ribasso che al rialzo.

C'è una probabilità non nulla che la BCE possa anticipare l'inizio della fase di tagli ai primi mesi del 2024, una volta che i prossimi dati sull'inflazione nell'Eurozona e soprattutto in Italia (dove aiuterà un favorevole "effetto base" in ottobre), mostreranno che il valore del +2,0% è ormai molto vicino, se non addirittura raggiunto. Sarebbe un bene per la nostra economia.

Tuttavia, all'opposto, c'è anche una probabilità significativa che, oltreoceano, contando sulla dimostrata resilienza dell'economia americana, la FED decida di assestare un altro colpo all'inflazione, che è pur sempre ancora sopra il +3,0%. A quel punto, il rischio è che la BCE, pur a fronte di numeri che nell'Eurozona sono molto diversi rispetto agli USA, decida di seguire la strada di "ulteriori rialzi", per evitare ripercussioni sul tasso di cambio dollaro/euro che rischierebbero di alimentare di nuovo l'inflazione. Sarebbe un duro colpo per la nostra economia, ma anche per quella europea, già fiaccata.

Credito costoso e scarso Il canale attraverso cui i rialzi dei tassi stanno impattando sulla domanda interna e, quindi, sul PIL, è quello del credito bancario per famiglie e imprese. Dal lato delle aziende, è aumentato il costo del credito, repentinamente; e questo ha abbattuto la domanda di credito da parte delle imprese. In più, una parte di queste non ha ottenuto i prestiti richiesti, perché anche i criteri di offerta sono stati stretti nell'ultimo anno, dato il peggioramento delle attese sull'economia e qualche difficoltà delle banche sui mercati a

DIMINUISCONO I PRESTITI ALLE IMPRESE ITALIANE



-6,2% annuo

inizio 2023, come mostra l'indagine BLS condotta dalla BCE. Il risultato è una pesante riduzione dello stock di prestiti alle imprese italiane (-6,2% annuo) e un contemporaneo forte aumento degli oneri finanziari (+10,3 miliardi di euro sui dodici mesi, stime CSC). Ne soffre anche la liquidità disponibile in azienda, che si è rapidamente assottigliata perché le imprese nell'ultimo anno hanno utilizzato tutta quella che era in eccesso.

Tutto ciò va a impattare sulle decisioni di investimento: se ne realizzano meno perché, se non ci sono sufficienti mezzi propri, gli investimenti costano di più e non si trovano sufficienti risorse a debito per pagarli. Non è assolutamente una novità. Dal lato delle famiglie, il percorso è del tutto analogo, e passa attraverso i mutui per la casa e il credito al consumo.

Come se questo non bastasse, la stretta sui tassi fa riemergere problemi, dei quali avevamo smesso di occuparci. Primo, sono tornati a salire gli NPL negli ultimi mesi, cioè i prestiti "in sofferenza", perché è aumentato il tasso di deterioramento dei vecchi crediti: un campanello di allarme, che rischia di inceppare ancor più i delicati meccanismi del credito. Secondo, la liquidità di molte imprese potrebbe presto risultare scarsa (si veda il Focus 2), limitando anche l'attività corrente, oltre agli investimenti. A cascata, si registra di nuovo, dopo tanto tempo, un aumento dei ritardi di pagamento tra imprese, sintomo e conseguenza appunto del fatto che le disponibilità di risorse liquide in azienda oggi si stanno esaurendo.

Nuovi rischi da energia e materie prime Le commodity energetiche di recente sono di nuovo al centro delle preoccupazioni. Dopo due anni a seguire col fiato sospeso le impennate repentine del prezzo del gas, che pochi conoscevano ma tutti hanno rapidamente imparato a temere, il protagonista sui mercati negli ultimi mesi sembra essere tornato il prezzo del petrolio. Il Brent ha improvvisamente ripreso a salire durante i mesi estivi, riaffacciandosi oltre quota 90 dollari al barile: un prezzo decisamente alto e controproducente per l'economia mondiale. In particolare, per i paesi importatori come l'Italia, dove le famiglie ne stanno subendo già l'impatto sulle spese per i trasporti, tramite l'aumento rapido del prezzo dei carburanti. I quali entrano immediatamente nel calcolo dell'inflazione, nella componente energetica.

Questo è avvenuto prima della nuova guerra Israelo-palestinese, che finora non sembra soffiare ulteriormente sulla quotazione del petrolio. Ma questo focolaio, che si somma all'invasione russa dell'Ucraina che dura ormai da più di un anno e mezzo, accresce l'incertezza sullo scenario globale. E rischia di infiammare sia il prezzo del gas, sia quello del petrolio, nel caso di un allargamento della guerra ai paesi vicini.

I prezzi internazionali delle altre commodity, in particolare quelli dei metalli e delle derrate agricole, per ora restano su un profilo di riduzione avviato per via del rallentamento dell'economia globale. Un normale meccanismo di aggiustamento del sistema economico. Tuttavia, i ribassi sono modesti finora, se confrontati con i precedenti rincari, e quindi i prezzi *non energy* restano su livelli elevati rispetto a quelli pre-pandemia: il costo addizionale per famiglie e imprese rimane.

Scenario internazionale molto complesso Lo spostamento dei consumi dai beni ai servizi, l'indebolimento dell'industria europea, che gravita intorno a quella tedesca, e le condizioni più difficili per la domanda, soprattutto di investimenti, a causa della stretta monetaria e dell'inflazione ancora alta, frenano la manifattura globale e ciò si riflette nel calo del commercio mondiale, su cui pesa anche la chiusura della Cina, il rafforzamento del dollaro (valuta di riferimento di buona parte degli scambi), il moltiplicarsi delle barriere commerciali (oltre 3mila nel 2022, da meno di mille nel 2019).

Tabella A
Le esogene internazionali
della previsione
(Variazioni %)

	2022	2023	2024
Commercio mondiale	3,2	-1,0	2,0
PIL - Stati Uniti	2,1	2,1	1,4
PIL - Area euro	3,5	0,5	0,6
PIL - Paesi emergenti	4,1	3,9	4,0
Prezzo del petrolio ¹	101	85	90
Prezzo del gas (Europa)	124	40	44
Cambio dollaro/euro ²	1,05	1,08	1,06
Tasso FED effettivo ³	1,68	5,02	5,08
Tasso BCE ³	0,58	3,80	4,31

¹ Brent, dollari per barile; ² livelli; ³ valori %.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv, FMI, CPB.

Secondo dato: continua a correre l'eterogenea locomotiva dei paesi emergenti, vero motore della crescita globale. Tra questi la Cina, nonostante tutte le incertezze recenti, continua a crescere di vari punti più dei principali paesi avanzati. E assume sempre più importanza l'India, spesso trascurata come seconda grande economia emergente e che invece sta guadagnando spazio come potenza manifatturiera in grado di attrarre fasi produttive di rilievo mondiale, anche ai danni del blasonato vicino, come dimostra l'assemblaggio degli smartphone disegnati negli USA.

Un terzo dato rilevante è che si sta allargando molto la forbice tra la dinamica dell'economia USA, che è forte e resiliente, in modo sorprendente anche per i previsori americani come la FED, e quella dell'Eurozona, che invece è ridotta all'osso e non va meglio di quella italiana. La differenza principale nelle vicende recenti che hanno riguardato le due economie è che quella USA è stata colpita molto meno nel 2022 dallo shock sul prezzo del gas. E non ha dovuto affrontare la difficile e ancora incompleta transizione per ridurre la dipendenza dal gas russo.

In Europa, pesa in particolare la difficoltà della Germania, che aveva la maggiore dipendenza dal gas russo e che è scivolata in una moderata recessione nel 2023. Le analisi del CSC (si veda il Focus 4) mostrano che la crisi in corso in Germania dovrebbe impattare sull'Italia in modo più limitato, rispetto a episodi passati. Per due motivi. Primo, perché è soprattutto una recessione da calo dei consumi e frenata dei servizi, piuttosto che da debolezza dell'industria, che pure rimane. Secondo, perché le interconnessioni tra Italia e Germania, pur restando forti, risultano oggi più deboli del passato.

Italia: resistono solo consumi e occupazione Nello scenario CSC, il PIL italiano avanza di appena il +0,7% nel 2023 (Tabella B). E si tratta di una variazione già interamente acquisita a metà anno. Nel 2024, in media andrà peggio, +0,5%, nonostante un profilo trimestrale previsto in ripresa.

Questa bassa crescita è trainata quasi interamente dalla dinamica dei consumi delle famiglie. I quali, comunque, in media d'anno frenano sia nel 2023, che nel 2024, dopo i ritmi elevati del 2022 che incorporavano il recupero dei livelli pre-pandemia per varie voci di spesa, specie servizi. Quest'anno, i consumi

sono stati finanziati dalla diminuzione della propensione al risparmio, data la debolezza del reddito reale e le condizioni finanziarie più restrittive, mentre nel 2024 saranno agevolati dal recupero del potere d'acquisto, per effetto di una dinamica salariale in rafforzamento e della normalizzazione dell'inflazione.

Tabella B
Le previsioni del CSC per l'Italia
(Variazioni %)

	2022	2023	2024
 Prodotto interno lordo	3,7	0,7	0,5
 Consumi delle famiglie	5,0	1,2	0,6
 Consumi collettivi	0,7	0,5	-0,5
 Investimenti fissi lordi	9,7	0,5	-0,1
 Esportazioni di beni e servizi	9,9	0,8	2,3
 Importazioni di beni e servizi	12,4	0,8	1,9
 Occupazione totale (ULA)	3,5	1,1	0,3
 Occupazione totale (persone)	2,4	1,5	0,8
 Retribuzioni pro-capite	3,6	2,8	3,9
 Prezzi al consumo	8,1	5,8	2,1
 Indebitamento della PA ¹	8,0	5,3	3,8

¹ Valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, Banca d'Italia.

L'occupazione italiana, se misurata in termini di unità di lavoro equivalenti a tempo pieno (ULA), nella media del biennio di previsione cresce in linea con il PIL, anche se quest'anno aumenta un po' di più, grazie allo slancio positivo della prima metà, e l'anno prossimo di meno. In termini di teste, cresce a ritmo più sostenuto in entrambi gli anni. L'espansione nel 2023 è ormai tutta acquisita, e va letta alla luce dello sfasamento temporale rispetto alla dinamica positiva del PIL registrata in precedenza. Il numero di persone occupate, già ferme in estate, rimarrà sostanzialmente stabile nei prossimi trimestri, per ricominciare a risalire solo nella seconda parte del 2024. Nel complesso, si tratta di dati e previsioni che indicano una buona tenuta del mercato del lavoro italiano.

Gli investimenti, invece, che nel 2021 e 2022 erano stati la principale fonte di crescita della nostra economia, frenano bruscamente quest'anno e poi si fermeranno nel prossimo. Con una netta revisione al ribasso rispetto alle stime per il 2024 formulate dal CSC nel Rapporto di marzo. I motivi sono molteplici. Le costruzioni non agiranno più da traino come nel biennio scorso, quando gli investimenti del settore avevano registrato un'espansione straordinaria, grazie ai potenti incentivi fiscali. Gli investimenti pubblici sono attesi in calo nel 2023 e in limitato aumento nel 2024: non mostrano dunque quel profilo di forte crescita che ci si poteva attendere pensando al varo del PNRR.

Un contributo positivo del PNRR è in effetti incorporato in queste previsioni. Le stime di impatto che è possibile sviluppare sul Piano indicano che una completa attuazione degli investimenti inclusi nel PNRR può offrire uno stimolo molto significativo alla crescita nel biennio di previsione (e anche negli anni successivi; si veda il Focus 5). Ma il posticipo dei lavori, come indicato nella NaDEF, suggerisce che lo stimolo effettivo nel biennio si rivelerà molto inferiore

a quello programmato non più tardi di aprile scorso. D'altra parte, l'occasione rappresentata da questo Piano non va sprecata: alzare il potenziale di crescita dell'economia sul medio-lungo termine, grazie alle diverse riforme programmate e alla realizzazione degli investimenti, è la sfida cruciale dei prossimi anni, per evitare di tornare stabilmente alla bassa crescita. E lo è anche per ridurre l'enorme debito pubblico, in rapporto al PIL.

Questi ultimi anni dimostrano come tassi di crescita sostenuti possono avere effetti benefici sul debito pubblico. Tra il 2020 e il 2022, i supporti pubblici hanno superato i 410 miliardi di euro, quasi 23 punti di PIL in 3 anni. Ma il rapporto debito/PIL, tra il 2019 e il 2023, è aumentato di poco più di 5 punti. Sarebbe stato sufficiente limitare la platea dei beneficiari di alcuni bonus per riuscire a salvaguardare il tessuto economico e fermare il ratio ai livelli del 2019.

Nel prossimo anno, tornerà operativo il Patto di Stabilità e Crescita sulla base delle nuove regole proposte dalla Commissione europea o riattivando quelle vecchie (si veda il Focus 3). Per quanto le nuove appaiano un netto miglioramento rispetto al passato, in assenza di uno strumento fiscale centralizzato a livello europeo che permetta di stabilizzare il ciclo in momenti di flessione dell'economia, è elevato il rischio che la *fiscal stance* europea (somma delle politiche di bilancio nazionali) risulti inadeguata al contesto economico, ovvero restrittiva in una fase ciclica negativa, come accaduto nella prima metà del decennio scorso, spingendo l'area in recessione. I rischi connessi all'incompleta realizzazione della *governance* economica, nel lungo termine, appaiono molto elevati soprattutto per un paese ad alto debito come l'Italia.

L'export non traina Le ragioni di scambio dell'Italia migliorano nel 2023, in misura marcata, dopo il crollo subito nel 2022. Questo perché il prezzo del gas e del petrolio nella media dell'anno sono molto sotto i recenti picchi. E intanto i prezzi italiani all'export continuano a mostrare una moderata dinamica in aumento. Questo miglioramento delle ragioni di scambio è un fattore molto positivo perché, a parità di volumi di vendite e di acquisti con le altre economie, migliora il saldo commerciale del Paese, riportando in attivo i conti con l'estero. Che tornano quindi ad essere uno degli elementi di solidità dell'economia italiana.

I dati recenti suggeriscono, con qualche differenza a seconda dell'indicatore specifico con cui si misurano gli andamenti, che le produzioni italiane stanno sostanzialmente mantenendo invariata la loro competitività di prezzo. Se è vero che i prezzi italiani all'export aumentano, nella media del 2023 rispetto allo scorso anno, è anche vero che la loro variazione è piuttosto simile alla dinamica registrata dai prezzi dei principali competitor sui mercati internazionali.

In questo scenario, che include il commercio internazionale negativo quest'anno, la dinamica attesa dell'export italiano resta appena positiva nel 2023 e poi si allinea alla ripresa della domanda mondiale nel 2024. Questo perfetto allineamento del 2024 avviene dopo anni in cui la crescita del nostro export è stata superiore a quella degli scambi mondiali, ovvero anni in cui avevamo guadagnato quote di mercato. Questo processo è previsto fermarsi l'anno prossimo, ma non certo invertirsi: un segnale che appunto la competitività dei prodotti italiani resta elevata, sia in termini di prezzi, che di qualità.

Il contributo alla crescita del PIL che proviene dall'export, misurato però al netto dell'andamento delle importazioni, risulta nullo nel 2023. E poi torna ad essere appena positivo nel prossimo anno. Dunque, dagli scambi con l'estero, complessivamente nel biennio, non viene quel forte stimolo alla crescita economica che si è registrato negli ultimi anni e di cui ora ci sarebbe ancor più bisogno.

LE PREVISIONI
PER L'ECONOMIA
ITALIANA



Tabella 1
Le previsioni del CSC per l'Italia
(Variazioni %)

	2021	2022	2023	2024
€ Prodotto interno lordo	8,3	3,7	0,7	0,5
👤 Consumi delle famiglie residenti	5,3	5,0	1,2	0,6
🇮🇹 Consumi collettivi	1,5	0,7	0,5	-0,5
🏠 Investimenti fissi lordi	20,7	9,7	0,5	-0,1
📦 Scorte (contributo)	1,0	-0,7	-0,1	0,1
📦 Esportazioni di beni e servizi	13,9	9,9	0,8	2,3
📦 Importazioni di beni e servizi	15,1	12,4	0,8	1,9
👤 Occupazione totale (ULA)	9,6	3,5	1,1	0,3
👤 Occupazione totale (persone)	0,8	2,4	1,5	0,8
📊 Tasso di disoccupazione ¹	9,5	8,1	7,7	7,4
📈 Prezzi al consumo	1,9	8,1	5,8	2,1
💰 Retribuzioni pro-capite	-0,6	3,6	2,8	3,9
✉️ Indebitamento della PA ²	8,8	8,0	5,3	3,8
👤 Debito della PA ²	147,1	141,7	140,0	140,4

¹ Valori %; ² valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, Banca d'Italia.

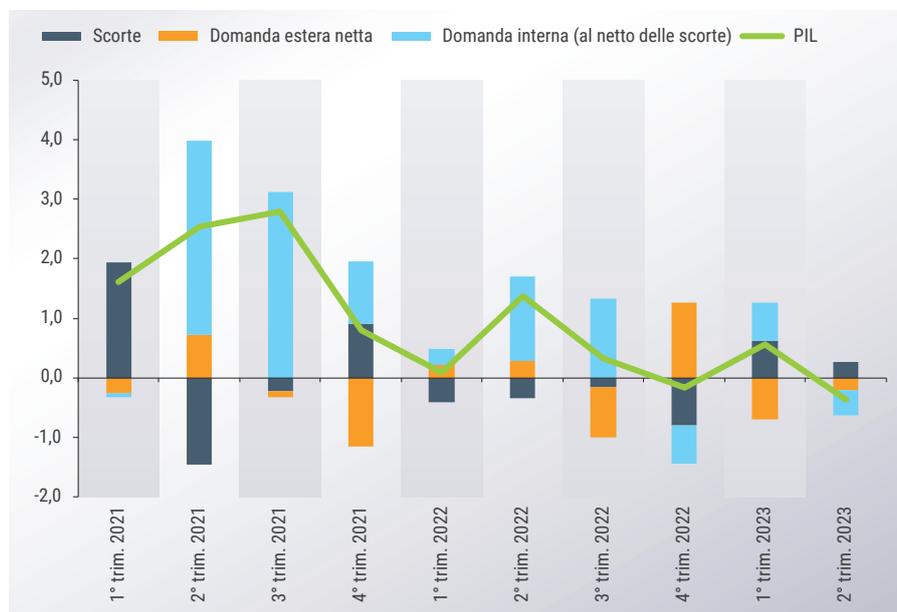
La revisione al rialzo nel 2023 è interamente ascrivibile alla crescita del 1° trimestre particolarmente positiva, ben oltre le attese (+0,6%), che però sarebbe stata pari a zero al netto del contributo molto alto delle scorte (+0,6%). Quella al ribasso nel 2024 è dovuta all'effetto negativo dei tassi di interesse elevati sulle imprese e sulle famiglie, più prolungato di quanto immaginato a marzo perché i primi tagli arriveranno più tardi, e a una dinamica meno favorevole del commercio internazionale, che sarà negativa nell'anno in corso. I consumi collettivi sostengono la dinamica del PIL nel 2023 (+0,5%), ma la frenano in misura marcata nel 2024 (-0,5%).

Il PIL italiano nel 2° trimestre 2023 è diminuito dello 0,4%, con una revisione al ribasso della stima preliminare (che era di -0,3%), già fortemente inferiore alle attese. Questo calo è il secondo negli ultimi 9 mesi, flessione che segue ben 7 trimestri di crescita ininterrotta dal 2020.

La dinamica nel 2° trimestre è stata sostenuta, come nel 1°, dal contributo dei consumi delle famiglie (+0,1% da +0,3%) e della variazione delle scorte (+0,3%) senza la quale la caduta sarebbe stata molto più profonda (-0,7%), mentre gli investimenti fissi lordi (-0,4% da +0,2%) e la spesa della PA (-0,2% da +0,1%) hanno contribuito negativamente. Il buon andamento della variazione delle

scorte è da attribuirsi anche ad un rimbalzo statistico dopo il rilevante calo osservato a fine 2022 (-0,8% il contributo al PIL, dopo 3 trimestri di seguito in negativo). Nel complesso, il contributo della domanda interna al netto delle scorte è stato di -0,4%, quello della domanda estera netta di -0,2% (Grafico 1).

Grafico 1
Contributi alla crescita
trimestrale del PIL
(Italia, dati trimestrali, var. %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

La variazione acquisita del PIL italiano nel 2023, ovvero quella che si avrebbe se il 3° e il 4° trimestre registrassero una crescita nulla, è pari a +0,7%. Si tratta di un'inerzia maggiore di quella media dell'Eurozona (+0,5%), dove si posizionano bene la Francia (+0,8%) e soprattutto la Spagna (+2,3%), mentre la Germania sta entrando nel 2° semestre con un importante ritardo (-0,2%).

Nel 3° trimestre, gli indicatori congiunturali sull'attività economica e sulla fiducia di imprese e famiglie sono peggiorati, il credito a imprese e famiglie si è contratto, prevalentemente per effetto dei tassi elevati, l'inflazione è rimasta sostenuta in prospettiva storica, anche se in calo. D'altra parte, la tenuta dei consumi delle famiglie e un probabile rimbalzo statistico (dopo che il 2° trimestre era stato penalizzato anche da fattori temporanei di natura meteorologica e di calendario) portano a ritenere che il prodotto italiano registrerà una dinamica mediamente piatta nella seconda metà del 2023, e debole ma positiva nel 1° semestre del prossimo anno, anche per effetto del calo dell'inflazione e del progressivo recupero del reddito disponibile reale. Nella seconda metà del 2024, quando dovrebbe riprendere il commercio internazionale e migliorare la fiducia di imprese e famiglie per i primi segnali di allentamento monetario da parte della BCE, si prevede una moderata accelerazione.

I rischi della previsione Nell'attuale contesto, lo scenario previsivo presenta in prevalenza rischi al ribasso, ma anche qualcuno al rialzo.

1. Un nuovo tragico capitolo del conflitto israelo-palestinese si è aperto proprio nei giorni di stesura di questo Rapporto. Un prolungarsi della guerra e un eventuale ampliamento dei paesi coinvolti potrebbero accrescere ulteriormente la frammentazione geopolitica, con effetti negativi sul commercio internazionale; spingere verso un nuovo aumento del prezzo del petrolio, che potrebbe trascinare in alto anche le quotazioni di altre commodity energetiche; accrescere ulteriormente l'incertezza e determinare un calo della fiducia di famiglie e imprese.

2. La dinamica dei prezzi al consumo in Italia e in Europa ha intrapreso un percorso di graduale normalizzazione. Il processo in essere potrebbe richiedere un tempo minore del previsto, spingendo le banche centrali ad accelerare la discesa dei tassi di interesse e anticipando così gli effetti positivi dell'allentamento della politica monetaria. Le eventuali nuove tensioni sui prezzi energetici, invece, andrebbero nella direzione di ritardare la discesa dell'inflazione.
3. Le banche centrali internazionali sono attese avviare nei prossimi trimestri un percorso, non coordinato, di riduzione dei tassi. Tuttavia, se la FED decidesse ulteriori rialzi, per abbattere ancor più l'inflazione, contando sulla resilienza dell'economia USA, la BCE potrebbe seguirla per evitare ripercussioni sul cambio che altrimenti spingerebbero in alto i prezzi in euro di petrolio e altre commodity importate. Ciò avrebbe un impatto restrittivo addizionale nell'Eurozona e in Italia.
4. La piena efficacia del PNRR è condizionata al rispetto dei tempi previsti e all'attuazione delle riforme in programma. Il venir meno di uno di questi elementi implicherebbe un minor contributo alla crescita. L'ipotesi prudenziale sottostante questo scenario è che nel biennio 2023-2024 si avrà un utilizzo solo parziale delle risorse che erano state programmate nel DEF di aprile scorso¹.
5. Un ulteriore rischio riguarda la dinamica dell'economia cinese, che nello scenario di previsione si ipotizza crescere quest'anno e il prossimo secondo gli obiettivi fissati dal Governo (+5,0% nel 2023 e +4,5% nel 2024). Le tensioni sul mercato immobiliare e la debole domanda interna ed estera potrebbero, però, incidere negativamente sulla crescita. Date le dimensioni di questa economia (che conta per poco meno di un quinto del PIL mondiale), una frenata potrebbe indurre una battuta d'arresto a livello internazionale: un punto in meno di crescita, ridurrebbe di circa due decimi il PIL mondiale².

1.2 Il PIL dal lato dell'offerta

L'offerta è trainata dai servizi privati Dal lato dell'offerta, la contrazione congiunturale del valore aggiunto osservata nel 2° trimestre è riconducibile ad un peggioramento in quasi tutti i settori, ma in particolare in quello delle costruzioni (-2,6% dopo un forte aumento nel 1°: +1,4%) e dell'industria in senso stretto (-0,8%, dopo -0,7% nel 1°). Solo parzialmente compensati dall'aumento del valore aggiunto dei servizi pubblici (+0,2%, da -0,6%). Anche il valore aggiunto dei servizi privati è diminuito di poco (-0,2%, dopo un brillante +1,4%).

Considerando le dinamiche negli ultimi 4 trimestri, la variazione del valore aggiunto totale (+0,2% rispetto al 2° trimestre del 2022) è stata supportata interamente dai servizi privati (+1,6%) e, in misura minore, da quelli della PA (+0,6%). Ciò ha sopperito alla forte riduzione dell'industria in senso stretto (-3,2%), delle costruzioni (-2,1%) e dell'agricoltura (-1,3%). Il calo delle costruzioni, oltre che dall'aumento dei tassi di interesse, sembra essere stato fortemente condizionato dalla riduzione delle agevolazioni edilizie. Nell'industria, ha giocato un ruolo anche il *decalage* degli incentivi 4.0. Nel 2° trimestre del 2023 hanno pesato in negativo soprattutto su costruzioni e agricoltura le condizioni meteorologiche eccezionalmente avverse e l'alluvione in Emilia-Romagna.

Le informazioni congiunturali più recenti, relative al 3° trimestre 2023, convergono nell'indicare che l'attività nei servizi ha progressivamente rallentato, fino

¹ L'ipotesi è che, rispetto alla programmazione delle risorse formulata nel DEF 2023, venga effettivamente speso 1/3 di quanto programmato nel 2023 e 1/2 nel 2024.

² Secondo stime CSC (si veda *Scenari Economici* n. 28 del dicembre 2016), includendo anche gli effetti indiretti, l'impatto di una frenata cinese pari a 1 punto potrebbe tradursi in una frenata fino a 0,5 punti della crescita mondiale.

a fermarsi. In particolare, il PMI per il settore si è collocato in agosto sotto la soglia neutrale, come non accadeva da diversi trimestri, e l'*RTT index*³ ha confermato la fase di debolezza dei servizi, già da luglio.

I servizi privati dovrebbero chiudere il 2023 comunque in crescita (+1,8% in media d'anno) e beneficiare nel 2024 della moderazione inflazionistica attesa (+0,6%). Mentre le costruzioni dovrebbero risentire più degli altri settori del livello dei tassi (che rimarrà elevato in prospettiva storica anche dopo i tagli previsti nel 2024) e della riduzione degli incentivi (-0,4% quest'anno grazie all'ottima performance del 1° trimestre, -1,3% nel 2024).

Il CSC stima che il valore aggiunto dell'industria in senso stretto recuperi nel 2° semestre di quest'anno qualche decimale di crescita (-1,9% nell'anno, a fronte di -2,1% già acquisito), per poi attestarsi su un andamento di moderata espansione nel 2024 (+0,5%), dovuto alla ripresa del commercio mondiale e quindi dell'export, ma anche all'allentamento della stretta monetaria.

Produzione industriale in calo Nel 2022 la dinamica dell'attività industriale delle imprese italiane era aumentata di +0,4%, mostrando segnali di indebolimento nella seconda metà dell'anno. Nel biennio di previsione, la produzione è attesa diminuire di -2,3% quest'anno e rimbalzare molto parzialmente, di +0,8%, nel 2024.

L'attività industriale in Italia ha registrato il quarto calo trimestrale consecutivo nel 2° trimestre di quest'anno (-1,2%), dopo un calo nel 1° di -0,2%. La diminuzione è stata leggermente più intensa per l'attività manifatturiera, che nei primi 2 trimestri si è ridotta rispettivamente di -0,4% e -1,3%.

Rispetto ai livelli pre-pandemia, che erano stati recuperati già a inizio 2021, a partire da inizio anno la produzione industriale italiana è scesa nuovamente al di sotto nel 2° trimestre (-1,3 punti percentuali; -0,6 la manifattura).

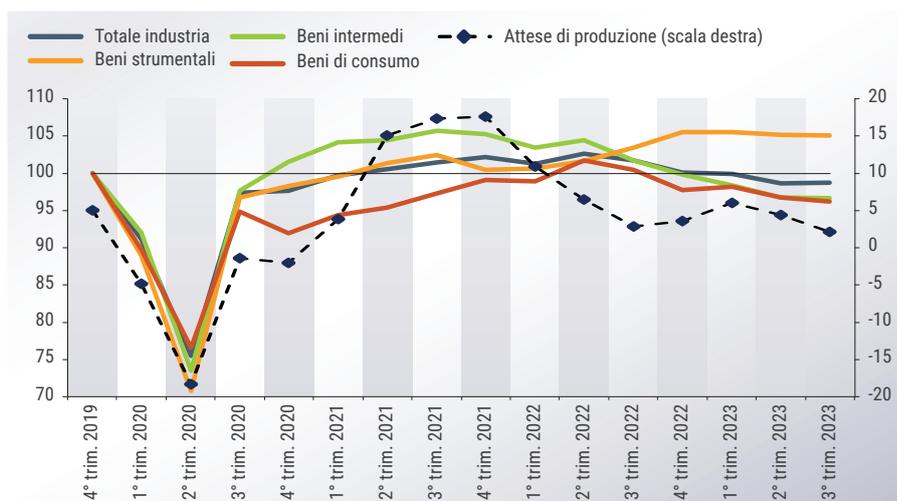
In forte calo è la componente dei beni intermedi, più sensibile all'aumento dei costi energetici e alle dinamiche del commercio internazionale, la cui produzione a partire dal 3° trimestre 2022 è diminuita progressivamente, collocandosi nel trimestre primaverile ad un livello inferiore di -3,3% rispetto ai valori di fine 2019. Dinamica simile per la categoria dei beni di consumo, con una distanza dal pre-pandemia di -5,0%, per effetto di una domanda che si sta indebolendo, ma anche di una ricomposizione di spesa dai beni ai servizi. Positiva, invece, l'attività dei beni strumentali (+5,2% dal pre-pandemia), grazie alla spinta degli investimenti nel comparto industriale: il profilo piatto rilevato negli ultimi trimestri, tuttavia, sembra aver interrotto la dinamica crescente (Grafico 2).

I dati parziali disponibili sul 3° trimestre confermano la debolezza nel settore industriale: il lieve aumento della produzione in agosto (+0,2%), non compensa il calo registrato a luglio (-0,9%). La fiducia delle imprese manifatturiere, in calo a settembre per il sesto mese consecutivo, è scesa complessivamente a 97,7 nel 3° trimestre da 101,2 nel 2°. In prospettiva, le difficoltà nella produzione vengono confermate dalle imprese medio-grandi associate a Confindustria intervistate nell'ambito dell'*Indagine rapida sulla produzione industriale*. Le imprese del campione identificano infatti tra i maggiori fattori di ostacolo alla produzione per i prossimi mesi l'inasprimento dei vincoli finanziari (saldo delle risposte a -1,4 punti percentuali nella rilevazione di settembre, da +1,3) e l'aumento dei costi di produzione (+1,9 punti da +4,8). Anche l'*RTT* nel settore industria ha registrato un calo a luglio (-1,6%), tornando a crescere in agosto (+0,8%), recuperando solo parzialmente.

³ *RTT* è un nuovo indicatore mensile per la dinamica del fatturato, del totale economia e dei singoli settori e territori, sviluppato da CSC e TeamSystem, sulla base dei dati di fatturazione elettronica di un ampio campione di imprese italiane.

Grafico 2 In calo la produzione industriale, deboli le attese della manifattura

(Italia, indice 4° trim. 2019 = 100, saldi risposte, dati trimestrali)



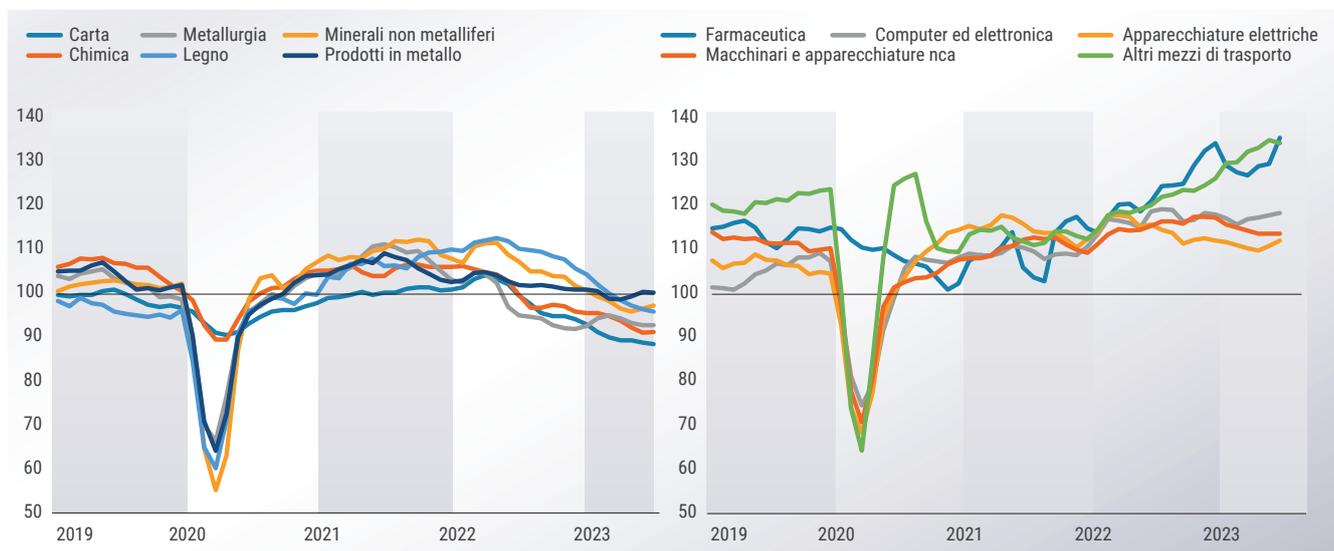
Nota: produzione 3° trim. 2023 = media luglio-agosto. Saldi risposte = manifattura.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

L'andamento aggregato, tuttavia, non coglie l'eterogeneità settoriale che contraddistingue questa fase di indebolimento industriale (Grafico 3). A soffrire, infatti, sono principalmente i cosiddetti settori *energy-intensive* (come carta, chimica, metalli non metalliferi e metallurgia), e quelli che rientrano nella filiera delle costruzioni (legno, prodotti in metallo, ma anche alcuni dei già citati energivori) e che, quindi, stanno risentendo del progressivo rallentamento del settore. I livelli produttivi di questi settori si collocano ormai tutti sotto i valori medi del 2019. Nel 2022 la produzione di questi settori è scesa sensibilmente: chimica, -4,1%, metallurgia, -9,2%, minerali non metalliferi, -3,0%, carta, -1,0%. La contrazione di tali settori è proseguita anche nella prima parte di quest'anno: in media a gennaio-agosto, rispetto allo stesso periodo del 2022, la chimica è in calo di -9,7%, la carta di -11,6%, la metallurgia di -7,1% e i minerali non metalliferi di -10,0%. Questi cali sono molto più accentuati del totale industria, la cui produzione ad agosto si colloca 1,3 punti percentuali al di sotto del valore di gennaio di quest'anno. Emerge, al contrario, una maggiore dinamicità per i comparti ad alta tecnologia come, ad esempio, la farmaceutica e le attività di computer ed elettronica e delle apparecchiature elettriche.

Grafico 3 - Aumentano le divergenze settoriali nell'industria

(Italia, produzione industriale, medie mobili a 3 mesi, indice 2015 = 100, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

2. Le componenti del PIL dal lato della domanda

2.1 I consumi e gli investimenti

Consumi delle famiglie finora resilienti, rallentano nel 2024 La spesa delle famiglie è attesa rimanere quasi ferma nella seconda metà del 2023. Ciò comporterà una crescita in media d'anno pari al valore già acquisito di +1,2%. I consumi delle famiglie torneranno ad aumentare nel 2024, con più slancio nella seconda metà dell'anno, sulla scia della discesa dell'inflazione e, quindi, del recupero del potere d'acquisto, oltre che sospinti da un miglioramento delle condizioni economiche e da una dinamica salariale più sostenuta, e registreranno in media d'anno una crescita di +0,6%.

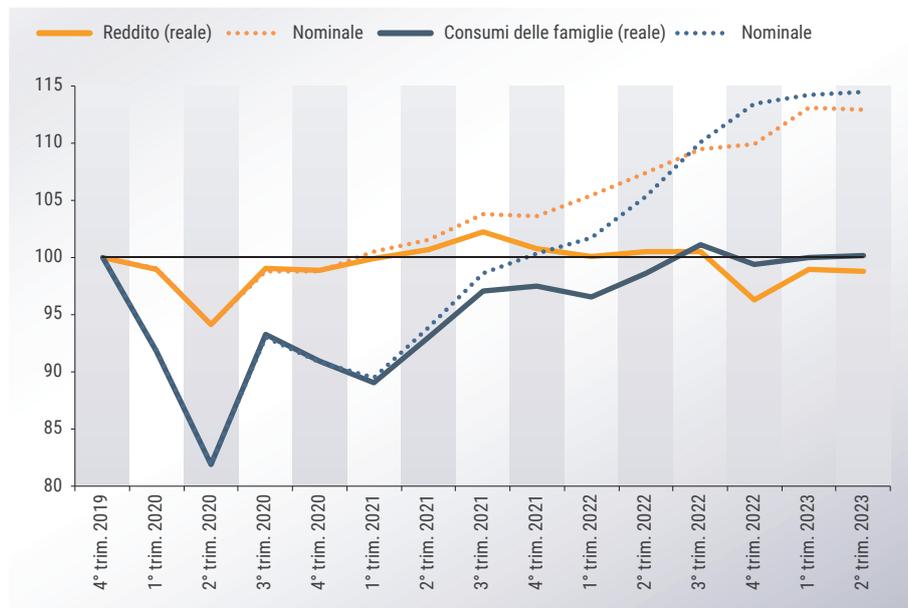
Dopo l'ottimo 2022, con un aumento di +5,0%, nella prima parte di quest'anno si è continuato ad osservare un andamento crescente e largamente inatteso dei consumi: dopo un 1° trimestre positivo (+0,6%), i consumi sono saliti ulteriormente nel 2° (+0,2%), collocandosi al di sopra dei livelli pre-pandemia di +0,2%. Ciò ha influito sulla revisione al rialzo delle nostre previsioni per il 2023 rispetto allo scorso Rapporto (Grafico 4).

CONSUMI



Grafico 4 Consumi delle famiglie sopra il pre-pandemia, reddito sotto

(Italia, indice 4° trim. 2019 = 100, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Negli andamenti della spesa delle famiglie emerge una forte eterogeneità tra le componenti, in particolare tra beni e servizi. La spesa per i beni semidurevoli e non durevoli è stata fortemente penalizzata: i primi hanno registrato un calo sia nel 1° che nel 2° trimestre, rispettivamente di -2,7% e -1,5%, mentre i secondi, cresciuti di +1,5% nel trimestre invernale, sono scesi significativamente in quello primaverile (-2,3%). Quest'ultima categoria, in particolare, ha risentito dei rincari ancora elevati dei beni alimentari e dell'energia.

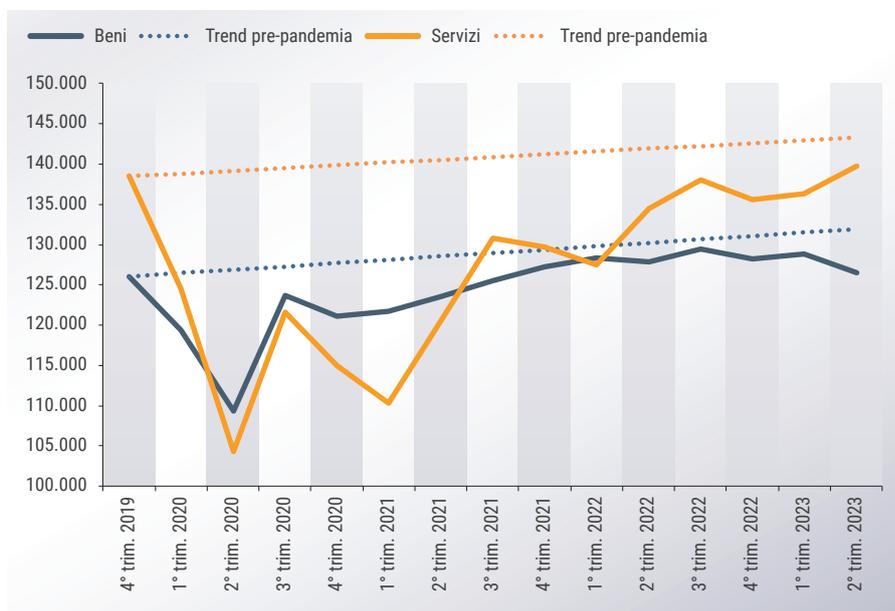
I consumi per i beni durevoli, invece, sono rimasti sostanzialmente piatti: in aumento di +0,6% nel 1° trimestre, sono scesi della stessa entità nel 2°, iniziando a risentire plausibilmente del rialzo dei tassi di interesse.

Al contrario, le famiglie italiane hanno accresciuto la spesa per servizi, salita di +0,5% e +2,5% rispettivamente nei primi 2 trimestri del 2023. Ciò rifletterebbe in particolare il supporto, più consistente, proveniente dalle famiglie più abbienti che avrebbero aumentato la propria propensione marginale al consumo,

decidendo di finanziare la spesa più legata al tempo libero (viaggi, spese fuori casa) con le risorse accumulate durante la pandemia (Grafico 5)⁴.

Grafico 5 I tassi alti frenano i consumi dei beni, più dei servizi

(Italia, milioni di euro, dati trimestrali
destagionalizzati)



Nota: trend pre-pandemia calcolato sul tasso di crescita medio annuo 2015-19.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

La performance positiva dei consumi, finora, è stata “finanziata” dalla diminuzione della propensione al risparmio. Nel 1° semestre si è attestata in media attorno al 6,5%, ben sotto il valore pre-pandemico (8,2% in media nel periodo 2015-19). Anche l’extra-risparmio accumulato durante la crisi sanitaria, il cui stock residuo è stimato in poco più di 90 miliardi al 2° trimestre, ha continuato ad alimentare i consumi delle famiglie, a fronte di un reddito disponibile reale che, per effetto delle pressioni inflazionistiche, è invece risceso sotto i livelli pre-pandemia (-1,2%) nonostante la buona dinamica dell’occupazione (comunque meno buona di quella registrata nel 2022 e che aveva favorito, insieme alle misure di supporto alle famiglie adottate dal Governo, la tenuta del reddito disponibile reale). La crescita dei consumi, a fronte di un reddito reale totale previsto in calo quest’anno, determina una maggiore propensione al consumo nel 2023, in gran parte già registrata.

Nella seconda parte dell’anno, infatti, la spinta dall’extra-risparmio è attesa affievolirsi. Secondo l’indagine qualitativa della Commissione europea, il saldo netto delle risposte relativamente alle intenzioni future di risparmio segnala una salita della propensione al risparmio per i mesi a venire, suggerendo la volontà di tornare ad accantonare risorse. Il risparmio è: 1) in parte eroso dall’inflazione, 2) già parzialmente speso per finanziare il rialzo dei consumi, 3) investito in asset finanziari più remunerativi, ma illiquidi 4) giudicato opportuno in un contesto di crescente incertezza (Grafico 6).

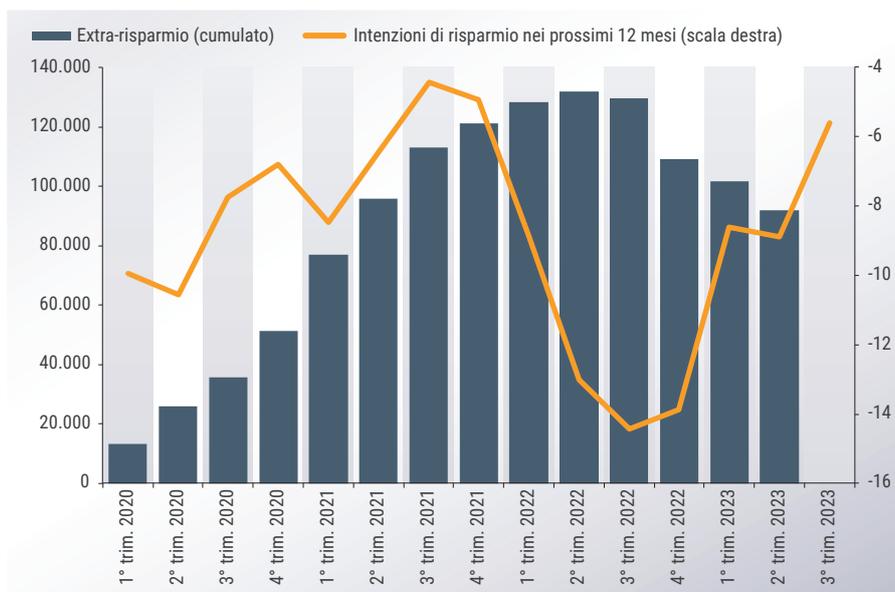
In prospettiva, gli indicatori qualitativi più recenti confermano il profilo di stagnazione dei consumi nella seconda parte del 2023. Il clima di fiducia dei consumatori, sceso solo marginalmente nel 3° trimestre (106,2 da 106,4), segnala però un calo particolarmente intenso per la componente relativa al clima eco-

⁴ Ciò è quanto emerge dai risultati dello studio di Colabella A., Guglielminetti E., Rondinelli C., “The Distribution and Use of Italian Households’ Savings after the Pandemic”, *Questioni di Economia e Finanza, Occasional papers* n. 797, Banca d’Italia, ottobre 2023.

nomico (115,2 da 121,5), fornendo supporto alle valutazioni di graduale indebolimento. L'andamento delle vendite al dettaglio rileva debolezza e suggerisce la volontà da parte delle famiglie di continuare a comprimere la spesa in beni, che continuerà ad essere penalizzata dai prezzi ancora elevati. I volumi, infatti, si attestano su livelli significativamente inferiori a quelli di inizio anno (96,6 in media a luglio e agosto, rispetto a 97,4 nel 2° trimestre e 98,4 nel 1°). Anche l'indicatore elaborato da Confcommercio (ICC) segnala per il trimestre estivo una tendenza al rallentamento, più marcata per i beni che per i servizi.

Grafico 6 L'extra-risparmio alimenta i consumi

(Italia, milioni di euro, saldi delle risposte, dati trimestrali)



Nota: stima extra-risparmio calcolata come differenza tra reddito e consumi in uno scenario controfattuale costruito sul trend 2010-2019.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Commissione europea.

Nel corso del 2024, il graduale recupero del potere d'acquisto delle famiglie, per effetto di una dinamica salariale attesa in rafforzamento oltre che per la normalizzazione dell'inflazione, favorirebbe la spesa. Tuttavia, l'accresciuta propensione al risparmio influenzerebbe negativamente le decisioni di spesa delle famiglie, comprimendo parzialmente lo stimolo ai consumi.

INVESTIMENTI



2023
+0,5%

2024
-0,1%

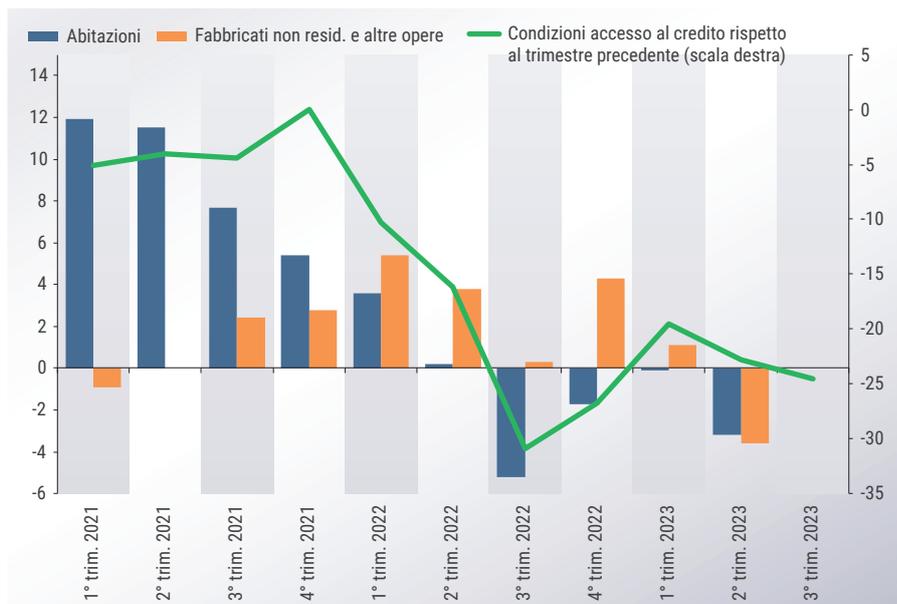
Investimenti in frenata, viene meno la spinta delle costruzioni Gli investimenti fissi lordi sono attesi crescere moderatamente nel 2023 (+0,5%), al di sotto dell'acquisito al 2° trimestre (+0,8%). La dinamica è attesa in ulteriore peggioramento nel 2024: -0,1% la stima del CSC, in forte ridimensionamento rispetto a quanto ipotizzato nel precedente Rapporto di previsione, per effetto soprattutto di una perdurante intonazione restrittiva della politica monetaria, che sta avendo un impatto più profondo dell'atteso e continuerà ad averlo per un periodo più lungo, e anche del minor ammontare di investimenti realizzati con il PNRR rispetto a quanto programmato nel DEF di aprile scorso.

Dopo aver registrato un +1,0% nel 1° trimestre, gli investimenti si sono contratti di -1,7% nel 2°. Guardando ai diversi comparti, gli investimenti in impianti e macchinari hanno contribuito positivamente alla performance a inizio anno (+2,3%), insieme al comparto dei mezzi di trasporto (+4,9%). Nel 2° trimestre, si è invece registrato un calo degli investimenti in impianti e macchinari (-0,4%), che hanno risentito plausibilmente del *decalage* degli incentivi fiscali; ha proseguito in aumento il comparto dei mezzi di trasporto (+1,4%).

Gli investimenti in costruzioni hanno registrato complessivamente una contrazione nel 1° semestre. Nel 1° trimestre, la spesa in abitazioni è lievemente dimi-

nuita (-0,1%), seppur in maniera molto meno intensa rispetto ai cali registrati nei precedenti 2 trimestri, mentre gli investimenti in fabbricati non residenziali sono rimasti in espansione (+1,1%). Nel 2° trimestre per entrambe le componenti si è registrata una significativa riduzione, -3,2% per le abitazioni e -3,6% per i fabbricati non residenziali (Grafico 7). Al rallentamento avrebbe contribuito, oltre alla revisione degli incentivi edilizi, il fattore meteo particolarmente avverso nei mesi primaverili, che ha coinvolto tutto il territorio italiano, ma anche l'aumento del costo del credito, coerente con il deterioramento nei giudizi relativi alle condizioni finanziarie per le imprese del settore (-22,8 nel 2° da -19,6 e poi -24,5 nel 3°).

Grafico 7
Prosegue il calo
delle costruzioni,
credito più restrittivo
(Italia, costruzioni, variazioni %, saldi delle risposte, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Banca d'Italia.

In prospettiva, i segnali provenienti dai dati qualitativi più recenti prefigurano un ulteriore calo degli investimenti nel breve termine (Grafico 8). Il *sentiment* delle imprese si è affievolito, con l'indice di fiducia che è diminuito nel 3° trimestre a 106,8 da 108,9. Nello stesso trimestre, l'indagine di Banca d'Italia evidenzia come la quota di imprese che si aspetta di accrescere gli investimenti nel prossimo semestre si è quasi dimezzata (11,6%, da 20,4% nel 2° trimestre e 25,4% in media nel 2021). Anche le attese sugli ordini delle imprese manifatturiere produttrici di beni strumentali, che storicamente mostrano una buona capacità previsiva, sono ulteriormente scese nel trimestre estivo (il saldo delle risposte è a 2,4 da 5,9).

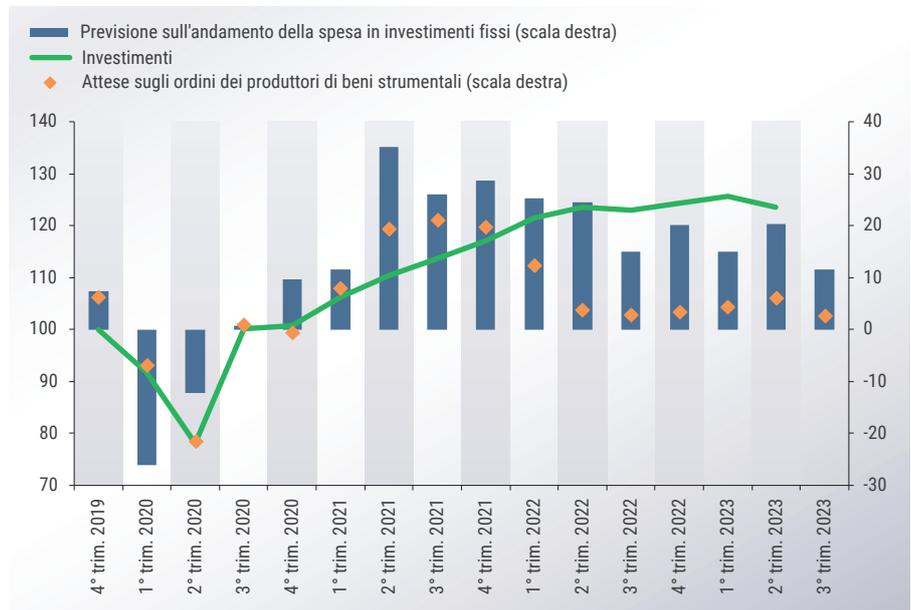
Diversi fattori contribuiranno a frenare gli investimenti nella seconda metà del 2023 e per tutto il corso del 2024:

- costo del credito elevato per le imprese, che già hanno diminuito la richiesta di prestiti per finanziare gli investimenti fissi. La permanenza di tassi di interesse alti anche nella prima parte del prossimo anno scoraggerebbe le imprese nelle loro decisioni di spesa (si veda par. 6); l'effetto restrittivo dei tassi potrebbe essere leggermente più prolungato rispetto a quanto ipotizzato nel Rapporto di marzo e aggravato dalla veloce e consistente riduzione delle disponibilità liquide delle imprese;
- compressione degli scambi mondiali e, quindi, della domanda globale, riflessa nella performance delle esportazioni italiane attesa debole quest'anno;
- depotenziamento degli incentivi fiscali: quelli riguardanti Industria 4.0, che influiscono di più sugli investimenti in impianti e macchinari; quelli legati

al settore edile, in particolare la rimozione del Bonus facciate nel 2023 e la progressiva riduzione dell'intensità del Superbonus⁵.

Grafico 8 Attese sugli ordini e sugli investimenti segnalano indebolimento

(Italia, variazioni %, saldi delle risposte,
dati trimestrali)



Nota: previsione investimenti (totale imprese).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Banca d'Italia.

In direzione contraria, quindi al rialzo, agiranno sugli investimenti l'attivazione delle risorse del PNRR e il recupero dei profitti, documentato almeno fino al 2° trimestre 2023:

- in questo scenario di previsione si assume un utilizzo solo parziale delle risorse PNRR rispetto a quanto programmato per il 2023 e 2024 nel DEF di aprile scorso (preso a riferimento nella simulazione di impatto presentata nel Focus 5, ma in via di ridefinizione anche per effetto della rimodulazione delle risorse avanzata dall'Italia alla Commissione europea ad agosto scorso). La spinta agli investimenti fissi lordi derivante dal Piano rimane cospicua, ma nettamente inferiore nel biennio rispetto a quanto stimato avendo come base le risorse programmate nel DEF 2023;
- il recupero dei margini, documentato per la manifattura tra fine 2022 e inizio 2023 (si veda Focus 1) ed evidente anche dall'andamento del *mark-up* nel settore fino al 2° trimestre, potrebbe consentire di ampliare le possibilità di finanziamento dei propri piani di spesa malgrado la minore disponibilità di credito.

A partire dalla seconda metà del 2024, la riduzione dei tassi di interesse e il miglioramento delle prospettive economiche e della domanda complessiva, domestica ed estera, si mostrerebbero più favorevoli alle decisioni di investimento delle imprese.

⁵ La proroga del Superbonus era contenuta nella Legge di Bilancio per il 2022, che aveva previsto il mantenimento dell'incentivo al 110% fino a tutto il 2023, poi la riduzione al 70% nel 2024 e al 65% nel 2025. Il DL Aiuti-quater (DL 176/2022) ha successivamente limitato la proroga dell'aliquota del 110% al solo 2022, fissando al 90% la detrazione per le spese sostenute nel 2023; ha lasciato ferme, invece, le detrazioni previste per il 2024 e 2025. La Legge di Bilancio per il 2023 ha infine limitato i casi in cui la riduzione al 90% della detrazione per le spese 2023 non si applica (e resta quindi quella del 110%). Tali modifiche sono state accompagnate dall'abolizione della trasferibilità del credito d'imposta.



2.2 Export e conti con l'estero

Commercio estero molto debole Nello scenario CSC le esportazioni italiane di beni e servizi, dopo un'espansione quasi in doppia cifra nel 2022 (+9,9%), registrano una battuta d'arresto nel 2023 (+0,8%) e accelerano gradualmente nel 2024 (+2,3%), sotto ai ritmi medi di crescita del periodo pre-pandemia (+2,5% nel 2012-2019) ma in linea con il commercio mondiale.

Le importazioni, che avevano registrato un balzo ancora più forte nel 2022 (+12,4%), sono viste rallentare allo stesso basso ritmo dell'export nel biennio previsivo, con la stessa dinamica quest'anno (+0,8%) e più bassa il prossimo (+1,9%). Di conseguenza, le esportazioni nette forniscono un contributo nullo alla crescita nel 2023 e marginalmente positivo nel 2024 (+0,1 punti).

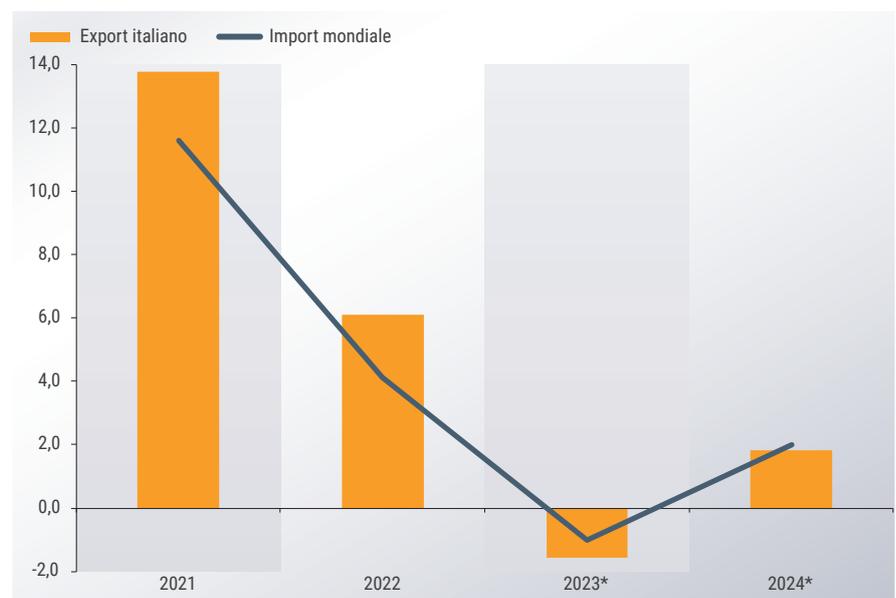
Il rallentamento del commercio estero nel 2023 è il risultato di dinamiche molto differenziate tra beni e servizi: in calo gli scambi di beni, ancora in forte espansione quelli di servizi. La crescita di beni e servizi tenderà ad essere molto più omogenea nel 2024, ma il settore terziario continuerà a registrare una dinamica migliore.

Giù gli scambi di beni nel 2023 La riduzione dell'export di beni nel 2023 è legata al rallentamento della domanda mondiale, specie nei principali mercati di destinazione delle merci italiane, Germania e Stati Uniti (si veda il Focus 4). Pesa la debolezza dell'attività manifatturiera e lo spostamento dei consumi verso i servizi.

Inoltre, sono venuti meno alcuni fattori temporanei che avevano favorito le vendite italiane all'estero (per esempio, il boom dei farmaci anti-Covid nel farmaceutico). Tra questi, anche il tasso di cambio dell'euro sul dollaro, che si era fortemente indebolito nel 2022, ed è parzialmente risalito nel 2023 (+2,5% in media d'anno). Ciò tende a comprimere la competitività di prezzo dell'industria italiana, soprattutto nei mercati extra-europei anche perché i prezzi dell'energia, nonostante la forte correzione al ribasso, restano storicamente alti.

La debolezza dell'export e della produzione manifatturiera e la frenata della domanda interna, soprattutto per investimenti, hanno comportato una battuta d'arresto anche per le importazioni.

Grafico 9
L'export italiano di beni segue gli scambi mondiali
(Beni, tassi di crescita)



* Previsioni CSC.

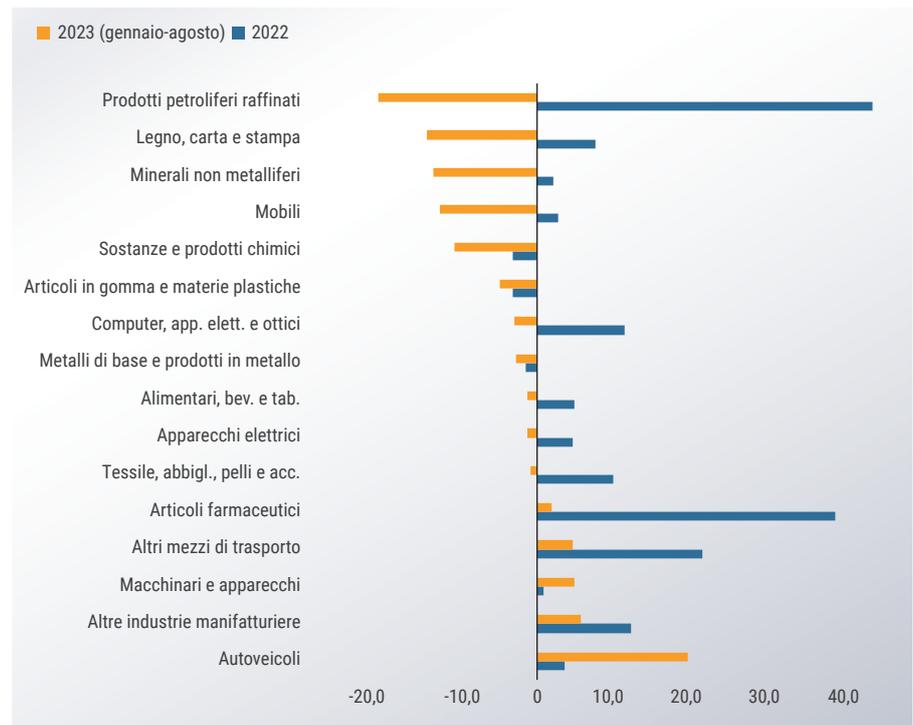
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e FMI.

La dinamica delle vendite di beni all'estero, comunque, resta sostanzialmente in linea con quella degli scambi mondiali nel biennio previsivo, nonostante le pressioni sulla competitività di prezzo (Grafico 9). È sostenuta, infatti, dai punti di forza strutturali delle imprese esportatrici italiane, che hanno permesso una performance migliore della media mondiale, e degli altri principali paesi europei, nel 2019-2022: una base manifatturiera rafforzata, una profonda diversificazione nei prodotti e lungo le filiere internazionali di produzione, un miglioramento competitivo nella qualità dell'export⁶.

Pochi i settori in crescita Nei primi 8 mesi del 2023 l'export manifatturiero si è ridotto (-1,0% rispetto allo stesso periodo 2022, a prezzi costanti) facendo registrare poche variazioni positive tra i vari comparti. L'export di autoveicoli ha realizzato il maggior incremento (+19,1%), compensando la debole crescita del 2022; seguono le altre industrie manifatturiere, tra cui una parte del *made in Italy* (occhialeria), i macchinari, primo settore per peso dell'export, gli altri mezzi di trasporto, in forte rallentamento rispetto al 2022, e i prodotti farmaceutici, che avevano registrato una crescita eccezionale nel 2022. Gli altri settori hanno invece accusato la debole dinamica della domanda mondiale, registrando una riduzione più o meno intensa. Per i prodotti petroliferi raffinati c'è stata una vera e propria caduta, che ha parzialmente ridimensionato il forte rimbalzo realizzato nel 2022 (Grafico 10).

Grafico 10 Gli autoveicoli sostengono l'export italiano

(Prezzi costanti, variazioni % sul periodo corrispondente dell'anno precedente)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Buona la dinamica dei servizi scambiati Nel 1° semestre 2023 entrambi i flussi di servizi hanno continuato a crescere a ritmi elevati, intorno all'11% rispetto allo stesso periodo del 2022 (a prezzi costanti).

Questa dinamica così vivace è stata sostenuta dal forte rimbalzo dei viaggi internazionali: sono cresciuti del 18,4% il turismo estero in entrata e del 25,6% quello all'estero in uscita (dati a prezzi correnti nei primi 8 mesi dell'anno).

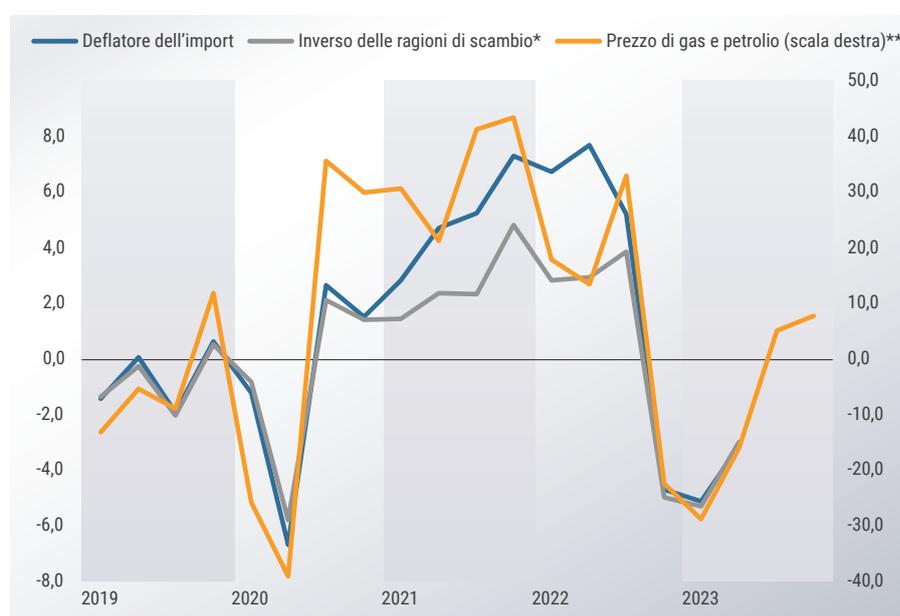
⁶ Centro Studi Confindustria, "L'economia italiana tra rialzo dei tassi e inflazione alta", *Rapporto di previsione*, marzo 2023.

Pure l'export di servizi di trasporto ha accelerato, anche se in questo comparto ha giocato un ruolo rilevante l'aumento dei costi (connesso sia a quello dei carburanti che dei voli).

Nello scenario CSC, l'export di servizi registrerà un'espansione robusta nell'anno in corso (sopra al 9% annuo), anche grazie al buon andamento del turismo, per poi attestarsi al 2,5% nel 2024.

Il crollo dei prezzi dell'energia aiuta i conti con l'estero La riduzione forte e continua dei prezzi dei beni energetici e di altre commodity e, allo stesso tempo, la rivalutazione dell'euro, hanno parzialmente corretto i fortissimi rincari registrati nel corso del 2022 dai prezzi dell'import. Determinando, di conseguenza, un miglioramento delle ragioni di scambio italiane (cioè, il rapporto tra deflatori dell'export e dell'import di beni) di oltre l'8% nei primi 6 mesi del 2023 (Grafico 11).

Grafico 11
La riduzione dei prezzi energetici migliora le ragioni di scambio
 (Indici di prezzo di beni, variazioni % trimestrali)



* Un valore negativo corrisponde a un miglioramento delle ragioni di scambio. ** Media ponderata delle quotazioni in euro di petrolio e gas naturale in Europa (con pesi proporzionali al valore dell'import italiano dei due input energetici). 4° trimestre 2023: stime CSC.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Banca mondiale.

Grazie all'effetto delle ragioni di scambio, in presenza di una stessa variazione dei volumi di import ed export di beni, il saldo commerciale nel 2023 tornerà in territorio positivo (+34,6 miliardi di euro, pari all'1,7% del PIL).

Il deficit nei servizi, invece, si è ampliato, a causa del peggioramento del deficit negli "altri servizi" (alle imprese, finanziari, informatici, ecc.), in quanto l'aumento registrato nell'import è stato sensibilmente superiore a quello registrato nell'export, determinando un saldo negativo di quasi 11 miliardi nei primi 8 mesi del 2023.

Il surplus alla voce viaggi, invece, è migliorato (grazie al rimbalzo del turismo), su livelli superiori a quelli pre-pandemia (+14,8 miliardi di euro nei primi 8 mesi).

Il deficit nel settore dei trasporti, infine, seppur ridotto rispetto al 2022, rimane più ampio dei valori pre-pandemici (da -9 miliardi nel 2019 a oltre -11 miliardi nei primi 8 mesi 2023).

Nel complesso, tra gennaio e agosto 2023 il saldo delle partite correnti ha seguito la dinamica di quello commerciale, tornando su valori positivi, ma su

livelli più bassi a causa dell'ampliamento del deficit sia nei servizi che nella voce redditi (Grafico 12).

Grafico 12 Torna positivo il saldo corrente

(Saldi mensili, destagionalizzati, medie mobili a 3 termini, miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

Nel 2024 le ragioni di scambio continueranno a migliorare, sebbene a ritmi molto più contenuti rispetto all'anno in corso. E la crescita più dinamica delle esportazioni rispetto alle importazioni rafforzerà il surplus commerciale e quello corrente.

La posizione patrimoniale netta dell'Italia con l'estero, ridottasi nel 2° trimestre 2023 a +5,3% del PIL (da +6,5% a inizio 2022) a causa dei saldi negativi, nel corso del biennio di previsione tenderà nuovamente ad aumentare.

3. L'occupazione

3.1 Le ULA e gli occupati



L'input di lavoro segue il PIL Come già nel 2022, l'input di lavoro, misurato in termini di unità equivalenti a tempo pieno (ULA), avanzerà nel biennio 2023-2024 a un ritmo complessivamente allineato a quello dei livelli di attività economica, seppur un po' sopra quest'anno (+1,1% le ULA rispetto allo 0,7% del PIL) e lievemente sotto l'anno prossimo (+0,3% contro +0,5%).

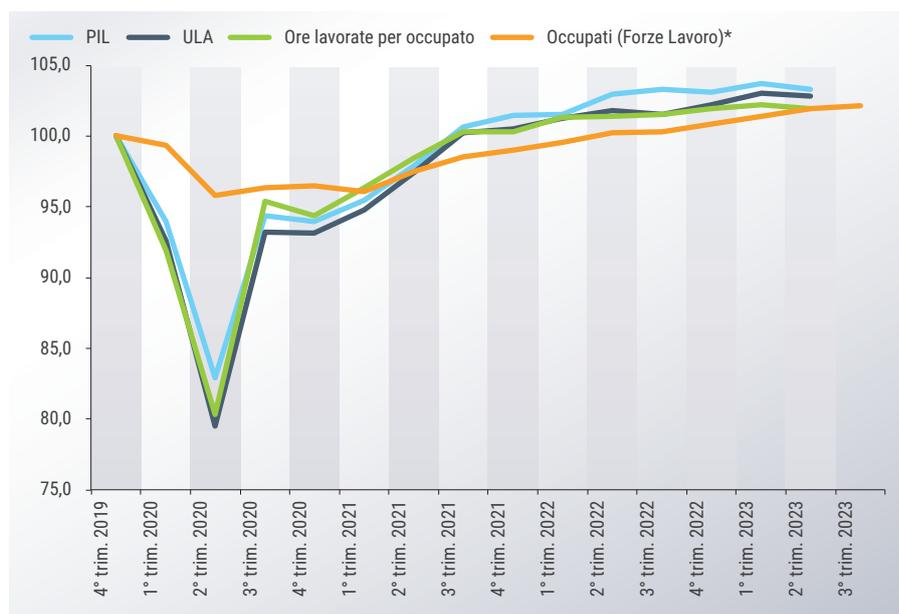
L'avanzamento delle ULA previsto per il 2023 è già tutto avvenuto nella prima metà dell'anno (+1,1% l'acquisito al 2° trimestre), grazie in particolare a uno slancio più ampio rispetto alla crescita del PIL nel 1° trimestre (+0,8% contro +0,6%). Nel 2°, invece, le ULA hanno iniziato a calare (-0,2%), contemporaneamente alla contrazione del PIL, anche se in misura minore, e si prevede resteranno ferme nella seconda parte dell'anno, per tornare poi a crescere nel 2024 a un ritmo in progressivo rafforzamento.

Nel 2° trimestre 2023 sono calate anche le ore lavorate per occupato, mentre è proseguita l'espansione del numero di persone occupate. D'altronde, l'occupazione in termini di "teste", che aveva registrato una forte tenuta nel 2020 rispetto al crollo dell'attività, era anche rimbalzata meno nel 2021, recuperando i livelli di fine 2019 solo a primavera 2022 (quando il PIL segnava +3,2% sul

4° trimestre 2019). L'aumento del numero di persone occupate fino a metà 2023 va quindi letto anche alla luce dello sfasamento temporale rispetto alla dinamica del PIL registratosi in precedenza, e del tutto connaturato a un mercato del lavoro come quello italiano dove l'aggiustamento del lavoro avviene in ottemperanza di svariate regole e istituti. I dati ISTAT dell'*Indagine sulle Forze Lavoro* indicano che la crescita dell'occupazione si è quasi fermata in estate (+0,1% nel bimestre luglio-agosto su quello maggio-giugno). Data l'attesa che il numero di persone occupate rimarrà sostanzialmente stabile anche nei prossimi trimestri, per ricominciare a risalire solo nella seconda parte del 2024, si prevede che in media d'anno registrerà un +1,5% nel 2023 (in linea con un acquisito dell'1,6% al 2° trimestre) e un +0,8% nel 2024 (Grafico 13).

Grafico 13 L'input di lavoro rallenta con il PIL

(Italia, 4° trim. 2019=100, dati trimestrali destagionalizzati)



* Occupati FL 3° trimestre 2023: media luglio-agosto.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Ampie differenze tra settori In termini settoriali si osservano, e si prevedono, dinamiche parzialmente eterogenee per l'input di lavoro, a riflesso di quelle dei livelli di attività.

Nell'industria in senso stretto il valore aggiunto è calato per 4 trimestri consecutivi, dal 3° 2022 al 2° 2023, quando i livelli di attività sono tornati sotto a quelli pre-pandemia. Nonostante ciò, l'input di lavoro ha continuato ad espandersi, anche a inizio 2023, causando una contrazione della produttività (-1,3% il valore aggiunto per ULA nel 1° trimestre rispetto al 4° 2019). Il calo delle ULA iniziato nel 2° trimestre proseguirà nei prossimi mesi, tanto che ci si aspetta una variazione in media d'anno un po' sotto a quella acquisita (+1,2% rispetto a +1,5%). Il recupero della produttività, tuttavia, sarà molto limitato, anche l'anno prossimo, quando il valore aggiunto è previsto viaggiare ad una dinamica solo di poco superiore alle ULA.

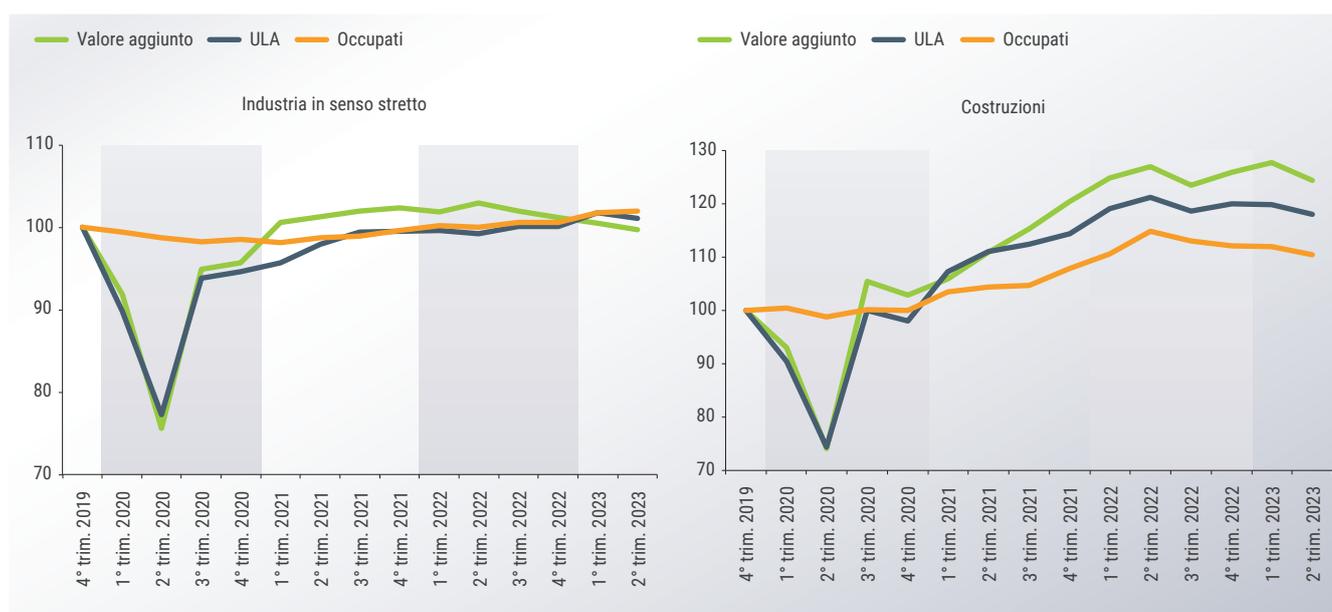
Una tenuta dell'input di lavoro anche in periodi di calo dei livelli di attività, come avvenuto a cavallo tra 2022 e 2023, è coerente con politiche di *labor hoarding* da parte delle aziende, in previsione di una ripartenza. Una spiegazione correlata si fonda sull'esistenza di preoccupazioni da parte delle imprese su possibili carenze di manodopera, in termini di quantità e/o disallineamenti di competenze: secondo i dati della Commissione europea negli ultimi anni, infatti, in Italia è aumentata la percentuale di imprese manifatturiere che vedono

come ostacolo alla produzione la difficoltà a reperire manodopera adeguata (10% a luglio 2023 da 2% nel 2019). D'altronde, potrebbero anche essere in gioco effetti di ricomposizione: vi è infatti evidenza che abbiano di recente guadagnato quote di mercato imprese a maggiore intensità di lavoro, verosimilmente grazie a una dinamica dei costi più favorevole, che nonostante i rincari di materie prime ed energia ha permesso una crescita dei prezzi più contenuta e un migliore andamento delle vendite in termini reali⁷.

Nelle costruzioni la straordinaria espansione del valore aggiunto registrata da inizio 2021 ha subito una battuta di arresto a partire dalla seconda metà del 2022. Contemporaneamente si è bloccata anche l'espansione dell'input di lavoro, con le ULA che risultano pressoché ancorate sui livelli raggiunti in primavera 2022, mentre il numero di persone occupate è in calo (-3,9% fino a primavera 2023, pari a -70mila unità). Nonostante l'input di lavoro non avesse tenuto il passo del boom del settore, l'aggiustamento "al ribasso" è stato immediato, ed è avvenuto in prima battuta sul "margine estensivo", cioè con un calo in termini di "teste" mentre le ore lavorate pro-capite si mantengono su livelli ben al di sopra di quelli storici (38 ore alla settimana nel 1° semestre 2023, contro 35,5 nel 2019; Grafico 14).

Grafico 14 - Tiene l'occupazione nell'industria, già in calo nelle costruzioni

(Italia, 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Per l'aggregato dei servizi privati, l'input di lavoro è rimasto in espansione nella prima metà del 2023, sia nel 1° trimestre, in linea con il rialzo dell'attività, sia nel 2°, nonostante la contrazione del valore aggiunto. Nella seconda parte dell'anno, a fronte di prospettive di sostanziale stabilità per quest'ultimo, per le ULA è atteso un lieve arretramento, che porterà la variazione media annua di poco sotto l'acquisito (+2,1%).

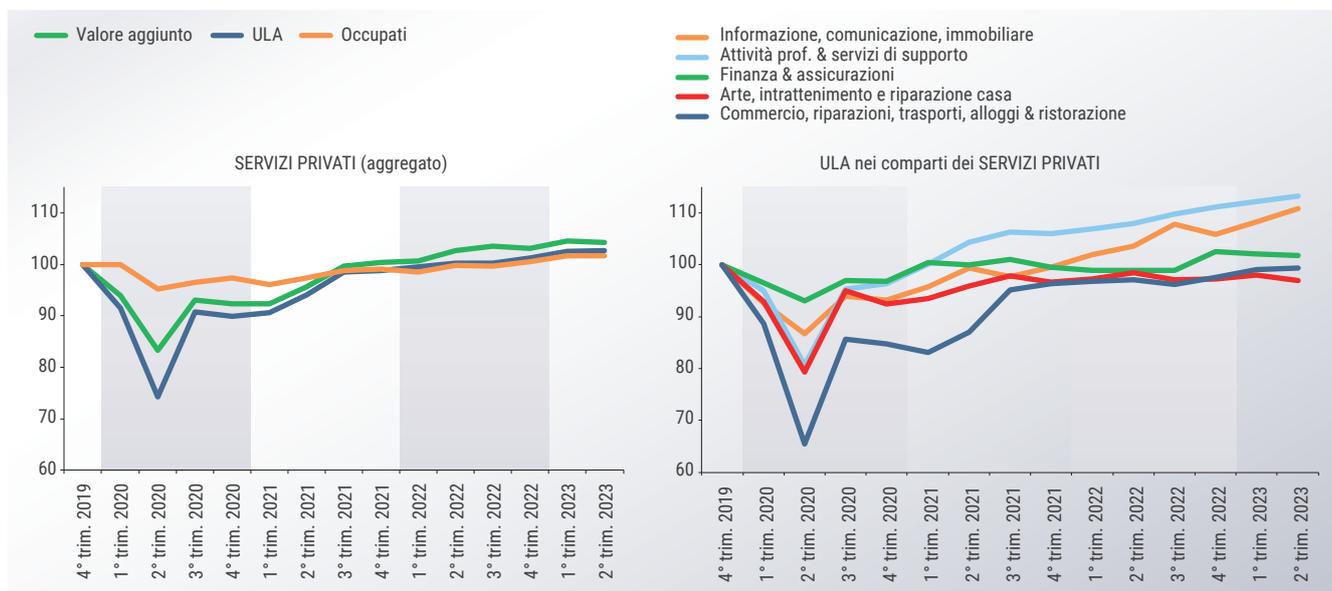
Andando ad analizzare più nel dettaglio i vari comparti dei servizi, si osserva che l'espansione delle ULA nella prima parte del 2023 ha interessato sia quelli a più elevato contenuto tecnologico e informativo, sia settori tradizionali quali

⁷ Si veda il riquadro "Il calo della produttività oraria del lavoro: le dinamiche di impresa" in Banca d'Italia, *Bollettino economico* n.4/2023, ottobre 2023.

il commercio, riparazioni, trasporti, alloggi e ristorazione, che con questo ulteriore rialzo hanno quasi chiuso il divario occupazionale apertosi con la crisi sanitaria nel 2020 (Grafico 15).

Grafico 15 - Nei servizi occupazione a passo lento

(Italia, 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

3.2 La CIG e la disoccupazione

Nell'industria richieste CIG stabili Per integrare il quadro di analisi settoriale, si può guardare al numero di ore autorizzate di CIG al mese, in diversi comparti, in rapporto alla dimensione del settore (misurata dal monte ore mediamente lavorate nel 2019). Sebbene l'autorizzazione e l'utilizzo effettivo delle ore di CIG non siano contemporanei (dato che le aziende si possono far autorizzare ore da utilizzare anche nei mesi successivi), la dinamica delle richieste è utile per anticipare rallentamenti dell'attività percepiti dalle imprese.

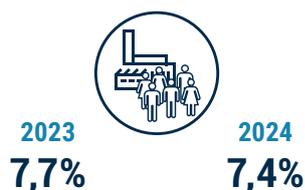
La dinamica mensile delle autorizzazioni nel manifatturiero nei primi 9 mesi del 2023 non ha dato indicazione di imminenti rialzi nel ricorso a strumenti di integrazione al reddito per riduzione degli orari di lavoro. Il rapporto tra ore autorizzate di CIG e monte ore lavorate si è mantenuto stabile sui valori del 2022, ma su livelli più elevati rispetto a quelli storici (5,2%, contro il 3,2% medio del 2019), e ciò mostra un livello di *labor hoarding* superiore al pre-pandemia. Nei servizi e nelle costruzioni, invece, la quota di ore autorizzate di CIG rispetto a quelle lavorate è ritornata sui livelli del 2019 (Grafico 16).

Le richieste di autorizzazioni CIG restano una variabile cruciale da monitorare nei prossimi mesi perché, specialmente nella manifattura, un calo delle autorizzazioni potrebbe segnalare la ripartenza dell'attività.

Disoccupazione ancora in flessione La buona performance dell'occupazione negli anni successivi alla crisi sanitaria ha permesso un rientro del tasso di disoccupazione, dal 10,1% a gennaio 2021 (picco durante la crisi) al 7,4% nel bimestre luglio-agosto di quest'anno, il dato più basso dalla prima metà del 2009.

Il calo del tasso di disoccupazione sta avvenendo contemporaneamente al rialzo della forza lavoro, sorretta anche dalle politiche di attuazione del Pro-

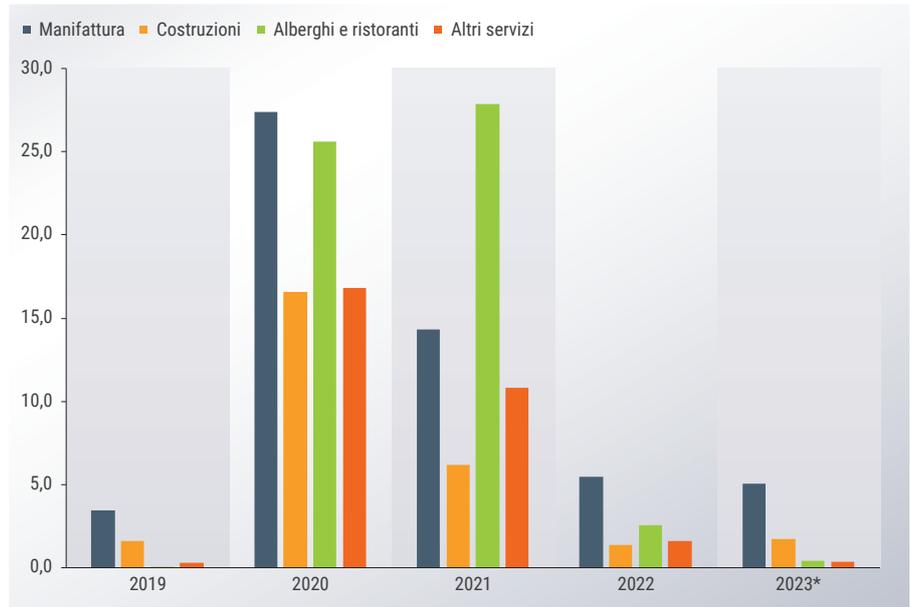
TASSO DI DISOCCUPAZIONE



gramma Nazionale Garanzia Occupabilità Lavoratori (GOL)⁸: nel 2023 il ritmo di crescita della forza lavoro è previsto intorno all'1,0% (+0,9% nel 2022), mentre rallenterà un po' nel 2024. Come risultato di un'occupazione ferma nella seconda parte di quest'anno ma di nuovo in aumento il prossimo, il tasso di disoccupazione in media d'anno si attesterà al 7,7% nel 2023 e al 7,4% nel 2024.

Grafico 16 Manifattura: le richieste di CIG sopra il livello pre-pandemia

(Ore autorizzate per settore in % del monte ore lavorate nel 2019; medie annuali)



* 2023: media gennaio-settembre.

Fonte: elaborazioni Confindustria su dati INPS.

4. Le retribuzioni e i prezzi

4.1 Le retribuzioni e il Clup

Salari reali in recupero dal 2024 Dopo un +3,6% nel 2022, la dinamica delle retribuzioni di fatto pro-capite nell'intera economia italiana è prevista attestarsi sul +2,8% nel 2023 (+2,3% acquisito a inizio del 3° trimestre) e accelerare al +3,9% l'anno prossimo.

In termini reali, tuttavia, il recupero si registrerà solo a partire dall'anno prossimo (+1,8%). Dopo il -6,6% cumulato nel biennio 2021-2022, che ha eroso completamente i guadagni registrati negli anni precedenti (+5,7% tra il 2015 e il 2020), le retribuzioni di fatto pro-capite reali quest'anno sono, infatti, attese in ulteriore calo (-2,8%), a causa del solo parziale rientro della dinamica dei prezzi al consumo.

La dinamica retributiva media nell'intera economia è il frutto di andamenti molto differenziati tra settori. In quello pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale) si sta esaurendo nel 2023 la crescita salariale sospinta dai rinnovi relativi alla tornata contrattuale 2019-2021, ma conclusi nel corso del 2022. A conti fatti, tali rinnovi hanno determinato un avanzamento complessi-

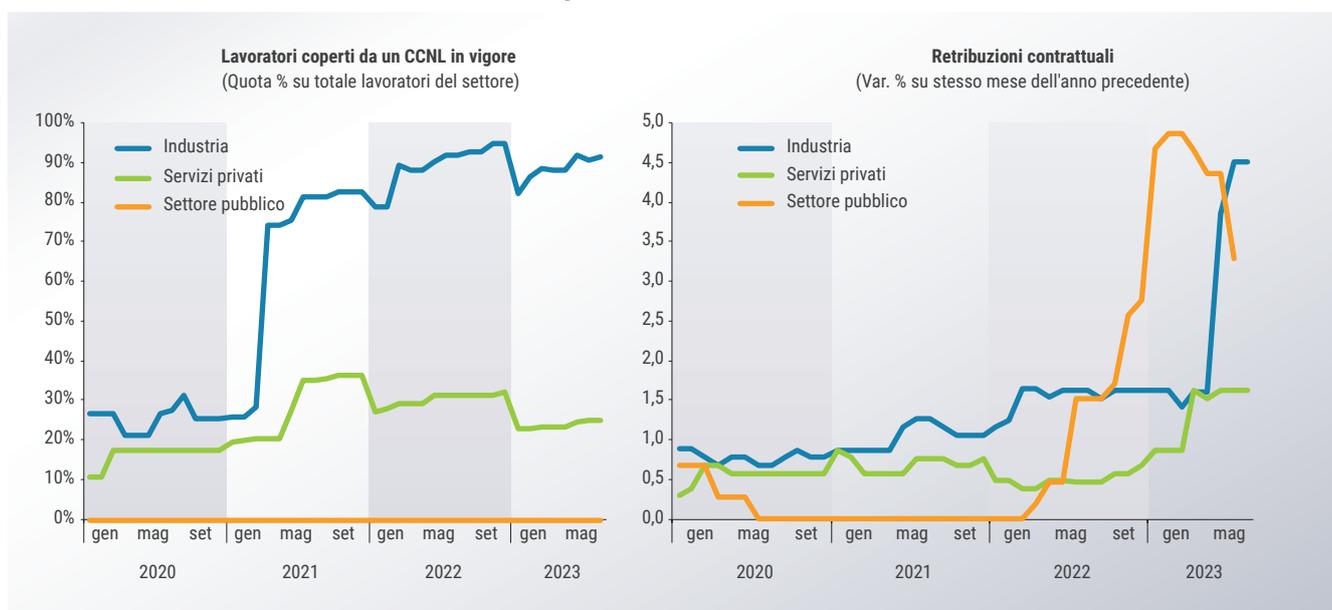
⁸ Gli ultimi dati disponibili di fonte ANPAL indicano, al 30 giugno 2023, in 1.338.045 le persone entrate nel sistema delle politiche attive del lavoro secondo le regole del Programma GOL. Si tratta di coloro che hanno presentato una dichiarazione di immediata disponibilità (DID) al lavoro e alle misure di politica attiva, si sono recati presso i Centri per l'impiego, hanno ricevuto un assessment quali-quantitativo e hanno sottoscritto un patto di servizio personalizzato.

vo delle retribuzioni contrattuali di circa il +4,5%, spalmato su 2 anni (+1,1% nel 2022 e +3,4% nel 2023). Le retribuzioni di fatto sono avanzate, invece, di oltre il 6,0% nel biennio, grazie al pagamento di arretrati, che essendo avvenuto nel 2022 spiega anche la dinamica altalenante sui 2 anni (+5,4% e +0,8% rispettivamente). Nel 2024 esse sono attese rimanere pressoché piatte, scontando che i rinnovi sulla tornata contrattuale 2022-2024 non saranno verosimilmente conclusi prima del 2025.

Nel settore privato, la dinamica salariale nel 2023 e ancor più nel 2024 sarà sostenuta da un'accelerazione delle retribuzioni contrattuali, sulla scia del balzo dell'inflazione osservato nel 2022. Il meccanismo di aggiustamento dei minimi tabellari definito tra le parti sociali nel 2009 e confermato nel 2018 prevede, infatti, che al momento del rinnovo di un CCNL gli aumenti delle retribuzioni contrattuali nei 3-4 anni di vigenza dell'accordo siano definiti sulla base dell'inflazione attesa, con adeguamenti ex-post per eventuali scostamenti con l'inflazione effettiva. L'indice dei prezzi preso a riferimento è l'IPCA al netto degli energetici importati (IPCA-NEI), come stimato dall'ISTAT con aggiornamenti annuali diffusi a inizio giugno. Questo meccanismo implica che le retribuzioni contrattuali inglobino con ritardo eventuali pressioni inflazionistiche al di sopra delle attese, e in pratica "spalma" su più anni le fiammate inflazionistiche, come quella recente.

Nell'industria in senso stretto, dove la copertura dei CCNL è pressoché completa (94% i lavoratori mediamente coperti da un contratto in vigore da gennaio 2022 ad agosto 2023), a giugno la dinamica delle retribuzioni contrattuali ha accelerato a +4,5%, dall'1,5% medio nei primi 5 mesi dell'anno. Ciò principalmente in virtù dell'aggiustamento ex-post degli incrementi tabellari previsto dal CCNL metalmeccanico del 2021 rispetto allo scostamento tra inflazione (in questo caso per il 2022) prevista al momento del rinnovo e inflazione effettiva. In media d'anno, il ritmo di crescita delle retribuzioni contrattuali nell'industria è previsto mantenersi su questi livelli anche nel 2024.

Grafico 17 - Nell'industria alta copertura dei contratti e retribuzioni in accelerazione



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, Indagine sulle retribuzioni contrattuali.

Nei servizi privati, invece, si registra una copertura più bassa dei CCNL (29% i lavoratori coperti mediamente da gennaio 2022) e ciò frena la crescita media annua delle retribuzioni contrattuali, passata dallo 0,9% nei primi 3 mesi del 2023 all'1,5% da aprile. Questo principalmente grazie a un anticipo (in media

pari a 39 euro mensili) riconosciuto nel comparto del commercio rispetto al rinnovo del CCNL scaduto da dicembre 2019. Assumendo che la copertura cresca in virtù proprio di un imminente rinnovo nel commercio, il ritmo di crescita delle retribuzioni contrattuali nei servizi privati è previsto riallinearsi a quello dell'industria nel 2024 (Grafico 17).

Nell'intero settore privato, anche nel biennio 2023 e 2024 le retribuzioni di fatto avanzeranno a un ritmo più elevato rispetto alle contrattuali, stimato intorno a un punto percentuale in più. Ciò in virtù di emolumenti non continuativi, attesi ridimensionarsi rispetto al 2022 in ragione del rallentamento dell'attività, ma che continueranno ad essere sostenuti dall'estensione degli incentivi al welfare su livelli più elevati di quelli precedenti alla crisi energetica.

Clup industriale in aumento anche nel 2023 e 2024 Il Clup manifatturiero in Italia è cresciuto del +4,8% nel 2022, più che in altre economie europee (+3,7% nell'industria tedesca, +2,5% in media nell'Area euro). A fronte di una dinamica più contenuta del costo del lavoro per ora lavorata (+2,9% contro il +4,2% in Germania e il +3,9% medio nell'Area), la competitività dell'industria italiana è stata penalizzata da un ampio calo della produttività (-1,8%). Tra gli altri grandi paesi dell'Eurozona, la produttività del lavoro è calata nel 2022 solo in Francia, mentre è cresciuta in media del +1,4% (+0,6% in Germania).

Il deterioramento della competitività in termini di Clup nel 2022 ha eroso il miglioramento registrato tra il 2015 e il 2019, soprattutto rispetto alla Germania, che nel biennio 2021-22 ha recuperato competitività grazie a una dinamica della produttività migliore rispetto agli altri principali competitor. L'Italia ha mantenuto, invece, un divario positivo di competitività in termini di Clup rispetto alla Spagna, penalizzata soprattutto da una peggiore dinamica della produttività (nel 2022 poco sopra ai livelli del 2015), e non si discosta di molto rispetto alla Francia, contraddistinta da una produttività in calo per il terzo anno consecutivo.

Nel biennio 2023-2024, il rafforzamento della dinamica salariale nel settore privato, che sta avvenendo con ritardo rispetto alla dinamica inflattiva, per effetto del meccanismo di aggiustamento delle retribuzioni contrattuali, spingerà al rialzo il Clup nel manifatturiero italiano, dato anche il forte calo della produttività del lavoro previsto per quest'anno (già acquisito nel 1° semestre, per l'ampio *labor hoarding* effettuato dalle imprese) e un solo marginale recupero il prossimo.

4.2 I prezzi, i deflatori e i margini

Inflazione: frenata in fase avanzata La dinamica dei prezzi al consumo in Italia sta proseguendo in graduale rallentamento da dicembre 2022, scendendo al +5,3% annuo a settembre 2023. Un valore ancora alto rispetto all'obiettivo BCE del 2,0% (Grafico 18), ma decisamente più favorevole rispetto ai record toccati nel 2022 (+11,8% a ottobre e novembre). La variazione acquisita per la media del 2023 è pari al +5,7%.

Nello scenario CSC, che incorpora un prezzo del gas in moderato aumento rispetto ai minimi di luglio, l'inflazione continuerà a frenare (soprattutto nei mesi finali del 2023, grazie a un favorevole "effetto base"), tornando in linea con l'obiettivo del +2,0% a fine anno. In media, si attesterà al +5,8% (da +8,1% nel 2022), con una revisione al ribasso di -0,5 punti rispetto allo scenario CSC di marzo. Nel 2024, terminata ormai la lunga frenata, l'inflazione è attesa rimanere intorno ai valori di fine 2023, assestandosi al +2,1% in media. Questa previsione è basata sull'effetto netto di vari fattori di segno opposto.

Primo, il *driver* principale del rallentamento dell'inflazione totale nel 2023 si è confermato essere il lento venir meno dell'impatto sui prezzi al consumo (la variazione a 12 mesi) del rincaro di petrolio e gas registrato nel 2022. Questo ha richiesto tempo, ma il risultato ora è acquisito.

Grafico 18 Inflazione: rallenta anche la dinamica di fondo

(Italia, NIC, var. % a 12 mesi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

INFLAZIONE



Secondo, il recente indebolimento dell'euro sul dollaro (-4,9% a ottobre da luglio) tende ad accrescere in Italia l'inflazione "importata" tramite materie prime acquistate dall'estero (prezzate in dollari). Questo non aiuta il raffreddamento dei prezzi al consumo nel Paese. Nella media del 2023 e poi del 2024, comunque, incorporando l'ipotesi di una stabilità dell'euro, l'impatto di questo fattore sui prezzi finali dovrebbe essere limitato.

Terzo, le attese dei consumatori italiani sui prezzi sono divenute meno "ribassiste" negli ultimi mesi (-3 il saldo delle risposte, sui 12 mesi), dopo aver toccato un minimo a marzo 2023 (-13). Potrebbe aver pesato la fine della riduzione del prezzo del gas e il nuovo aumento di quello del petrolio. Le attese delle imprese industriali sui propri prezzi di vendita hanno continuato a frenare nel corso del 2023, fino a divenire appena "rialziste": +4 a settembre 2023 (picco a +54 nell'aprile 2022). Resta quindi una forbice tra le aspettative di famiglie e imprese, ma entrambi gli indicatori puntano nella direzione di un proseguimento della frenata dei prezzi in Italia.

Quarto, la domanda dei consumatori si è di nuovo indebolita a fine 2022, recuperando poco nella prima metà del 2023 e, secondo le attese, anche nella seconda metà dell'anno. L'attività economica in vari settori dell'industria è risultata debole finora nel 2023. Ciò modera in Italia gli effetti di *second round* sui prezzi domestici, originati dai precedenti rincari di energia e altre commodity.

Anche i prezzi core rallentano Negli ultimi mesi, anche la dinamica dei prezzi *core* (esclusi energia e alimentari) ha registrato un graduale rallentamento, scendendo al +3,9% annuo a settembre, un punto in meno dal picco di +4,9% toccato in aprile. Ma questo avviene con il tradizionale ritardo, rispetto all'allentamento delle pressioni inflazionistiche a monte iniziato a fine 2022.

La dinamica dei prezzi *core* resta di poco più bassa in Italia rispetto all'Eurozona, dove è scesa a +4,5%. Questo riflette il fatto che in Italia, in una prima fase, le imprese hanno assorbito di più nei propri margini i rincari delle materie prime e, successivamente, il trasferimento a valle è stato ritardato rispetto agli altri paesi, per cui il massimo raggiunto dalla misura *core* è stato più basso in Italia che in Europa (+4,9% contro +5,7%). Si prevede che l'inflazione di fondo in Italia continui a frenare sia nella parte finale del 2023, che nel 2024.

In Italia la dinamica dei prezzi sta rallentando di recente per i servizi: +4,1% annuo a settembre 2023 (da un picco di +4,8% in aprile). I prezzi dei servizi di tra-

sporto, che risentono rapidamente del costo dei carburanti, si sono moderati negli ultimi mesi (+1,2% in agosto, da +6,0% in aprile), pur restando esposti alle dinamiche del petrolio, come mostra il balzo a settembre (+3,8%). In moderazione anche i rincari nei servizi ricreativi-culturali (+5,7%, da un picco di +6,9%), mentre quelli dei servizi relativi all'abitazione non mostrano flessioni (+3,7%).

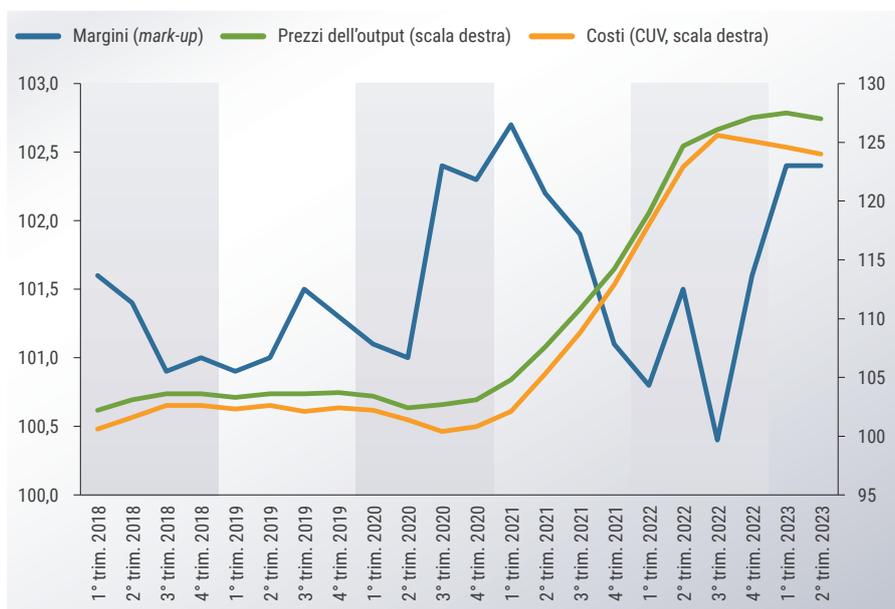
Anche i prezzi al consumo dei beni industriali stanno rallentando: +3,6% a settembre, da un picco di +5,5% a febbraio. La frenata si registra per tutte le tipologie di beni: i durevoli al +4,0% (da +6,6%), i non durevoli al +4,7% (da +7,0%).

Tali prezzi al consumo stanno seguendo la frenata (come prima il rialzo) dei corrispondenti prezzi alla produzione per i beni di consumo (+5,7% annuo nell'agosto 2023, sul mercato interno, da un picco di +11,2% nel novembre 2022). Rimane un persistente differenziale tra questi prezzi: quelli al cancello della fabbrica (a monte) crescono di più di quelli al supermercato (a valle): +2,1 punti il *gap*. Ciò sembra riflettere una erosione dei margini nell'attività di distribuzione al consumatore.

Per la manifattura, i dati di contabilità trimestrale fotografano una lenta moderazione del costo degli input da fine 2022 (-1,3% fino al 2° trimestre 2023), dopo il fortissimo aumento registrato da inizio 2021 a causa dei rincari delle commodity e poi dell'energia. A fronte di tale andamento recente dei costi, le imprese industriali italiane hanno subito stoppato il rialzo dei prezzi di vendita, sui livelli di fine 2022; in precedenza, li avevano aumentati per tenere il passo dei costi, soprattutto nel 2021 e nella prima parte del 2022. Il risultato è che i margini operativi delle imprese manifatturiere, in aggregato, hanno recuperato terreno da fine 2022, tornando a metà del 2023 intorno ai livelli di fine 2020 (Grafico 19).

Grafico 19 Mark-up in recupero nella manifattura

(Italia, dati trimestrali, indici 2015=100)



CUV = costi unitari variabili.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

In questa fase di rallentamento, i prezzi di vendita delle imprese italiane per i beni strumentali (+2,6%) e soprattutto intermedi (-4,1% annuo) hanno frenato di più rispetto ai prezzi per quelli di consumo (mentre nel 2021-22 erano cresciuti di più). I prezzi alla produzione dell'energia sono crollati (-37,5% annuo). Questo suggerisce che l'andamento dei margini industriali anche nel 2023 non è uniforme tra i vari settori, ma le dinamiche sono ribaltate rispetto al 2022:

tendono a recuperare di più quelli in cui è maggiore l'incidenza dell'energia sui costi totali e quelli posti più a valle.

L'energia ha frenato, gli alimentari meno I prezzi energetici al consumo in Italia (elettricità e gas per la casa, carburanti per i trasporti) hanno infine rallentato in misura piena: +1,7% annuo a settembre 2023 (da un picco di +71,1% a ottobre 2022). Tuttavia, tale percorso ha impiegato quasi un anno, mentre il crollo dei prezzi internazionali di gas e petrolio è stato rapido. Questa frenata spiega una buona parte della riduzione dell'inflazione totale: il contributo dell'energia è sceso a +0,2 punti, da un massimo di +7,2. Nell'intensità e rapidità di tali ribassi al consumatore finale (così come nei rincari precedenti) hanno giocato un ruolo anche gli interventi di *policy* in chiave anti-rincari.

Il recente rincaro del petrolio, però, peggiora le prospettive per i prezzi. Nello scenario CSC, nel 2023 il Brent, in euro, scende comunque del 18%, il gas molto di più (del 68%), data la forte discesa fino a metà anno. Nel 2024, però, il petrolio registrerà un limitato rincaro (del +4%), così come il gas (+10%). In questo contesto, la variazione a 12 mesi dei prezzi energetici al consumo in Italia negli ultimi mesi del 2023 resterà bassa, vicino allo zero, ma non diventerà negativa come atteso in precedenza. Nel corso del 2024, viceversa, la dinamica dei prezzi energetici finali dovrebbe tornare a salire, sebbene in misura moderata rispetto a quanto visto nel 2022.

I prezzi alimentari, a differenza di quelli energetici, hanno frenato solo in misura molto parziale: +8,4% a settembre, da un picco di +12,9% annuo a febbraio 2023. Il loro contributo all'inflazione totale resta elevato: +1,5 punti, da un picco di +2,4.

Le materie prime alimentari, dopo i forti rincari del 2022, sono in moderazione da diversi mesi, ma questa finora è stata lenta e parziale. In base all'ipotesi di una flessione significativa per le commodity agricole nella media del 2023 (quasi tutta già registrata) e poi di un'ulteriore, più limitato, ribasso nel 2024 (si veda par. 7), la dinamica dei prezzi al consumo alimentari in Italia dovrebbe continuare a rallentare nell'ultima parte del 2023 e tendere a normalizzarsi nel prossimo anno avvicinandosi al ritmo del 2,0%.

L'inflazione nell'Area euro è stata stimata, a settembre, dalla BCE a +5,6% nel 2023 e +3,2% nel 2024. Quindi, la dinamica dei prezzi in Italia dovrebbe risultare poco sopra nel 2023 (di +0,2 punti), mentre nel 2024 dovrebbe scendere sotto quella dell'Area (di -1,1 punti). Per le dinamiche italiane, dunque, sarebbe appropriato un taglio anticipato dei tassi BCE, la quale tuttavia guarda ai dati aggregati sull'intera Area e, quindi, dovrebbe decidere più tardi l'inversione di rotta.

Deflatori più bassi dell'inflazione Anche nel 2023 rimane un ampio divario tra l'inflazione misurata sui prezzi al consumo (NIC), più alta, e il deflatore dei consumi delle famiglie: il secondo, nello scenario CSC, è previsto al +5,3%, mezzo punto in meno.

Il motivo, come già lo scorso anno, è nei cambiamenti nelle abitudini di spesa delle famiglie italiane che, a fronte dei prezzi alti, si spostano verso acquisti di beni meno costosi (discount): ciò non viene colto dal NIC, calcolato su un paniere di beni fissato a inizio anno, ma è incluso nel deflatore.

Il deflatore del PIL, nello scenario CSC, registrerà a sua volta nel 2023 una dinamica ancora più bassa di quella del deflatore dei consumi (+4,5%). Ciò avviene per effetto delle minori variazioni dei prezzi di altre componenti della domanda (consumi collettivi, investimenti) e per il calo del deflatore delle scorte, e nonostante il forte miglioramento delle ragioni di scambio.

Nel 2024, il divario tra la dinamica dei prezzi al consumo e quella del deflatore dei consumi (+2,2%) è atteso praticamente annullarsi. Il deflatore del PIL

(+3,0%) sarà invece più alto rispetto a quello dei consumi. Infatti, l'andamento dei prezzi di altre componenti della domanda sarà più sostenuto (scorte) e resterà positivo anche l'effetto delle ragioni di scambio.

5. La finanza pubblica

Deficit pubblico alto, ma in riduzione Nello scenario "a legislazione vigente" l'indebitamento netto della pubblica amministrazione è previsto scendere al 5,3% del PIL nel 2023, dall'8,0% dello scorso anno, e al 3,8% nel 2024 (Tabella 2), sostanzialmente in linea con quanto indicato nella Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza (NaDEF) presentata dal Governo a fine settembre (rispettivamente 5,2% e 3,6%).

Tabella 2
Il quadro della finanza pubblica
(Italia, valori in % del PIL)

	2021	2022	2023	2024
Indebitamento della PA	8,8	8,0	5,3	3,8
Entrate totali	47,5	48,0	47,8	46,7
Uscite totali	56,3	56,1	53,1	50,5
Pressione fiscale	42,6	42,7	42,4	42,0
Saldo primario	-5,3	-3,8	-1,3	0,4
Debito pubblico	147,1	141,7	140,0	140,4

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Banca d'Italia.

DEFICIT PUBBLICO/PIL



La previsione tiene conto del rallentamento della crescita economica e sconta il maggior impatto del rialzo dei tassi di interesse sul costo del finanziamento del debito pubblico, la maggiore spesa per le pensioni, legata al meccanismo di indicizzazione all'inflazione dell'anno precedente, e la parziale implementazione delle misure previste per il PNRR. Per l'anno in corso, l'ampio scostamento rispetto al deficit previsto nel Rapporto di marzo scorso e a quello indicato dal Documento di Economia e Finanza (DEF) di aprile (di 0,9 punti di PIL nel 2023), include anche l'impatto del maggior costo del Superbonus.

Il Superbonus pesa sul deficit 2023 Il maggior ricorso al Superbonus quest'anno e la riclassificazione in "non pagabili" dei crediti⁹ il prossimo, determineranno un peggioramento dell'indebitamento nel 2023 di 1,8 punti di PIL e un miglioramento dell'indebitamento nel 2024 pari a 0,3 punti di PIL (0,2 nel 2025).

Peggiora il fabbisogno Il fabbisogno di cassa cumulato del settore statale si è attestato a 102,3 miliardi di euro nei primi 9 mesi del 2023, oltre il doppio rispetto allo stesso periodo del 2022 (51 miliardi). I principali pagamenti che hanno fatto registrare un significativo aumento riguardano: l'impatto di cassa degli incentivi edilizi, la rivalutazione della spesa previdenziale, l'erogazione dell'assegno unico e gli esborsi delle amministrazioni territoriali (cui contribuisce il trasferimento alla CSEA¹⁰ per il contenimento dei prezzi nel settore elettrico e del gas previsto dall'ultima Legge di Bilancio). Tra gli incassi si segnalano: il versamento del c.d. "contributo di solidarietà" da parte delle imprese energivore per un importo di 3,3 miliardi¹¹, ma anche la riduzione dell'IVA sulle importazioni e i minori incassi per

⁹ Sulla base dell'interpretazione delle regole del Manuale sul deficit e sul debito, la spesa da sostenere nel biennio 2024-2025 va registrata come credito 'non pagabile' poiché, a legislazione vigente, non è più consentita la trasferibilità del credito e lo sconto in fattura delle detrazioni maturate sugli interventi Superbonus, se non per una ridotta platea di beneficiari.

¹⁰ Cassa per i servizi energetici e ambientali.

¹¹ La Legge di Bilancio 2023, all'art.1 c. 115, ha introdotto un contributo di solidarietà temporaneo, sotto forma di prelievo una tantum per l'anno 2023, per i soggetti che esercitano nel

i servizi di telecomunicazioni, dovuti al fatto che lo scorso anno sono stati pagati *una tantum* i diritti d'uso delle frequenze per il 5G.

A miglioramento del fabbisogno, nel mese di ottobre verrà contabilizzata la terza rata del PNRR. Nello scenario CSC si ipotizza che l'incasso della quarta rata avvenga entro l'anno e quello della quinta, il prossimo anno. La copertura del fabbisogno del settore statale determina un aumento della spesa per interessi.

Spesa per interessi in aumento La spesa per interessi è stimata a 80,4 miliardi nel 2023 e a 88,6 nel 2024 (rispettivamente al 3,9% del PIL e al 4,2%), tenendo conto del calo della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione (in coerenza con la previsione di una progressiva riduzione di quest'ultima) e della curva dei rendimenti dei titoli di Stato, che si è posizionata su livelli più alti guidata dalla porzione a breve (maggiormente influenzata dai tassi BCE).

Nello scenario CSC, il rendimento del BTP decennale si attesterà in media intorno al 4,30% nel 2023 e al 4,50% nel 2024, sotto l'ipotesi che il rendimento rimanga sui livelli attuali fino alla metà del prossimo anno, quando inizierà lentamente a calare, seguendo il rientro dell'inflazione e la riduzione dei tassi BCE (si veda par. 6).

Entrate in rallentamento Nello scenario CSC, le entrate complessive si attestano al 47,8% del PIL nel 2023 e al 46,7% nel 2024, in calo dal 48,0% del 2022. In valore assoluto si registra comunque una crescita in entrambi gli anni di previsione (rispettivamente +4,8% e +1,2%), seppur più lenta in linea con il rallentamento del PIL.

Il gettito tributario cresce ancora quest'anno (+5,5%, dopo il +7,5% del 2022) ma frena il prossimo (+0,6%), attestandosi al 29,3% e al 28,5% del PIL. In particolare, le imposte dirette registrano una dinamica vivace nel 2023 (+6,1%) e calano nel 2024 (-2,8%), scontando per il prossimo anno la revisione del criterio di registrazione del Superbonus (imputabile come "minor gettito IRPEF") comunicata da Eurostat. Le imposte indirette mantengono una dinamica positiva, seppur in leggera frenata: +4,8% quest'anno e +4,2% il prossimo, per effetto congiunto della discesa dei prezzi all'importazione, del calo dell'inflazione, dei minori consumi, ma anche dell'impatto via via minore degli interventi contro il caro-energia. Si conferma il rallentamento dei contributi sociali (+3,2% nel 2023, contro il +6,0% registrato nel 2022) dovuto per lo più al taglio contributivo per i lavoratori dipendenti; invece, nella previsione sul 2024 (che non tiene conto della proroga prevista nel DDL Bilancio) i versamenti contributivi tornano a crescere a un ritmo più sostenuto (+6,6%).

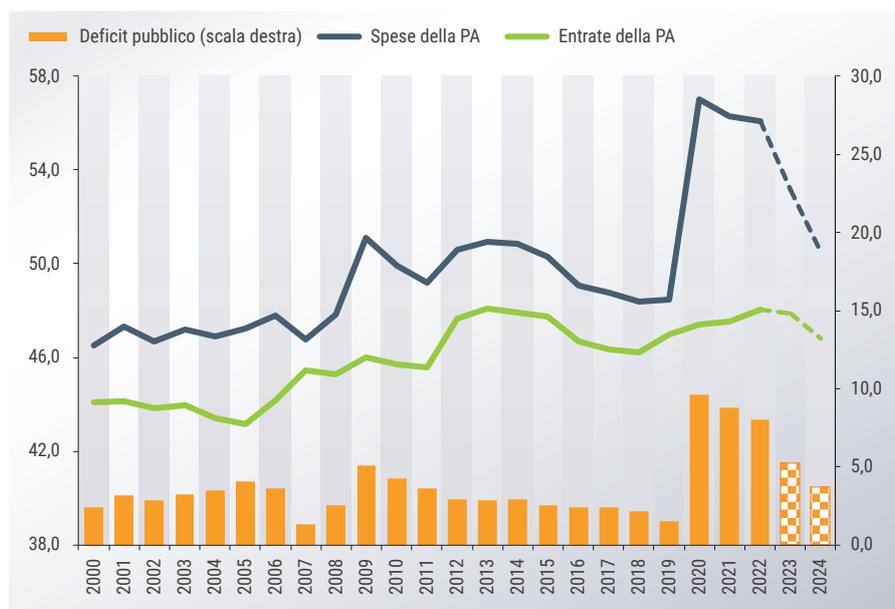
La pressione fiscale e contributiva scende al 42,4% del PIL nel 2023 e al 42,0% nel 2024. In termini nominali, si conferma la dinamica in rallentamento: +4,8% quest'anno (dal +7,1% nel 2022) e +2,5% il prossimo.

Uscite in contrazione La spesa pubblica in rapporto al PIL è stimata in rapido rientro nel biennio previsivo: al 53,1% del PIL nel 2023 e al 50,5% nel 2024 (Grafico 20). Accelera quindi l'inversione di tendenza, avviata dopo aver toccato il picco del 57,0% del PIL nel 2021. Anche in valore assoluto si registra una riduzione delle uscite (rispettivamente di -0,3% e -1,5%), legata al rallentamento dell'inflazione, al rientro dalle misure emergenziali adottate durante la pandemia e alla graduale uscita da quelle di contrasto al caro-energia.

territorio dello Stato, per la successiva rivendita, attività di produzione di energia elettrica o gas metano, di estrazione di gas naturale, di rivendita di energia elettrica, gas metano e gas naturale, di produzione, distribuzione e commercio di prodotti petroliferi, nonché di importazione degli anzidetti beni o di introduzione in Italia, sempre dei medesimi beni, provenienti da altri Stati dell'Unione europea.

Grafico 20 Il rientro della spesa pubblica guida la discesa del deficit

(Italia; valori in % del PIL nominale)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Tali minori uscite nel 2024 sono solo in parte compensate dall'aumento della spesa pensionistica, che riflette l'indicizzazione dei trattamenti pensionistici all'inflazione, e dalla maggiore spesa per interessi.

Nel dettaglio, la spesa corrente primaria è stimata in calo al 43,1% del PIL nel 2023 e al 42,4% nel 2024; in termini nominali, mostra una dinamica significativa quest'anno (+3,0%), meno il prossimo (+1,8%) per il venir meno delle misure contro il caro-energia. I consumi pubblici si attestano complessivamente al 17,6% del PIL nel 2023 e al 17,1% nel 2024. In particolare, i redditi da lavoro frenano quest'anno (+1,0% dal +5,9% del 2022) per il venir meno del pagamento degli arretrati al pubblico impiego e si riducono il prossimo (-0,2%) per effetto della dinamica negativa dell'occupazione. I consumi intermedi mantengono un ritmo positivo nel biennio di previsione, seppur più lento per effetto del rientro dei prezzi e del progressivo venir meno delle misure emergenziali (rispettivamente +2,7% e +1,1%). Anche la spesa per prestazioni sociali in denaro è attesa in crescita (+4,6% nel 2023 e +5,2% nel 2024), guidata dalla dinamica della spesa pensionistica, che sconta gli effetti delle misure contenute negli interventi di riforma adottati negli ultimi anni¹² e, il prossimo anno, la maggiore indicizzazione all'inflazione.

La spesa in conto capitale è stimata in marcata riduzione quest'anno (-17,7%) e ancor più il prossimo (-33,0%), in virtù del ridursi della spesa per contributi agli investimenti nel 2023 e, soprattutto, del parziale rinvio degli investimenti pubblici finanziati dal PNRR in tutti e due gli anni di previsione, come evidenziato nella NaDEF. Nella previsione si è ipotizzato un utilizzo solo parziale delle risorse PNRR rispetto a quanto programmato nel DEF di aprile scorso. L'incidenza sul PIL della spesa in conto capitale è attesa pari al 6,0% nel 2023 e al 3,9% nel 2024. Gli investimenti pubblici, in calo quest'anno (-13,1%) dopo 4 anni di cospicui aumenti (+11,8% annuo, in media, tra il 2019 e il 2022), tornano a crescere il prossimo anno (+11,7%), data la necessità di attuare gli interventi previsti dal PNRR. I contributi agli investimenti si riducono nel 2023 (-17,8%), in linea con quanto previsto dal Governo, e ancor più nel 2024 (-64,7%) con il ve-

¹² Si fa riferimento, in particolare, a quanto previsto nel Decreto legge n. 4/2019 (Quota 100) che, favorendo il pensionamento anticipato, ha determinato un sostanziale incremento del numero di pensioni in rapporto al numero di occupati.

DEBITO PUBBLICO/PIL

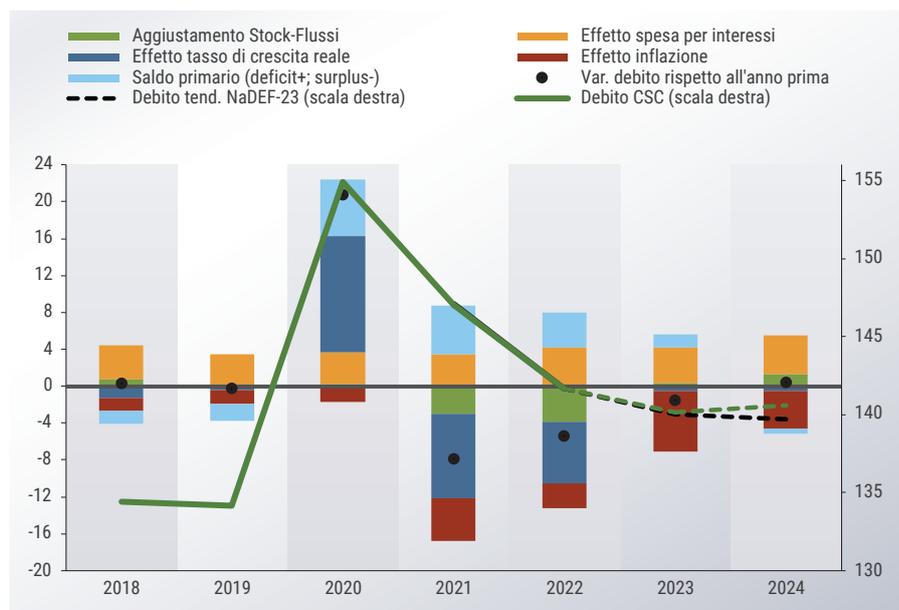


Grafico 21 L'effetto *snowball* positivo potrebbe far risalire il debito pubblico

(In % del PIL)

nir meno della spesa per il Superbonus che nella previsione verrà riclassificato contabilmente come detrazione fiscale.

Non scende il debito Il debito pubblico in rapporto al PIL è stimato al 140,0% nel 2023, in calo di 1,7 punti rispetto al 2022, su valori simili a quelli stimati dal Governo (Grafico 21). Per l'anno prossimo, è previsto risalire di quasi 0,4 punti fino al 140,4% del PIL anziché calare al 139,7% come indicato nel quadro tendenziale della NaDEF 2023.



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, Banca d'Italia e NaDEF 2023.

Se gli importi qui stimati di indebitamento netto, saldo primario e spesa per interessi si discostano solo marginalmente rispetto a quanto previsto dalla NaDEF 2023, la differenza più rilevante riguarda l'effetto *snowball*, ossia la componente legata alla differenza tra costo medio del debito e tasso di crescita nominale. Sebbene questa differenza resti ancora negativa, si riduce drasticamente il suo contributo alla riduzione del debito/PIL: -3,2% e -0,6% nel biennio di previsione, contro il -3,4% e il -1,1% incorporati nello scenario NaDEF.

In altri termini, se nel 2021 e 2022 l'elevata crescita reale e l'elevata inflazione contribuivano a erodere lo stock di debito pubblico (in % PIL), nel 2023 l'effetto "crescita reale" quasi svanisce e nel 2024 l'effetto "inflazione" si riduce a tal punto da non essere più sufficiente a compensare né la maggiore spesa per interessi, né la componente di "aggiustamento stock-flussi", che è in aumento principalmente per gli effetti di contabilizzazione degli incentivi edilizi. Inoltre, il saldo primario, che da negativo nel 2023 diventa positivo nel 2024, è di importo troppo limitato per dare un contributo significativo alla riduzione del debito. Sull'aggiustamento dei conti pubblici peserà anche la revisione in corso delle regole europee del Patto di Stabilità e Crescita, si veda il Focus 3.

6. Il credito per le imprese

Credito in forte riduzione I prestiti bancari alle imprese in Italia si stanno rapidamente riducendo (-6,2% annuo ad agosto 2023), dopo aver toccato alti ritmi di crescita fino a metà del 2022 (picco a +4,8% in agosto; Grafico 22). Un mutamento brusco, come raramente osservato nelle serie storiche del credito,

dovuto soprattutto al rapido rialzo dei tassi di interesse deciso dalla BCE in tale periodo.

Grafico 22 Brusco calo dei prestiti per le imprese

(Italia, variazioni % a 12 mesi, dati mensili)



* Corretto per l'effetto di cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

I prestiti hanno frenato di più nel manifatturiero (-3,8% annuo a maggio), meno nelle costruzioni (-2,8%) e nei servizi (-2,3%). Le costruzioni sono il settore con la maggiore intensità creditizia (67% il rapporto prestiti/valore aggiunto), insieme alla manifattura (68%), mentre nei servizi il ruolo del credito è inferiore (34% nel commercio, 56% nell'alloggio-ristorazione).

Il profilo recente del credito, come già nel 2022, sembra riflettere in parte quello del prezzo del gas: discesa rapida nel corso del 2023, dopo il picco in agosto 2022. Questa correlazione si spiega con il fatto che la domanda di credito delle imprese, negli ultimi 2 anni, è stata guidata principalmente dal fabbisogno di liquidità, che ora è minore grazie al calo dei prezzi energetici, che richiede pagamenti inferiori rispetto a quelli abnormi del 2022.

L'indagine Banca d'Italia (BLS) conferma che la domanda di credito delle imprese è crollata nei primi 3 trimestri del 2023. Sta diminuendo soprattutto la domanda di fondi per il lungo termine, meno quella per il breve. Inoltre, le richieste di credito per scorte/capitale circolante, cioè per la liquidità, si sono sostanzialmente fermate nel 2° e 3° trimestre e a calare molto sono quelle per finanziare investimenti fissi. Chiara l'indicazione che la domanda sia frenata in particolare dall'aumento dei tassi di interesse.

Dal lato dell'offerta, l'indagine mostra che nei primi 3 trimestri del 2023 è proseguita la stretta, moderata, nei criteri di accesso al credito per le imprese. Il fattore principale che ha peggiorato l'offerta è stato il ribasso delle attese sull'economia e su specifici settori, cui si sono affiancati maggiori rischi percepiti dalle banche sulle garanzie. Fino al 1° trimestre hanno pesato, ma in modo molto limitato, anche problemi di dotazione di capitale e di raccolta sui mercati, riflesso dello stop alle misure straordinarie della BCE (acquisti di titoli, prestiti agli istituti). L'irrigidimento dei criteri nel 2023 è consistito solo in parte nell'aumento dei margini di interesse, mentre sono cresciuti gli oneri addizionali, le richieste di garanzie, ma soprattutto i limiti alle scadenze e si è avuta un'ulteriore stretta sull'ammontare dei prestiti concessi.

L'indagine ISTAT, coerentemente, mostra che la quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti è aumentata fino all'8,2% a settembre 2023, da un valore "normale" di 4,5% a fine 2021. Inoltre, la quota di imprese che ottiene credito solo a condizioni più onerose si mantiene alta (35,0% da 7,3%). Tali dati confermano anche un accesso al credito meno favorevole: -34,7 il saldo delle risposte, da -4,8 nel 2021. Quindi, le imprese fanno i conti con un credito più scarso e costoso.

Nel 2023 la liquidità delle imprese, misurata dal valore dei depositi in banca, si è assottigliata rapidamente (-5,6% annuo in agosto), tornando sul trend pre-pandemia. L'indicatore ISTAT della liquidità disponibile in azienda, rispetto alle esigenze operative, ha tenuto finora, poco sotto i valori pre-pandemia, ma solo perché si è ridotto il fabbisogno di risorse liquide. La situazione nei prossimi mesi potrebbe presto trasformarsi in carenza di liquidità, se il credito continua a ridursi. Le aziende che hanno più esigenza di credito per liquidità sono le produttrici di beni di consumo (si veda il Focus 2).

Prospettive difficili per il credito La dinamica dei prestiti alle imprese è attesa ancora debole nei mesi finali del 2023 e nella prima parte del 2024. Il rischio è il prolungarsi della situazione di offerta troppo selettiva e parte della domanda insoddisfatta: un freno all'attività economica.

La domanda di credito, da metà 2024, dovrebbe essere risolledata dall'atteso taglio dei tassi BCE e quindi dal minor costo. In parte, sarà sostenuta anche dalla (bassa) crescita dell'economia.

Le imprese italiane hanno oggi bilanci molto più solidi, grazie al miglioramento nel decennio pre-pandemia (una maggiore quota del capitale sul passivo) e nonostante l'indebitamento nell'anno di pandemia. A fronte dell'assottigliarsi della liquidità in azienda e dei continui shock nello scenario economico, che possono creare per alcune imprese la necessità di accrescere ancora l'indebitamento (come nel 2022), è cruciale che l'offerta di credito bancario in Italia resti ampia. Perciò, misure per il credito e la liquidità (ad esempio, l'allargamento delle garanzie pubbliche del Fondo per le PMI, le moratorie sui debiti bancari), possono risultare importanti per una parte delle imprese, soprattutto fino alla metà del 2024, perché favoriscono un allentamento dell'offerta di credito bancario.

Sull'offerta di credito influiscono vari fattori, sia positivi che negativi.

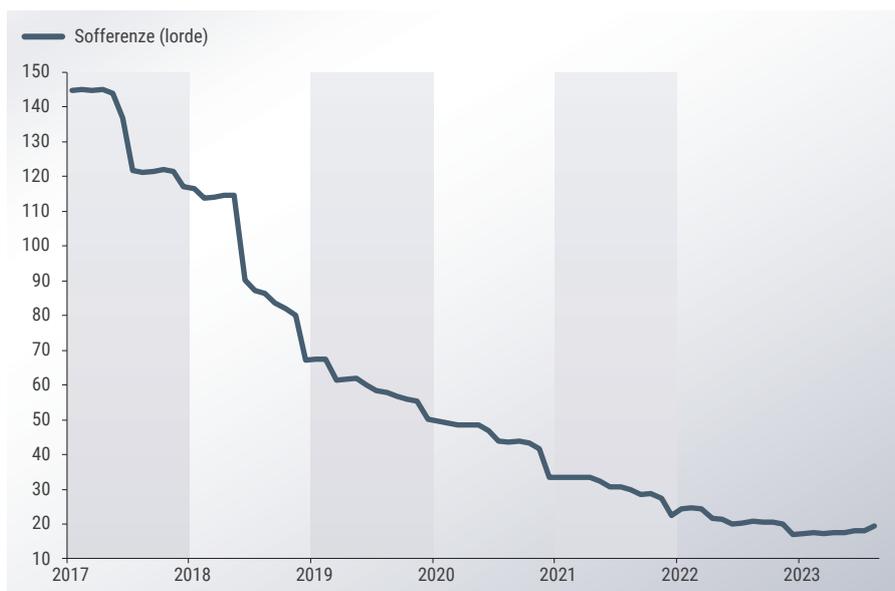
La redditività bancaria è aumentata nettamente a inizio del 2023, grazie al contributo di tutte le voci: le rettifiche su crediti sono diminuite, così come i costi operativi, mentre l'aumento dei tassi ha fatto crescere il margine di interesse ed è aumentata anche l'attività di negoziazione. Il ratio di capitale, di conseguenza, si mantiene molto elevato.

Le sofferenze bancarie hanno interrotto il lungo trend di riduzione, che era proseguito anche nel 2020, a causa del contesto economico molto sfavorevole nel 2023 (bassa crescita, tassi alti). Finora il loro aumento è marginale, ma costituisce un campanello d'allarme (Grafico 23): 19 miliardi di euro nell'agosto 2023, da 17 a fine 2022. Il flusso di nuovi prestiti deteriorati è in lieve aumento nel 2023 (nel 1° trimestre: 1,7% dello stock), restando comunque su valori benefici rispetto ai picchi del 2012-2013. Lo stock di sofferenze non sta più beneficiando delle cartolarizzazioni di prestiti, che li fanno uscire dai bilanci bancari: il flusso netto è divenuto negativo nel 2023, mentre era rimasto significativo fino allo scorso anno (-0,6 miliardi nei primi 8 mesi del 2023, da +7,6 nel 2022).

Quindi resta limitato, finora, il rischio che le banche debbano effettuare nel breve-medio termine nuove forti rettifiche su crediti. L'economia italiana ha frenato molto nel 2023 ed è attesa in bassa crescita nel 2024 e questo certamente non aiuta sul fronte delle sofferenze, ma ha evitato scenari peggiori che avrebbero potuto alimentare molto di più l'accumulazione di rischi sui crediti.

Grafico 23 Sofferenze: finito il calo, si intravede un aumento nel 2023

(Italia, imprese, miliardi di euro,
dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

Peraltro, le banche negli ultimi anni hanno già alzato molto il tasso di copertura dei crediti deteriorati, che nel 2023 è su livelli decisamente maggiori rispetto a quelli del 2011.

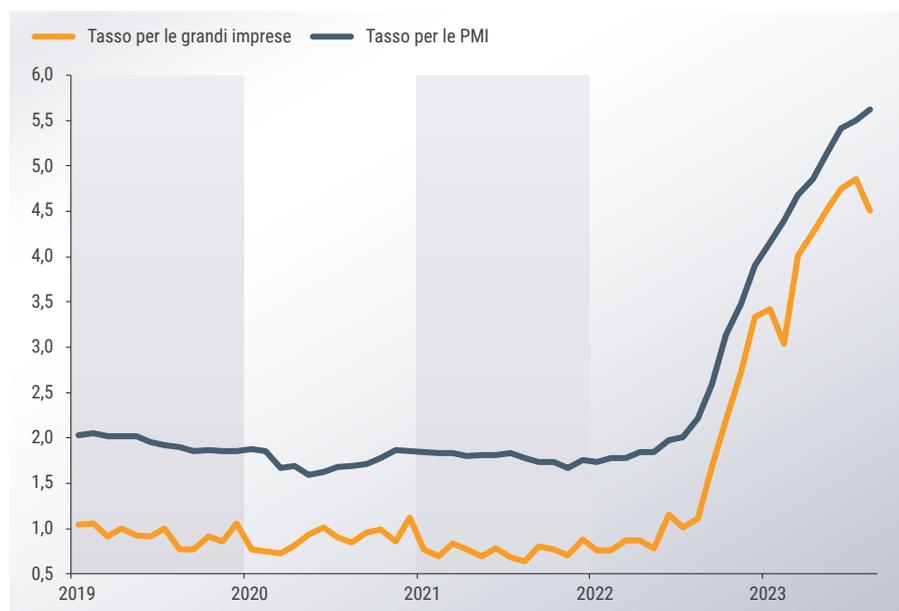
Il fattore negativo principale è rappresentato dai rendimenti sovrani italiani ai massimi da inizio anno, pur con uno spread su quelli tedeschi cresciuto di poco: 4,71% medio a ottobre 2023 il BTP decennale, da 0,97% a dicembre 2021 (+1,86 punti sul Bund, da +1,28). Questo rialzo del BTP, rispetto a fine 2021, riflette quindi in gran parte (oltre 3 punti) quello dei *Treasury* USA e dei tassi ufficiali nell'Eurozona e la fine degli acquisti BCE di titoli.

Il rialzo dei tassi sul BTP, in gran parte già registrato nel 2022, tende ad alzare il costo della raccolta bancaria; tanto più visto che, nel 2023, le banche italiane sono tornate a finanziarsi con emissioni di obbligazioni (dato il calo dei depositi). Inoltre, il calo dei prezzi di mercato dei titoli pubblici (riflesso dell'aumento dei rendimenti), riduce il valore di mercato del portafoglio degli istituti e rischia di generare perdite per svalutazioni. Questo portafoglio di titoli di Stato nel 2022-2023 è diminuito di poco, al valore contabile, restando ampio (370 miliardi nell'agosto 2023, da 405 a fine 2021; pari al 9,8% del totale di bilancio, da 10,2%). Potenzialmente, rimane un rischio per la solidità degli istituti. Tutto ciò si riverbera sulle condizioni di offerta di credito, tendendo a stringerle.

Costo del credito ancora su I tassi pagati dalle imprese italiane hanno subito un forte aumento fin dal 2022 e ancor di più nel corso del 2023, seguendo il tasso BCE e il BTP, come atteso nello scenario CSC di marzo (Grafico 24). Nell'agosto 2023, il tasso per le PMI sulle nuove operazioni è salito al 5,62% (da 1,75% a fine 2021), quello per le grandi imprese a 4,50% (da 0,89%). In media, il rialzo subito dalle imprese finora è di +3,83 punti percentuali.

Il costo del credito sembra destinato a salire ancora per alcuni mesi, dato il *lag* che lo lega al sentiero dei rialzi BCE, nonostante l'ipotesi dello scenario CSC che esclude nuovi rialzi nel 2023 e incorpora un rendimento del BTP intorno ai valori attuali. Dunque, i tassi per le imprese in Italia aumenteranno ancora di poco entro il 2023 e fino a inizio 2024. Ciò sta accrescendo il peso degli oneri finanziari delle aziende, indebolendo quindi il conto economico e frenando i nuovi investimenti privati. Dalla metà del 2024, invece, i primi (limitati) tagli dei tassi BCE inclusi nello scenario dovrebbero allentare le tensioni finanziarie per le nostre imprese.

Grafico 24
Costi molto più alti per il
credito alle imprese
(Italia, valori %, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

7. Lo scenario internazionale

7.1 Commercio mondiale

Un quadro economico debole e incerto Nel 2023 lo scenario economico globale si è indebolito, in Europa per gli impatti negativi dell'inflazione ancora elevata e della stretta monetaria, negli emergenti per la dinamica dell'economia cinese che sta stentando più dell'atteso. Le prospettive restano fiacche e incerte. Sono preponderanti i rischi al ribasso, dovuti soprattutto all'ampliamento delle tensioni geopolitiche, legate all'ulteriore guerra in Medio Oriente, alla maggiore frammentazione produttiva internazionale e alle possibili ripercussioni sui prezzi delle commodity. Ma esistono anche fattori che possono sorprendere in positivo: un maggior traino dalla robusta crescita degli Stati Uniti e una frenata più rapida dell'atteso dell'inflazione globale e, quindi, un allentamento anticipato della stretta della politica monetaria.

L'attività manifatturiera mondiale ha subito una sostanziale battuta d'arresto, dopo il forte rimbalzo successivo allo shock da Covid. Hanno pesato vari fattori: lo spostamento dei consumi dai beni ai servizi, come quelli turistici, l'indebolimento dell'industria europea, che gravita intorno a quella tedesca, e le condizioni più difficili per la domanda, soprattutto di investimenti, a causa della stretta sul credito e del graduale esaurirsi delle politiche emergenziali.

Ciò si è riflesso in un calo del commercio mondiale di beni, che è frenato in modo particolare dall'elevata incertezza geoeconomica, dal rafforzamento del dollaro (valuta di riferimento di buona parte degli scambi) e dal moltiplicarsi delle barriere commerciali (oltre 3mila nel 2022, da meno di mille nel 2019).

Gli indicatori congiunturali non prefigurano una svolta Per il 3° trimestre del 2023 la dinamica degli scambi globali di beni continua a essere stagnante. L'indice dell'attività portuale di container – *RWI/ISL Container Throughput Index* – segnala il proseguimento della risalita (da 123,4 di luglio a 124,7 ad agosto), completamente sostenuto dalla movimentazione portuale cinese, che ha più che compensato la forte riduzione dell'attività nei porti dell'Europa del nord. Nel 2023 le pressioni sulle catene di fornitura si sono normalizza-

COMMERCIO MONDIALE



Tabella 3
Le esogene internazionali
della previsione
(Variazioni %)

	2021	2022	2023	2024
Commercio mondiale	10,3	3,2	-1,0	2,0
PIL - Stati Uniti	5,6	2,1	2,1	1,4
PIL - Area euro	5,2	3,5	0,5	0,6
PIL - Paesi emergenti	6,4	4,1	3,9	4,0
Prezzo del petrolio ¹	71	101	85	90
Prezzo del gas (Europa)	47	124	40	44
Cambio dollaro/euro ²	1,18	1,05	1,08	1,06
Tasso FED effettivo ³	0,08	1,68	5,02	5,08
Tasso BCE ³	0,00	0,58	3,80	4,31

¹ Brent, dollari per barile; ² livelli; ³ valori %.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv, FMI, CPB.

te, secondo la dinamica del *Global Supply Chain Pressure Index*¹³, rilevando anche una domanda mondiale molto debole. Segnali ancora negativi provengono dalla componente ordini esteri del PMI globale, da marzo 2022 sotto la soglia neutrale (50), che segnala una stabilizzazione nel ritmo di riduzione degli ordini nel 3° trimestre.

Scambi di beni in calo nel 2023 Nello scenario CSC, il commercio mondiale di beni è quindi visto in riduzione nel 2023 (-1,0%), con una forte revisione al ribasso rispetto alle previsioni di marzo (+2,0%). Tale stima sconta un'eredità negativa dal 2022 (-0,7%), a causa della forte caduta nel 4° trimestre, e una contrazione nei primi 7 mesi del 2023 (-0,1% la media delle variazioni congiunturali dei primi 7 mesi del 2023).

Nello scenario di previsione si assume una risalita degli scambi di beni dall'ultima parte dell'anno in corso (+2,0% nel 2024; Tabella 3), anche grazie a un andamento più favorevole dell'attività manifatturiera, ma ben al di sotto dei ritmi pre-pandemia (+2,9% medio annuo nel quinquennio 2014-2019; dati FMI) a causa del perdurare dei principali ostacoli (incertezza, tensioni, barriere commerciali).

La dinamica degli scambi nel 2024 è in linea con quella, modesta, attesa per il PIL mondiale (+2,2% a prezzi costanti e cambi di mercato). Nel complesso il PIL e gli scambi di beni andranno di pari passo, così come era accaduto nel quinquennio 2014-2019, ma lungo un sentiero di crescita più basso (Grafico 25).

¹³ L'indice è una misura pluridimensionale della pressione globale sulle catene di approvvigionamento, considerando congiuntamente: il *Baltic dry index*, rappresentativo del costo di trasporto e noli marittimi delle materie prime secche, l'indice *Harpex*, che guarda ai tassi di spedizione dei container, il costo del trasporto aereo lunga una serie di rotte, unito anche agli indicatori qualitativi dei PMI (*Purchasing Managers' Index*) per le principali economie globali. Si veda, Benigno G., di Giovanni J., Groen J., Noble A.I., "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures" Federal Reserve Bank of New York, 2022.

Grafico 25 Debole il commercio mondiale di beni

(Mondo, dati a prezzi costanti, indici
2014=100)



* PIL a prezzi costanti e cambi di mercato.

2023-2024: stime CSC (PIL e scambi di beni) e FMI (scambi di servizi).

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati FMI.

Robusti gli scambi di servizi Gli scambi mondiali di servizi, che erano caduti profondamente durante lo shock pandemico, registrano invece una robusta risalita. A guidare tale dinamica sono soprattutto i flussi turistici internazionali, ormai tornati sui livelli pre-pandemici nella maggior parte delle aree del mondo¹⁴. La crescita degli scambi di servizi è attesa rimanere robusta nell'orizzonte previsivo (intorno al +5% annuo, secondo le stime dell'FMI), consolidando un trend in atto già negli anni pre-pandemia.

Un maggiore ruolo dei servizi nel commercio con l'estero, infatti, è sostenuto da fattori strutturali, tecnologici e commerciali: la terziarizzazione in atto in molti paesi emergenti, la riduzione delle barriere agli scambi di servizi (da livelli molto alti) e, in particolare, la maggiore offerta di servizi intermedi (alla produzione, informatici, professionali, finanziari ecc.), per i quali esistono pochi strumenti di controllo, grazie alle tecnologie digitali, dai paesi emergenti a quelli avanzati.

Negativo il contributo della Cina... La debolezza del commercio mondiale di beni è il risultato di dinamiche eterogenee tra i principali blocchi geoeconomici: Stati Uniti, Europa e Cina.

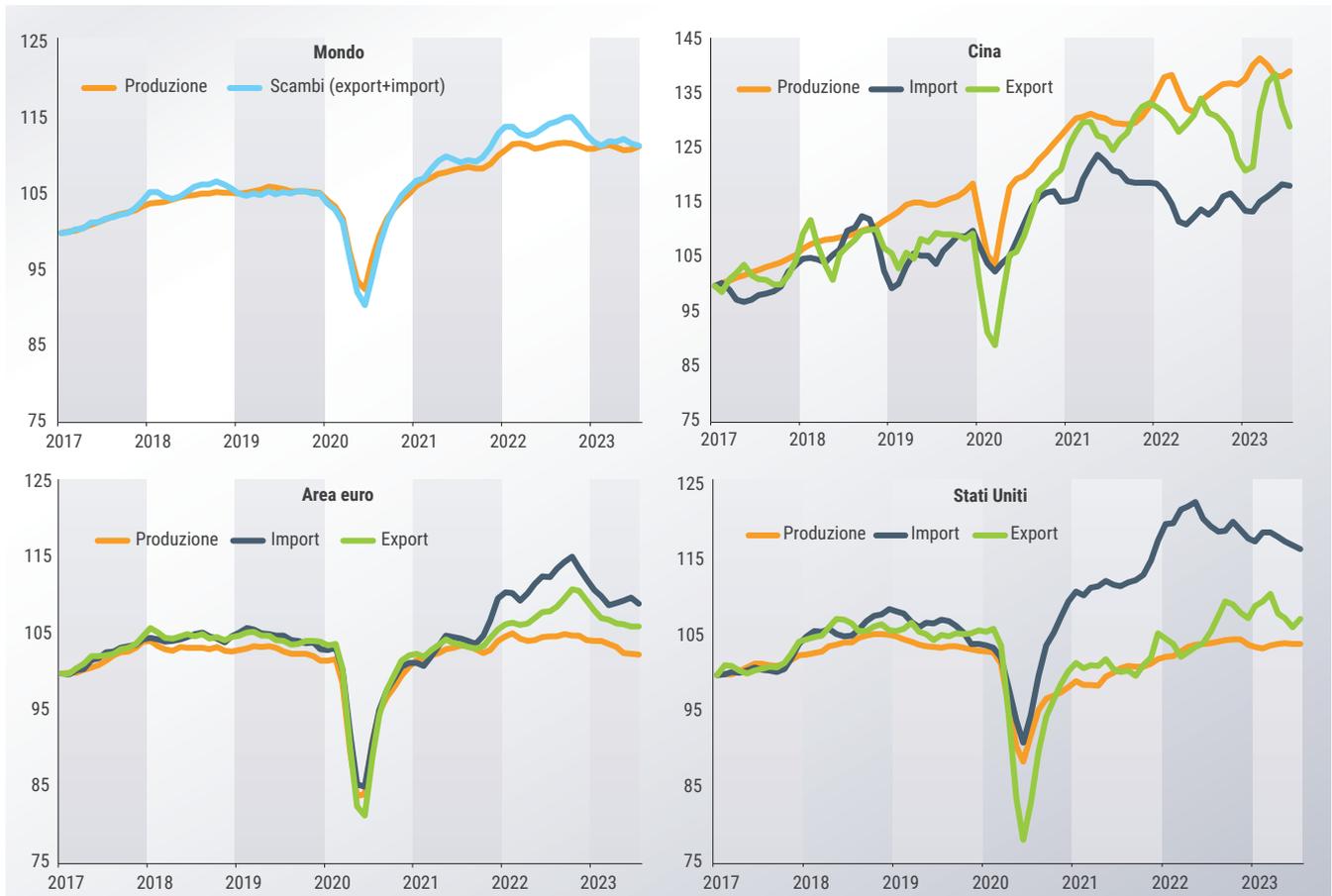
La Cina continua a ridurre il ruolo di principale *driver* degli scambi, grazie al nuovo modello di sviluppo, incentrato sulla domanda interna e su una minore dipendenza dai prodotti esteri (soprattutto intermedi). La dinamica delle importazioni cinesi, che era debole già prima dello shock pandemico, si conferma molto sotto quella della produzione industriale; anche il rimbalzo dell'export a inizio 2023 si è rivelato effimero (Grafico 26).

Gli scambi degli Stati Uniti e dei paesi dell'Area euro, invece, sono cresciuti molto rapidamente nel biennio 2021-2022, più della produzione industriale, soprattutto per quanto riguarda gli acquisti all'estero, in particolare degli Stati Uniti. Sono stati trainati dalla forte domanda di beni, dalla vivacità degli investimenti, dalla buona dinamica dell'attività manifatturiera e, negli USA, dal rafforzamento del dollaro. Il calo del 2023 appare, quindi, una fisiologica correzione al ribasso.

¹⁴ Si veda FMI, *World Economic Outlook*, cap. 1, ottobre 2023.

Grafico 26 - In calo l'import USA ed europeo, sempre meno aperta l'economia cinese

(Beni, dati mensili in volume, medie mobili a 3 termini, indici gennaio 2017=100)



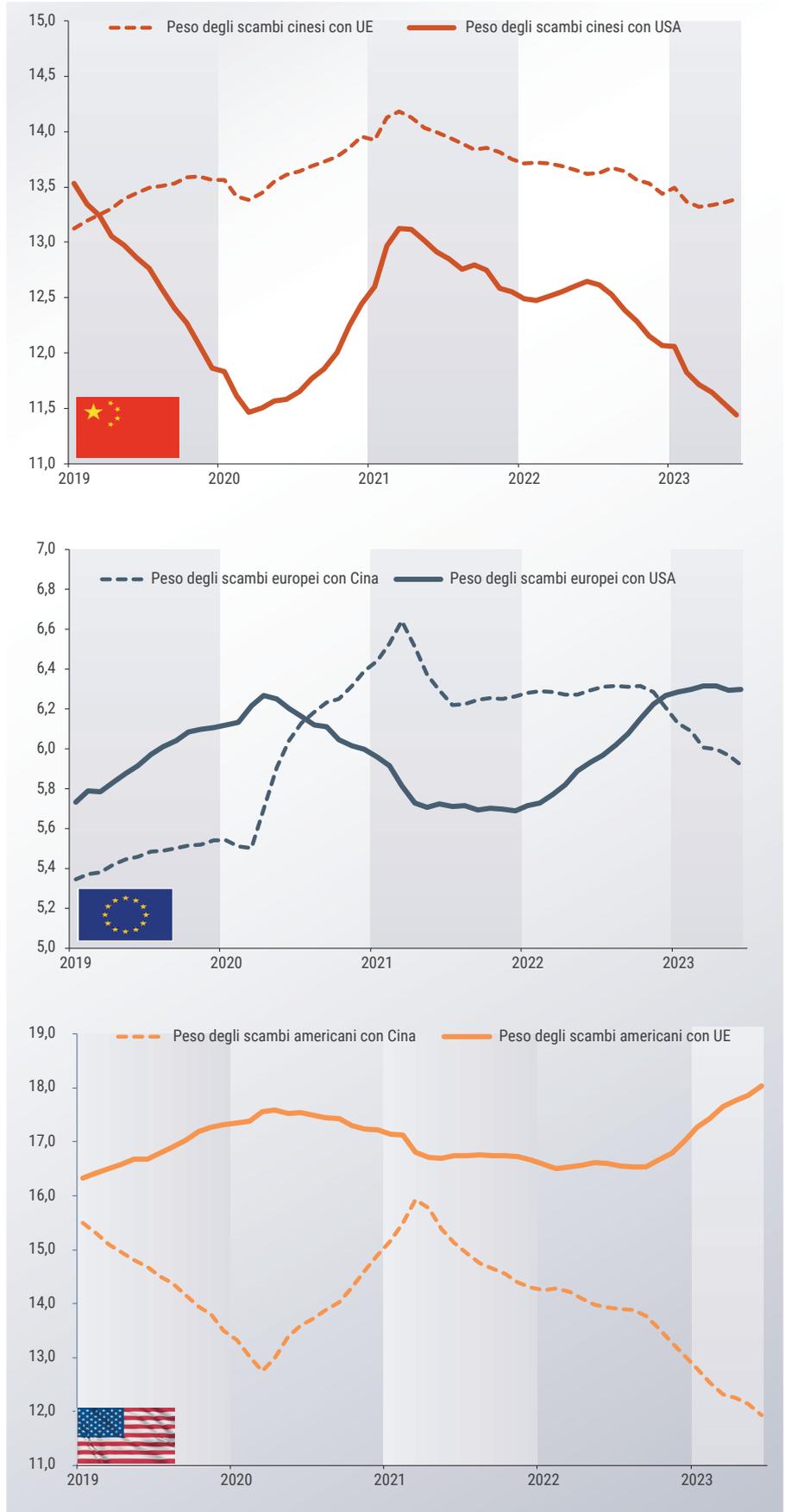
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB.

... in un mondo più frammentato L'effetto degli shock che hanno caratterizzato gli ultimi 5 anni, dal ritorno dei dazi come strumento di politica commerciale (con l'amministrazione Trump) alla pandemia, con i conseguenti blocchi nelle catene globali di fornitura, all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, all'emergere delle dipendenze critiche come fattore di rischio ed infine, alla guerra in Medio Oriente che rischia di polarizzare ulteriormente le tensioni tra blocchi di paesi, è evidente nella struttura più frammentata degli scambi globali. Il commercio estero non appare più un volano di crescita, quanto una possibile fonte di rischio se il partner commerciale presenta criticità per la sua collocazione politica e per l'eccessiva concentrazione dell'offerta.

Gli effetti di questi cambiamenti si rilevano in una riconfigurazione degli scambi tra blocchi di economie. In particolare, è forte la riduzione degli scambi Cina-Stati Uniti: dal punto di massimo del 2019 ai primi 6 mesi del 2023, il peso delle transazioni commerciali bilaterali si è ridotto di quattro punti percentuali per gli Stati Uniti e poco più della metà per la Cina. Inoltre, nell'ultimo anno si registra una riduzione graduale ma costante dell'importanza relativa degli scambi UE-Cina, all'incirca della stessa entità per entrambe le economie (poco meno di un punto percentuale), e un rafforzamento del peso di quelli tra UE e USA, più forte per gli Stati Uniti (2 punti percentuali) che per la UE (al livello di massimo pre-pandemia; Grafico 27).

Grafico 27
In aumento i segnali
di disaccoppiamento
tra Cina e Occidente

(In % degli scambi mondiali,
 media mobile a 12 mesi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati IMF-DOTS.

Deboli investimenti esteri frenano il commercio mondiale Nel 1° trimestre 2023 i capitali esteri investiti nel mondo hanno registrato un forte rimbalzo, dopo il crollo del 4° trimestre 2022, ma questo non è stato sufficiente a riportarli al livello del 1° trimestre 2022 (ancora sotto del 35%). Gli investimenti diretti esteri continuano ad essere molto concentrati: i due terzi sono stati destinati ai paesi del G-20; di questi, poco meno della metà è stata ricevuta dagli Stati Uniti, grazie anche agli incentivi derivanti dal *Chips Act* e dall'*Inflation Reduction Act*; seguono Brasile e Cina con una quota del 9% ciascuno.

Il basso livello medio degli IDE che caratterizza questi ultimi 3 anni, inferiore del 17% rispetto al valore di lungo periodo, influirà negativamente sulla dinamica degli scambi globali nel biennio di previsione, considerata l'elevata correlazione esistente tra investimenti e flussi commerciali.

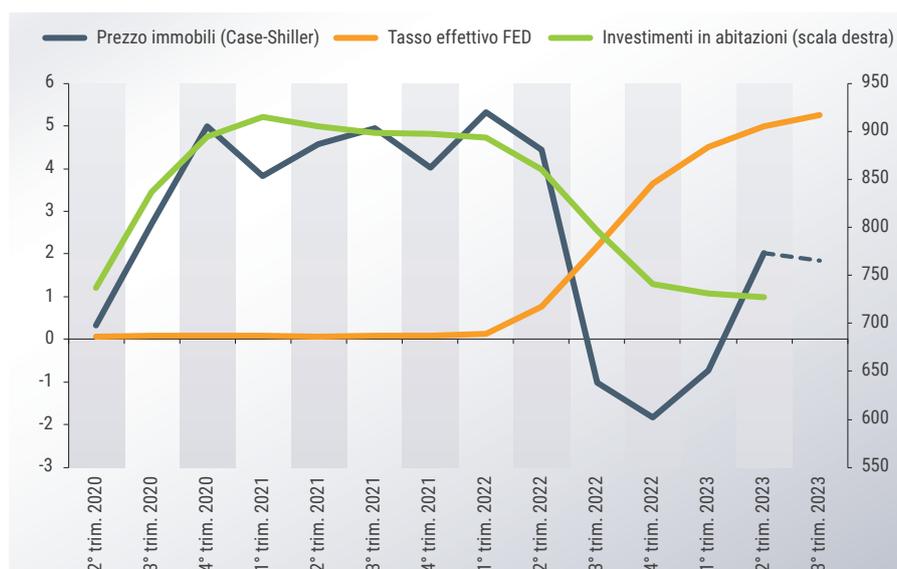
7.2 USA e FED

Rivista al rialzo la crescita USA Nello scenario del CSC si ipotizza una crescita del PIL degli Stati Uniti del 2,1% nel 2023, che segue il +2,1% registrato nel 2022, e dell'1,4% nel 2024.

L'ultimo dato relativo al PIL, nel 2° trimestre 2023, molto superiore alle attese, ha spostato verso l'alto la variazione acquisita per il 2023 di circa 0,4%, a +1,7%. L'inerzia statistica più favorevole spiega larga parte della revisione al rialzo delle previsioni per il 2023 presentate ad aprile (+1,1%). Le attese più positive sono dovute anche ad una maggiore tenuta delle decisioni di consumo delle famiglie e di investimento da parte delle imprese. Le famiglie hanno goduto di una crescita dei salari orari (+0,37% la media delle variazioni mensili) maggiore dell'inflazione *core* (+0,33%) e hanno sostenuto gli acquisti erodendo l'extra-risparmio accumulato nel periodo della pandemia: la propensione al risparmio è diminuita più che in altri paesi¹⁵. Le imprese hanno potuto usufruire delle riduzioni fiscali introdotte con l'*Inflation Reduction Act* e non hanno ancora sofferto pienamente gli effetti dei tassi elevati di politica monetaria, ad eccezione di quelle operanti nel settore delle costruzioni (Grafico 28).



Grafico 28
Gli investimenti residenziali USA risentono dei tassi elevati
 (Dati trimestrali, var. %, valori % e mld \$)



Nota: prezzo immobili 1° trimestre 2023: acquisito in base ai dati luglio - agosto.
 Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv e Census Bureau.

¹⁵ Klitgaard T., Higgins M., "Spending Down Pandemic Savings Is an "Only-in-the-U.S." Phenomenon", *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, 11 ottobre 2023.

Nel 2° trimestre del 2023, infatti, il PIL americano è aumentato dello +0,5% (Grafico 29), dopo 3 trimestri positivi consecutivi (+0,6% nel 1°), portando l'economia americana ad un livello cumulato del +2,4% rispetto al 2° trimestre 2022 e del 6,1% superiore a quello pre-pandemia (4° trimestre 2019). La dinamica positiva degli ultimi 4 trimestri è stata trainata in particolare dai consumi che hanno contribuito per +1,3% alla crescita cumulata (+0,3% i consumi di beni, +1,0% quelli di servizi) e per lo 0,1% a quella del 2° trimestre 2023. D'altra parte, gli investimenti fissi lordi hanno confermato il trend negativo già osservato a partire dal 2° trimestre del 2022 (-0,1% la contrazione cumulata), però dovuto esclusivamente agli investimenti in costruzioni (-0,7%, +0,7% gli altri investimenti), cui si aggiunge un decumulo delle scorte (-0,3%). Le esportazioni nette hanno invece contribuito positivamente (+0,9%), come risultante di un decremento delle importazioni (contributo dello 0,6%) e di un miglioramento delle esportazioni (+0,3%), così come la spesa pubblica (+0,7%).

Grafico 29 Crescita del PIL reale USA e contributi delle componenti

(Dati trimestrali, var. % trim. annualizzate)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Census Bureau.

Nel 3° trimestre del 2023, la produzione industriale ha avuto una buona dinamica, grazie a tre incrementi consecutivi nelle rilevazioni di luglio (+1,0% mensile), agosto (+0,0%) e settembre (+0,3). Tali dati delineano una variazione trimestrale di +0,6%, che segue il +0,2% nel 2° trimestre e -0,1% nel 1°, e un acquisito annuale di +0,5% rispetto al 2022. Indicazioni favorevoli sono giunte anche dal recupero degli indicatori congiunturali: il PMI e l'ISM manifatturieri sono tornati in corrispondenza o in prossimità della soglia di espansione (rispettivamente 50,0 a ottobre e 49,0 punti a settembre, +1,2% e +2,1% la crescita trimestrale). L'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago ha registrato una battuta d'arresto a settembre (44,1 punti da 48,7), a fronte però di una crescita trimestrale del 3,9%. Gli indici sull'attività manifatturiera locale della FED sono prevalentemente attestati su valori ancora recessivi, ma hanno recuperato negli ultimi 3 mesi.

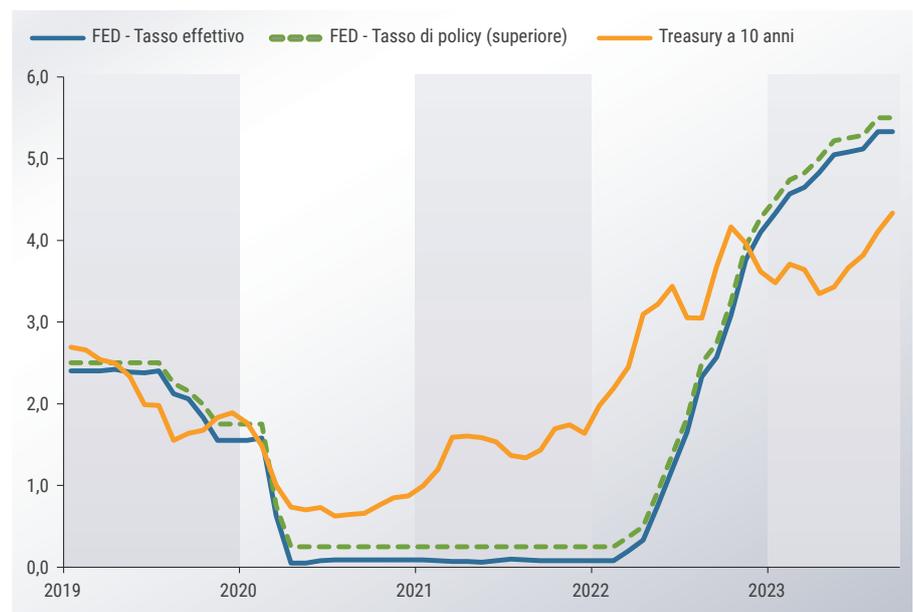
Il mercato del lavoro nel 2023 ha registrato un consolidamento del tasso di disoccupazione (3,7% medio tra luglio e settembre, da 3,6% nel 2° trimestre). I posti di lavoro creati tra gennaio e settembre 2023 nei settori non agricoli sono stati complessivamente 2,3 milioni (erano stati 4,8 nel 2022, di cui 3,9 nei primi 9 mesi), in aumento nel 3° trimestre (799mila) rispetto al 2° (603mila).

L'indice di incertezza di politica economica americana misurata dall'*EPU Index*¹⁶ nel 3° trimestre ha registrato una riduzione del 27,5% rispetto al 2°, mentre il dato acquisito nel 2023 è inferiore del 22,8% se confrontato a quello del 2022. Il dato mensile di settembre risulta in aumento del 24,4% su base mensile, presumibilmente per il rischio di "shut down" della pubblica amministrazione, poi evitato, per il momento, che potrebbe inaugurare un profilo di progressivo aumento della tensione fino alle elezioni di novembre 2024.

Nella seconda metà del 2023 e nel 2024, i conti delle famiglie saranno alleviati dalla riduzione attesa dell'inflazione, anche se l'extra risparmio è stato ormai interamente speso. L'effetto degli elevati tassi di interesse sulle imprese si dispiegherà pienamente nei prossimi 3 trimestri, ed inizierà ad attenuarsi nella seconda metà del prossimo anno, dopo il previsto taglio di tre quarti di punto percentuale della *Federal Reserve* (si veda il paragrafo seguente sulla politica monetaria). In particolare, ne trarranno beneficio gli investimenti in costruzioni, che nell'ultimo anno sono scesi significativamente, come già anticipato dal rialzo dei prezzi immobiliari. Come risultante di tali fattori, il tasso di crescita dell'economia statunitense nel 2024 è ipotizzato essere più moderato rispetto al sorprendente anno in corso.

Fine corsa per i rialzi FED? La FED, dopo una serie di rapidi rialzi dei tassi ufficiali da marzo 2022, a settembre 2023 li ha tenuti fermi nella forchetta 5,25-5,50%. Il tasso di riferimento prima di questa impennata era a 0,00-0,25%, dall'aprile 2020. Il tasso effettivo FED, da 0,08%, è salito a 5,33% (Grafico 30).

Grafico 30
Tassi americani: fine del rialzo?
 (USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

L'inflazione USA si è ridotta in misura marcata (+3,7% annuo a settembre 2023, ma era scesa fino a +3,1% a giugno), dal picco di +9,1% a giugno 2022. Tuttavia, la misura core resta più alta (+4,1%) ed entrambe sono ancora sopra l'obiettivo (+2,0%). Mentre negli USA i prezzi al consumo dell'energia diminuiscono (-0,5%), pesa sui prezzi la forte domanda interna e quindi le pressioni domestiche; le retribuzioni nominali, in frenata a +4,5% annuo nel 2° trimestre

¹⁶ Baker S.R., Bloom N., Davis S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, 2016.

2023 (da +5,1% a fine 2022), hanno incorporato il precedente aumento dei prezzi.

La disoccupazione USA resta sotto il valore di lungo termine, stimato dalla FED al 4,0% (Grafico 31), pur con qualche incremento negli ultimi mesi. La creazione di nuovi posti di lavoro rimane forte, nonostante la stretta monetaria. Perciò, la FED sembra ritenere che c'è spazio per avere un'economia in salute pur con tassi così alti.

Grafico 31 Obiettivi FED: inflazione ancora un po' alta

(USA, dati mensili, var. %
a 12 mesi e valori %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BLS.

TASSO FED



A settembre il comunicato FED non indica più che il tasso ufficiale sarà alzato nelle prossime riunioni. Tuttavia, una maggioranza, non ampia, dei membri del FOMC (Federal Open Market Committee) intende alzare i tassi di un altro quarto di punto, a 5,50-5,75% entro fine 2023; ma la minoranza di chi vuole tenerli fermi è significativa. Per il 2024, quasi tutti i membri del FOMC (tranne due) intendono abbassare i tassi e una maggioranza si potrebbe formare per tagliare fino al 5,00-5,25% entro fine anno, ovvero di mezzo punto.

Le attese dei mercati indicano come sentiero più probabile che i tassi FED restino fermi al picco attuale fino a fine 2023, pur con una probabilità non trascurabile che ci siano ulteriori rialzi (stime CME). Nel 2024, secondo i *future*, la FED terrà ancora fermi i tassi nei primi mesi e poi inizierà il taglio, verso metà anno, fino al 4,50-4,75% a dicembre, con una riduzione di tre quarti di punto.

Lo scenario CSC, basato su tali indicazioni, ipotizza che la FED deciderà di lasciare i tassi agli alti livelli attuali fino a dicembre 2023 e poi anche nei primi mesi del 2024. In seguito, a metà anno, si ipotizza l'inizio del taglio dei tassi verso valori meno restrittivi: 4,75% a fine anno. Lo scenario CSC di marzo incorporava un rialzo meno ampio nel 2023 (a un massimo di 5,25%), e poi un taglio maggiore nel 2024.

Il livello neutrale del tasso USA (nominale) di lungo periodo è stimato al 2,50% dal FOMC: il tasso effettivo FED nel settembre 2023 supera tale soglia di 2,83 punti. Ciò indica che nel 2023 la politica monetaria esercita un forte freno sull'economia e l'inflazione USA, tramite il credito più stretto per famiglie e imprese. L'impatto della politica monetaria restrittiva sarà alleggerito nel corso del 2024, quando comunque il tasso FED supererà la soglia neutrale di oltre due punti a fine anno.

La probabilità, non piccola, che la FED invece possa decidere ulteriori rialzi dei tassi, nei prossimi mesi, per continuare a combattere l'inflazione, contando sulla dimostrata resilienza dell'economia USA, rappresenta un rischio al ribasso per lo scenario. Specie se questo inducesse la BCE, per timore di ripercussioni sull'euro (una svalutazione alimenterebbe l'inflazione importata), a inseguire i nuovi rialzi decisi oltreoceano, dove però le dinamiche economiche sono piuttosto diverse rispetto all'Eurozona.

Il tasso FED resta sopra a quello BCE: la distanza in media è pari a +1,2 punti nel 2023 e poco meno nel 2024 (+0,8). Questo differenziale è importante perché, a parità di altri fattori, continua a esercitare una spinta a indebolire l'euro rispetto al dollaro. Tuttavia, i ripetuti rialzi BCE che hanno sostanzialmente tenuto invariata la distanza tra i due tassi rispetto al 2022 (+1,1) hanno evitato il proseguire del trend di svalutazione dell'euro, che ha invece preso a oscillare senza una direzione. Un risultato non sgradito alla BCE, sebbene non sia stato un obiettivo ufficiale.

La FED, inoltre, da giugno 2022 sta limitando il reinvestimento in nuovi titoli americani delle somme incassate dai vecchi bond (acquistati con il piano di *Quantitative Easing*) che man mano giungono a scadenza: 95 miliardi di dollari al mese non vengono impiegati per i riacquisti di titoli. Il comunicato di settembre ha ribadito questo rapido sentiero di decumulo.

Lo stock di titoli nel bilancio FED, perciò, si sta costantemente riducendo, anche se resta piuttosto ampio: a ottobre in portafoglio ci sono ancora 4.930 miliardi di dollari in *Treasury* e 2.480 in *Mortgage Backed Security*; ma negli ultimi 12 mesi il bilancio complessivo si è ridotto di ben 803 miliardi.

La incessante riduzione dello stock di titoli sta rimuovendo la spinta al ribasso sui rendimenti di medio-lungo termine negli USA. Il *Treasury* decennale, di conseguenza, negli ultimi mesi è risalito in modo piuttosto rapido e costante: 4,33% a settembre, da 3,35% in aprile.

7.3 Eurozona e BCE

PIL EUROZONA



L'Eurozona in rallentamento con dinamiche eterogenee tra paesi La crescita dell'Eurozona è rimasta sostanzialmente piatta nella prima parte dell'anno, ed è attesa continuare così nei prossimi mesi: in media d'anno crescerebbe al tasso già acquisito di +0,5% nel 2023, in linea con lo scenario CSC presentato a marzo scorso. Il ritmo di espansione dell'area rimarrebbe contenuto anche nel 2024: si ipotizza una crescita di +0,6%, al ribasso rispetto a quanto incorporato nello scorso Rapporto, per effetto di un trascinarsi più debole sul prossimo anno e di un contesto internazionale ancora molto fiacco.

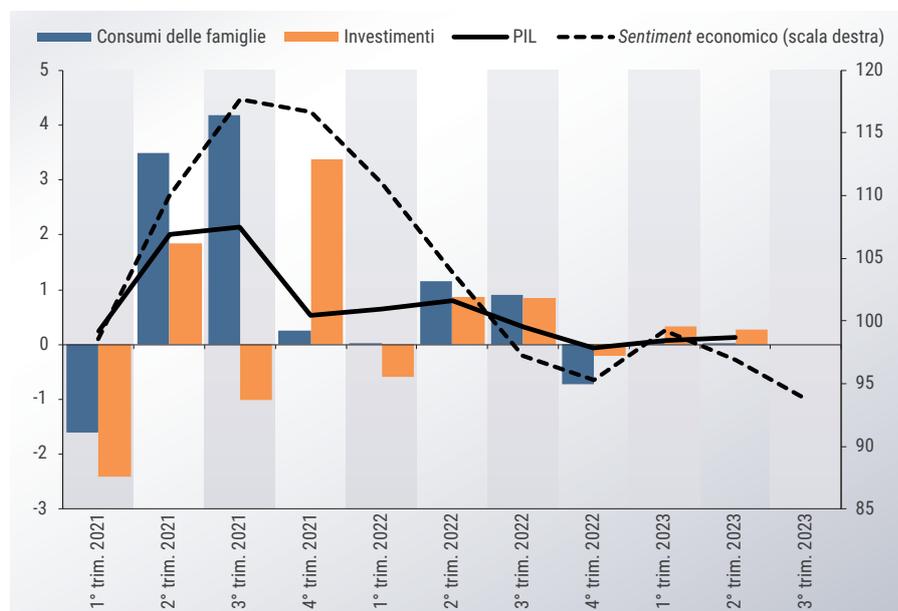
L'economia dell'Area euro è rimasta quasi ferma nei primi 2 trimestri del 2023 (+0,1% in media; Grafico 32). Tra le principali economie europee, la crescita nella prima parte dell'anno è stata sostenuta soprattutto dalla buona performance di Spagna (+0,6% nel 1° trimestre e +0,5% nel 2°) e Francia (0,0% e +0,5%); anche l'Italia ha trainato la crescita dell'Area a inizio anno, ma ha contribuito a frenarla nel trimestre primaverile. Negativa, invece, la performance della Germania, dove il PIL è diminuito marginalmente nel 1° trimestre (-0,1%) ed è rimasto stabile in quello successivo (0,0%) per effetto di fattori sia contingenti che strutturali (si veda il Focus 4). Confrontando il livello del PIL dell'Eurozona al 2° trimestre 2023 con quello dello stesso periodo nel 2022, si rileva un aumento di +0,5%; positiva è anche la crescita tendenziale registrata dai principali partner europei, a parte la Germania: +2,2% la Spagna, +1,0% la Francia, +0,3% l'Italia.

La debolezza della crescita riflette la stagnazione dei consumi delle famiglie dell'Area, rimasti pressoché fermi nel 1° semestre. Il dato è la sintesi di performance divergenti: in Germania e Francia si è rilevato il calo più intenso della componente, -0,3% nel 1° e 0,0% nel 2° per le famiglie tedesche, +0,1% e -0,5%

per quelle francesi. Al contrario, in Spagna e Italia la resilienza dei consumi delle famiglie ha determinato una buona, e largamente inattesa, crescita: rispettivamente +0,3% e +1,0% nei primi 2 trimestri dell'anno per l'economia spagnola, +0,6% e +0,2% per quella italiana. Ciò riflette anche la migliore performance del settore dei servizi e del turismo, che gioca un ruolo più importante nelle due economie¹⁷.

Grafico 32 L'Area euro in rallentamento

(Variazioni %, media = 100, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat e Commissione europea.

Anche gli investimenti hanno mostrato un andamento eterogeneo tra i vari paesi. Cresciuti, nell'Eurozona, di +0,4% nel trimestre invernale e di +0,1% in quello primaverile. La dinamica spagnola si è rivelata essere la più virtuosa: rispettivamente +3,1% e +1,9%, spinta principalmente dal settore delle costruzioni e dei mezzi di trasporto. Gli investimenti tedeschi, nonostante la fase di significativo indebolimento dell'economia, sono saliti di +1,7% nel 1° trimestre e +0,4% in quello successivo, grazie al rimbalzo registrato da tutte le componenti. Negativa, invece, la performance degli investimenti in Francia, in cui si è registrato rispettivamente un -0,3% e -0,1%, e in Italia, dove sono cresciuti di +1,0% nel 1° trimestre ma diminuiti di -1,7% nel 2°.

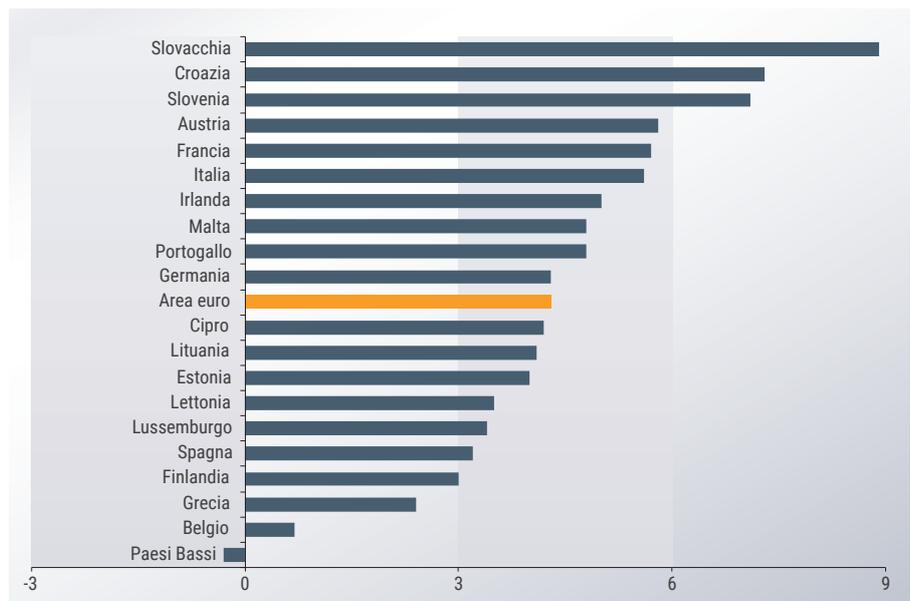
In prospettiva, i segnali provenienti dai principali indicatori negli ultimi mesi sono di una sostanziale stagnazione. L'indicatore di *sentiment* economico si è contratto nel 3° trimestre (93,8 da 96,9), così come quello relativo alle aspettative occupazionali (102,8 da 105,7). Il PMI composito dell'Area euro ha registrato a settembre la quarta contrazione consecutiva, sebbene in leggera risalita rispetto ad agosto (47,2 da 46,7).

¹⁷ Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), la ripresa dei viaggi nel periodo 2021-2023 ha influito positivamente soprattutto sulle economie in cui il peso del turismo in percentuale al PIL è maggiore, come Italia e Spagna, favorendo una crescita economica robusta. Ciò si è riflesso su una dinamica dei consumi e dell'occupazione molto positiva. Queste economie avevano subito notevoli contrazioni del PIL all'inizio della pandemia. In prospettiva, poiché il recupero nel settore turistico inizia a stabilizzarsi, l'impulso alla crescita economica sta diminuendo, come suggeriscono anche gli indicatori principali relativi al settore dei servizi nelle economie che avevano precedentemente goduto di una forte ripresa. Per maggiori dettagli, si veda FMI, "World Economic Outlook. Navigating Global Divergences", capitolo 1, *Global Prospects and Policies*, ottobre 2023, p. 3.

Da notare l'emergere di una forte diversificazione a livello settoriale: il valore aggiunto dell'industria è sceso (-1,1% nel 1° trimestre, -0,3% nel 2°), e in prospettiva non sembra migliorare. Quello delle costruzioni ha iniziato a mostrare i primi segni di indebolimento (+2,1% nel 1° e -0,5% nel 2°), ancora sotto i livelli pre-pandemia (-0,9%) ed è atteso in peggioramento. Ha mostrato una certa resilienza, invece, il settore dei servizi (+0,5% e +0,2%), seppure con un ritmo tendente verso il basso, anche nel trimestre estivo.

Un ulteriore fattore di eterogeneità è legato all'inflazione. Se in aggregato è in diminuzione (si veda il paragrafo seguente), permane una forte differenziazione tra i paesi dell'area: si va da +9,0% della Slovacchia a -0,3% dei Paesi Bassi; paesi come la Spagna (+3,3%) si collocano al di sotto della media dell'Area (+4,3%), mentre altri, come Italia e Francia, al di sopra, rispettivamente +5,6% e +5,7% (indici IPCA; Grafico 33). Questa divergenza, derivante soprattutto dalla diversa risposta delle politiche nazionali e dalla diversa esposizione ai rincari energetici (in termini di dipendenza e consumi), rende non omogenea la trasmissione della politica monetaria unica. Inoltre, le ultime previsioni della BCE, pubblicate a settembre, rivedono al rialzo l'inflazione per l'anno in corso rispetto a quelle di giugno (+5,6% da +5,4%) e ancora sopra il target nel 2024 (+3,2% da +3,0%). Ciò continuerà a comprimere il potere d'acquisto delle famiglie, solo in parte compensato dalla spinta proveniente dagli aumenti salariali e da una buona tenuta dell'occupazione.

Grafico 33
Tassi di inflazione diversi
tra i paesi dell'Area euro
(IPCA, variazioni % annue, settembre)



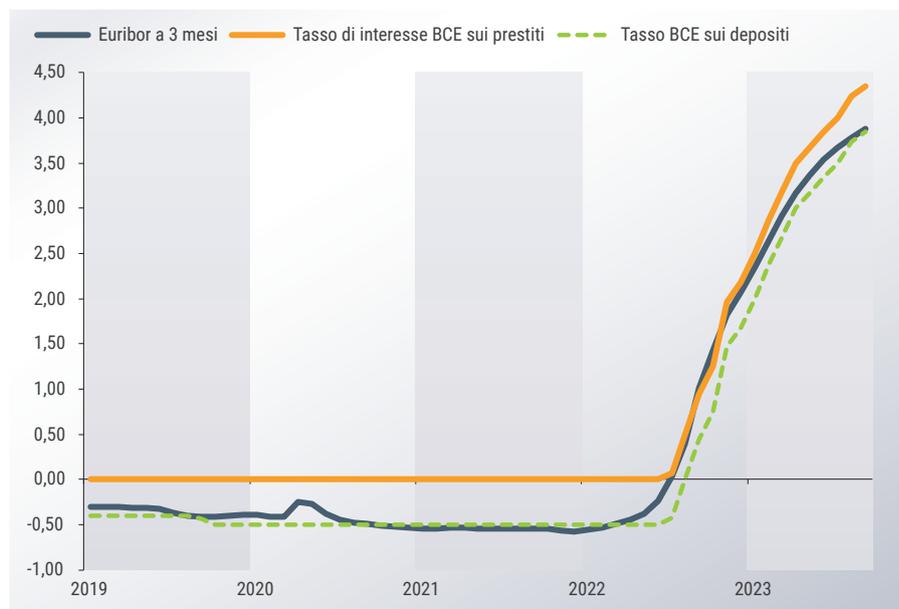
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Questa fase di rallentamento dell'economia è attesa protrarsi anche nella prima parte del 2024. Nella seconda metà, l'inflazione più contenuta e la riduzione attesa dei tassi di interesse contribuiranno a creare condizioni più favorevoli per imprese e famiglie.

Tuttavia, altri venti contrari si sono intensificati più di recente: l'accresciuta incertezza e le tensioni geopolitiche ulteriormente acuite dal recente conflitto in Israele. Questi ultimi fattori potrebbero penalizzare ulteriormente il contesto economico dell'Area euro, in primo luogo attraverso il canale del commercio, particolarmente sensibile alla frammentazione politica (si veda par. 7.1); in secondo luogo, in ragione di un rischio tangibile, seppur esiguo per il momento, di un aumento del prezzo del petrolio (si veda par. 7.4).

BCE: fine corsa per i tassi? La BCE a settembre ha alzato ancora i tassi ufficiali (a 4,50%), proseguendo nella rapida stretta monetaria iniziata a luglio 2022. Rispetto alla *policy* monetaria iper-espansiva mantenuta nell'Eurozona per oltre 6 anni (2016-2022), la restrizione è stata forte e brusca: il tasso principale (sui prestiti alle banche) era a zero; quello sui depositi delle banche, che ora è salito al 4,00%, era negativo, fino alla primavera 2022 (-0,50%; Grafico 34).

Grafico 34
Proseguito a settembre il rialzo
dei tassi BCE e dell'Euribor
(Tassi di interesse, valori %, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

La BCE ha deciso i rialzi per abbassare l'inflazione, che nel 2022 era troppo sopra l'obiettivo del +2,0%, sebbene conscia che, inizialmente, questa fosse stata spinta in alto solo dai prezzi energetici. In particolare, la BCE si è impegnata a tenere a freno le aspettative di inflazione. Anche limitando l'indebolimento del cambio (che accresce i prezzi in euro delle commodity quotate in dollari e alimenta l'inflazione importata), legato alla veloce risalita dei tassi USA, che Francoforte ha, in parte, dovuto "inseguire" nell'ultimo anno. Il rialzo dei tassi BCE dal 2022 ha in effetti interrotto la svalutazione dell'euro, che pure a tratti, come negli ultimi 2 mesi, perde terreno sulla divisa USA.

Intanto, i prezzi energetici, frenando, stanno riducendo l'inflazione totale (+4,3% a settembre 2023, da un picco di 10,6% a ottobre 2022), ma ancora su valori elevati. La dinamica di fondo dei prezzi, al netto di energia e alimentari, sta anch'essa rallentando (+4,5%). La novità, dai mesi estivi, è che ora la *core* è poco sopra quella totale, dopo aver incorporato tra fine 2022 e inizio 2023 gli effetti di *second round* degli stessi rincari energetici che richiedono più tempo per essere smaltiti.

Il ribasso delle quotazioni di gas e petrolio da fine 2022, che non è legato alle mosse restrittive della BCE, ha favorito l'avvicinamento all'obiettivo di inflazione di Francoforte. Già agevolato anche dalla frenata dell'economia europea determinata dagli effetti dello shock energetico. Questi due fattori hanno agito nella direzione di tenere ancorate le aspettative di inflazione e ad essi si è aggiunto il rapido e consistente rialzo dei tassi da parte della BCE.

Rialzo che però indebolisce ulteriormente l'economia, come la stessa Banca Centrale ricorda nei suoi comunicati, tramite l'impatto restrittivo che i maggiori tassi hanno sulla domanda interna. Pur in mancanza di una stima ufficiale del tasso "neutrale" nell'Eurozona, ai livelli attuali e viste le stime di vari istituti, è

certo che la *policy* è in territorio molto restrittivo. Lo conferma l'ultimo comunicato BCE, che da mesi non parla più di "normalizzazione", ma di livelli "sufficientemente restrittivi" dei tassi.

Il rialzo dai tassi ufficiali ha determinato un brusco aumento del tasso Euribor, che è il principale parametro di riferimento nei finanziamenti dei consumi e degli investimenti: 3,97% in media a ottobre 2023, da -0,50% a marzo 2022, un aumento di oltre quattro punti. Questo balzo dei tassi di mercato (in gran parte, ma non interamente finora, trasferito nel costo del credito) è la principale causa della riduzione in corso del credito all'economia.

A settembre, la Banca centrale ha indicato che l'esatto sentiero dei tassi sarà definito di seduta in seduta, dipendendo dai nuovi dati su inflazione ed economia in generale. Certamente, il livello dei tassi resterà alto per un "periodo sufficientemente lungo", ma la BCE non esclude a priori né ulteriori rialzi (verosimilmente limitati), né l'inizio di una fase di tagli.

I *future* sull'Euribor indicano un tasso stabile nei prossimi mesi, a un massimo di 3,99% nel dicembre 2023. A ciò farebbe seguito nel 2024, poco prima di metà anno, un'inversione di rotta, con un tasso di mercato che arriverebbe a 3,31% a fine anno, coerente con un taglio di 0,50/0,75 punti. Secondo i mercati, quindi, i tassi sono già al picco e resteranno stabili per 7-8 mesi, prima di scendere.

Lo scenario CSC segue le indicazioni dei *future* e quelle contenute nei comunicati BCE: i tassi ufficiali resteranno fermi nei prossimi mesi, al 4,50%. Intorno a giugno 2024 si ipotizza un primo taglio, cui seguirà un altro entro fine anno, entrambi di un quarto di punto, arrivando al 4,00% a dicembre.

Rispetto a questo scenario, c'è un rischio al rialzo per l'economia, legato a una possibile discesa più veloce dell'atteso dell'inflazione europea (grazie al forte "effetto base" favorevole a ottobre 2023): ciò potrebbe indurre la BCE ad anticipare la discesa dei tassi, a inizio 2024.

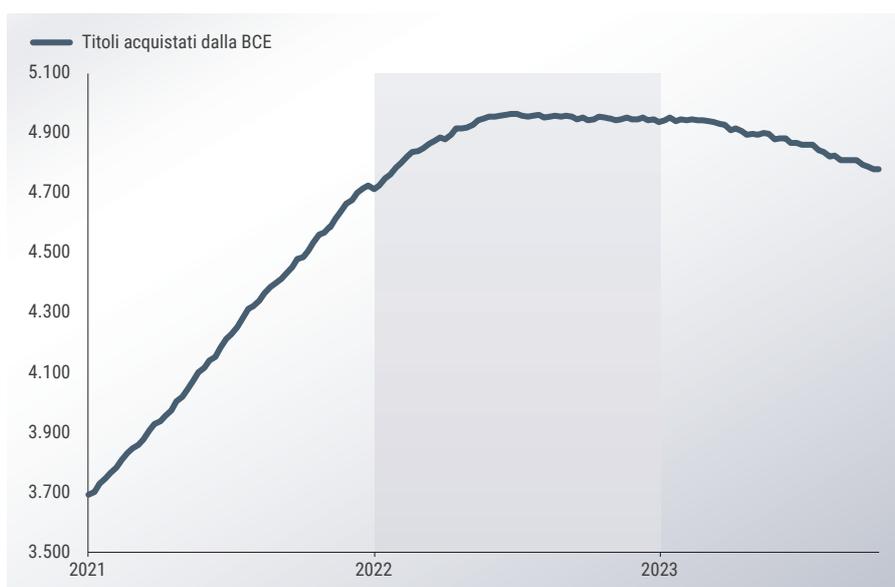
Oltre che sui tassi, la BCE a seguito del balzo dell'inflazione sta stringendo la *policy* monetaria anche tramite lo strumento dei titoli (Grafico 35). Ha fermato già nel 2022 i programmi di nuovi acquisti di titoli emessi nell'Eurozona (PEPP in aprile, QE-2 a luglio).

TASSO BCE



Grafico 35 Portafoglio titoli della BCE in rapido calo

(Eurozona, stock in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BCE.

Poi, da luglio 2023, sta lasciando diminuire lo stock di titoli acquistati con il QE-2, non riacquistando più titoli in scadenza (-28 miliardi al mese, in media). Dopo che già tra marzo e giugno aveva iniziato una riduzione lenta, tramite reinvestimenti parziali in titoli (-15 miliardi al mese). Riguardo al PEPP, invece, la BCE ha confermato a settembre 2023 che continuerà fino a fine 2024 a reinvestire in titoli tutte le somme incassate da quelli che scadono, tenendo costante lo stock.

Quindi al momento l'unico canale attraverso cui la domanda BCE continua ad essere presente sui mercati dei titoli nell'Eurozona sono questi riacquisti di titoli PEPP in scadenza ogni mese. Da inizio 2023, perciò, la domanda totale di titoli si sta riducendo, allentando il freno ai tassi di mercato.

Questo significa che il totale dei bond nel bilancio BCE si sta riducendo abbastanza rapidamente: 4.778 miliardi di euro a ottobre, da 4.942 a inizio 2023 (-164). I titoli pubblici sono scesi a 2.468 miliardi, assorbendo la gran parte della riduzione complessiva (-119). I *corporate bond* emessi da imprese europee sono scesi a 330 miliardi (-14), i *covered bond* a 292 (-10), gli ABS a 15 (-8). Anche lo stock di titoli acquistati col *Pandemic Programme* si è, di fatto, ridotto di poco (1.669 miliardi, -14).

Questa mossa ha lasciato spazio a un aumento dei tassi di medio-lungo termine nell'Area euro (2,84% il Bund decennale a ottobre 2023, da 2,19% a gennaio), senza che ne risentissero gli spread sovrani, rimasti sostanzialmente sui livelli di inizio anno (+1,86 il BTP-Bund a ottobre, da +1,90 a gennaio).

Il terzo strumento tramite cui agisce la stretta BCE sono i prestiti alle banche. Le TLTRO-3, operazioni "straordinarie" della durata di 3 anni, con le quali la BCE aveva prestato ampie risorse alle banche europee e rivelatesi fondamentali nel 2020-2021 per evitare difficoltà nella raccolta bancaria, stanno via via giungendo a scadenza. Ne restano in campo cinque, già ridotte nell'ammontare dai rimborsi anticipati delle banche, per un totale di prestiti pari a 491 miliardi (498 incluse le operazioni ordinarie, di cui 162 a banche italiane, da 332 a inizio anno). Le TLTRO-3 arrivano a scadenza ogni 3 mesi, l'ultima a dicembre 2024: la maggiore è quella che scade a marzo 2024 (258 miliardi).

Il venir meno di queste risorse BCE potrebbe creare qualche difficoltà nella raccolta alle banche. In effetti, prime avvisaglie si sono viste nell'indagine BLS, che ha segnalato qualche moderata difficoltà sui mercati e la liquidità tra fine 2022 e inizio 2023. La BCE, comunque, a settembre ha sottolineato che sta monitorando la situazione: al momento, non ha deciso nuovi interventi¹⁸.

7.4 Commodity

Il petrolio si stabilizza su prezzi alti Il prezzo del petrolio Brent ha iniziato bruscamente a risalire da giugno 2023, quando era a 75 dollari al barile, dopo una lunga fase di moderazione da metà 2022 (picco a giugno a 123 dollari). Ciò lo ha riportato a 94 dollari in media a settembre e a 90 in ottobre, un livello di nuovo molto sopra a quello "di equilibrio" (60-70 dollari) per il mercato mondiale.

Tale rincaro, che ha registrato una pausa di recente, non sembra collegabile alla guerra in Ucraina e alla posizione della Russia che è uno dei principali produttori di petrolio al mondo (10,5% del totale nei primi 9 mesi del 2023). Finora, l'impatto sui prezzi petroliferi della ulteriore guerra in Israele, esplosa dal 7 ottobre, sembra molto esiguo.

¹⁸ Le banche dell'Eurozona detengono molti depositi liquidi presso Francoforte, sebbene in calo (3.761 miliardi a settembre, da 4.116 a inizio anno), di cui 192 (da 275) di banche italiane. Su tali depositi, percepiscono un interesse in aumento (4,00%): la stretta, quindi, produce tramite questo canale un aumento della redditività bancaria. Di recente la differenza "depositi-prestiti" è positiva per gli istituti italiani: un segnale di solidità.

Ad aver pesato sul recente rialzo del prezzo possono essere stati gli annunci OPEC di tagli della produzione, sebbene l'obiettivo dichiarato fosse stabilizzare il mercato. Il gruppo di paesi OPEC e non-OPEC a ottobre, infatti, ha espresso apprezzamento per i precedenti tagli volontari, unilaterali, all'estrazione di Arabia Saudita e Russia (fino a fine 2023), rispetto alle quote stabilite.

I punti di svolta nelle quotazioni, anche in questi ultimi anni "anomali" sono stati in effetti guidati dai dati sul mercato fisico del petrolio, la cui situazione è sintetizzata dalle scorte di greggio (Grafico 36). Dopo una lunga fase di squilibri e riaggiustamenti tra domanda e offerta mondiale tra 2020 e 2022, le scorte nei paesi OCSE si sono andate stabilizzando su un livello poco sotto a quello pre-pandemia, da inizio 2023. Mostrando qualche flessione di recente, che spiega il balzo del prezzo nei mesi estivi.

Grafico 36 Petrolio: la stabilizzazione del mercato fisico ferma il prezzo

(Dollari per barile e milioni di barili,
dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA.

PREZZO DEL PETROLIO



2023
85\$

2024
90\$

Lo scenario di ottobre della Energy Information Administration (EIA) prevede una stabilizzazione del prezzo sui livelli di settembre: 91 dollari a fine 2023, 94 a fine 2024. Nello scenario CSC, incorporando tale indicazione, si ipotizza il permanere del prezzo sui valori attuali fino a fine 2023 e a ciò seguirebbe una sostanziale stabilità nel corso del 2024. Il Brent quindi è ipotizzato attestarsi, in media, a 85 dollari nel 2023 (grazie al fatto che era più basso nella parte centrale dell'anno) e poi a 90 nel 2024. Rispetto allo scenario CSC di marzo, ciò comporta una revisione al rialzo per il biennio, piccola per il 2023 (+2 dollari), ampia per il 2024 (+10 dollari).

Rispetto a questo scenario, ci sono nuovi rischi di un possibile ulteriore aumento delle quotazioni petrolifere, connessi a un eventuale allargamento della guerra in Medio Oriente che finisca per coinvolgere anche paesi dell'area che sono significativi produttori di greggio (es. Iran, che conta per il 2,7% del totale mondiale).

Nel 2023 si registra una significativa crescita della domanda (+1,8 mbg), un po' meno dell'offerta mondiale (+1,3 mbg, stime EIA). L'estrazione resta comunque sopra i consumi, per cui il mercato mondiale è ancora ben rifornito, anche se con meno abbondanza rispetto al 2022 (+0,3 mbg, da +0,8). Le scorte di greggio OCSE hanno continuato a risalire, specie nella prima metà del 2023, tornando quasi ai valori pre-pandemia (-2,8% a settembre rispetto alla media 2019).

PREZZO DEL GAS



La risalita dell'offerta nel 2023 è stata dovuta soprattutto agli USA (+1,5 mbg), mentre l'estrazione è stata ridotta nei paesi OPEC (-0,9) e in Russia ha subito limitate ripercussioni (-0,3 dal 2022, quando era addirittura aumentata, solo -0,1 rispetto al 2021). L'aumento dei consumi di petrolio è stato concentrato in Cina e altri emergenti asiatici, mentre negli USA e Europa sono rimasti stabili. Si è consolidata, intanto, la redistribuzione dei flussi avviata nel 2022: i paesi occidentali acquistano meno petrolio russo, che è importato di più da altri paesi asiatici. Questa "transizione" comunque difficile è uno dei motivi di un prezzo più alto del "normale", nonostante l'offerta totale sia abbondante.

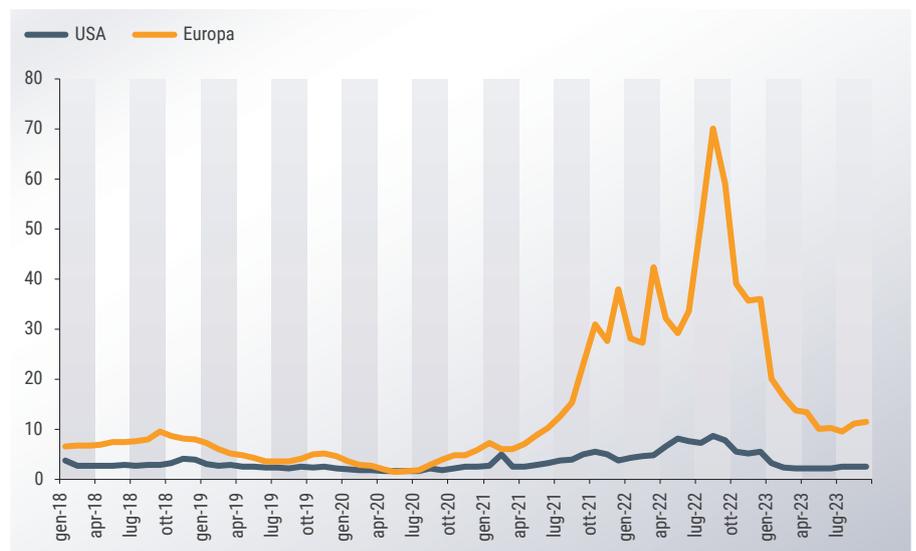
Nel 2024 è atteso che i consumi continuino a crescere significativamente (+1,3 mbg), mentre l'estrazione frenerebbe (+0,9 mbg). Ciò riporterebbe la domanda appena sopra l'offerta, in sostanziale pareggio (appena -0,1 mbg il divario). Si fermerebbe quindi nel 2024 la risalita delle scorte OCSE, che subirebbero una marginale erosione, poco sotto i livelli pre-pandemia (-3,9% a fine anno). Questo andamento del mercato fisico mondiale, che sostanzialmente si equilibra come flussi, ma con stock poco sotto la media storica, motiva l'ipotesi CSC di un prezzo che tende a stabilizzarsi nel 2024, restando però di circa 20 dollari sopra il tradizionale valore obiettivo dei paesi petroliferi.

L'estrazione si stabilizzerebbe nel 2024 in Russia e nell'OPEC, mentre frenerebbe molto negli USA, pur restando in crescita (+0,4 mbg). La gran parte della crescita della domanda verrebbe ancora da Cina ed emergenti asiatici, poco dagli USA, mentre in Europa si avrebbe un piccolo calo (-0,1 mbg).

Prezzo del gas in moderato aumento Lo scenario CSC ipotizza un prezzo del gas in Europa intorno ai valori attuali nei mesi finali del 2023 (37 euro/mwh, pari alla media di settembre-ottobre) e poi in marginale aumento nel 2024, quindi sopra i minimi raggiunti quest'anno. Il prezzo TTF si assesta perciò a 40 euro in media nel 2023 (molto sotto i 124 euro medi del 2022) e a 44 nel 2024, con una revisione al ribasso rispetto allo scenario CSC di marzo nei 2 anni (-10 e -6 euro/mwh).

Negli ultimi mesi il prezzo del gas europeo è leggermente aumentato (Grafico 37): dopo il minimo toccato nell'estate 2023 (30 euro in media a luglio), ha virato al rialzo ma in misura molto limitata rispetto ai picchi del 2022. La volatilità giornaliera resta ampia: nel corso di ottobre, è salito da 28 a 49 euro in pochi giorni (a cavallo dello scoppio del conflitto in Israele e dell'incidente a un impianto in Finlandia).

Grafico 37
Prezzi del gas più moderati, ma molto più alti in Europa
(Dati mensili, dollari/mmbtu)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati WB.

I prezzi rimangono, inoltre, più alti dei valori pre-pandemici: nel 2019 il gas era in media a 14 euro: siamo a valori quasi triplicati. I timori di scarsità di volumi in Europa nella prossima stagione invernale, tra fine 2023 e inizio 2024, sono molto più moderati rispetto allo scorso anno: i prezzi correnti sembrano incorporare poco tale rischio. L'aumento degli stock di gas nei primi 7 mesi del 2023 è stato maggiore in Italia rispetto al 2022: perciò, il fabbisogno per stoccaggi nei prossimi mesi è basso. I paesi UE hanno anche ridotto i consumi di gas (-15% annuo in Italia nei primi 7 mesi del 2023), limitando il fabbisogno di import. Ciò grazie pure alle condizioni climatiche favorevoli nei mesi invernali (non per l'estate).

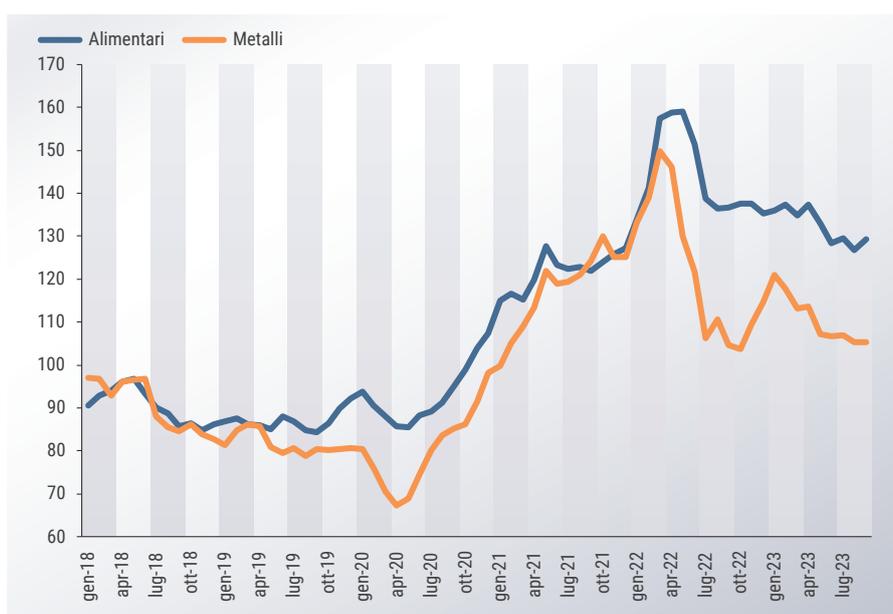
L'import di gas russo nell'Europa occidentale è stato ridotto in misura marcata già nel 2022 e ancor più nel 2023 (in Italia, Tarvisio conta quest'anno solo per il 6% del totale), rimpiazzato da forniture alternative (altri paesi esportatori, ma anche altre fonti energetiche). Proprio questa complessa "transizione", che però difficilmente sarà totale, e il connesso maggiore ricorso a paesi fornitori anch'essi non politicamente affini (es. Algeria), finiscono per tenere alto il prezzo del gas.

Il prezzo del gas negli USA, similmente, si è ridotto molto fino a un minimo a maggio 2023 (2,15 dollari/mmbtu, dal picco di 8,79 nell'agosto 2022) e poi ha subito una lieve risalita fino a settembre (2,64). Il livello è più alto rispetto al pre-pandemia (+18% da fine 2019), ma in misura molto meno ampia rispetto all'Europa (+150%). Anche perché il rincaro negli USA nel 2022 era stato nettamente inferiore: nel mese di picco, agosto, il prezzo europeo era 8 volte più alto di quello americano. I due mercati, infatti, sono in gran parte "separati" dalla distanza fisica, perché il gas è trasportato principalmente tramite gasdotti nei singoli continenti, mai transoceanici, mentre ancora oggi è relativamente meno utilizzato il GNL trasportato tramite navi.

Commodity un po' meno care I prezzi delle commodity non energetiche sono in riduzione nel corso del 2023: alimentari -4,5% a settembre rispetto a fine 2022, metalli -8,2% (prezzi in dollari; Grafico 38). La flessione dei prezzi sembra, in generale, essere legata al peggioramento delle attese di crescita per molti paesi avanzati ed emergenti, che frena le prospettive della domanda mondiale.

Grafico 38 Commodity: quotazioni in moderato calo

(Dati mensili, dollari nominali,
indici 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca mondiale.

Tra i metalli, è più contenuto il ribasso della quotazione del rame (-1,2%), più ampio quello dell'alluminio (-9,0%). Tra i prezzi alimentari, diminuisce molto il prezzo del grano (-18,5%), mentre cresce quello del riso.

Le quotazioni, però, restano tutte molto alte rispetto ai livelli pre-pandemia: metalli +30,6% da fine 2019, alimentari +40,2%. Il 2023 è il quarto anno consecutivo con prezzi molto alti rispetto al passato: i rialzi si sono dunque rivelati persistenti, perché alle tensioni post-pandemia del 2021 si sono sommate nel 2022 le spinte al rialzo a seguito del conflitto in Ucraina. Ciò pesa sui costi delle imprese e sulla spesa delle famiglie italiane.

Le previsioni della Banca mondiale, nello scenario elaborato in aprile, ipotizzavano già che le quotazioni di numerose commodity non energetiche sarebbero calate molto nel 2023: per gli alimentari -7,9% nell'intero anno, per i metalli -8,9%.

Per il 2024, la Banca mondiale prevede un'ulteriore flessione dei prezzi *non-energy*, ma più moderata, sia per gli alimentari (-2,8%), che per i metalli (-3,2%). Questi modesti cali attesi, però, lasceranno i prezzi ancora su valori elevati per un altro anno.

7.5 Emergenti

Dinamiche differenziate tra gli emergenti I paesi emergenti subiscono effetti eterogenei dal mutato contesto internazionale caratterizzato da inflazione più contenuta, ma ancora elevata, e tassi d'interesse ai massimi nei paesi avanzati. Soprattutto questi ultimi continuano a rendere evidenti le vulnerabilità delle economie emergenti in termini di solidità delle finanze pubbliche e bilanciamento delle partite correnti.

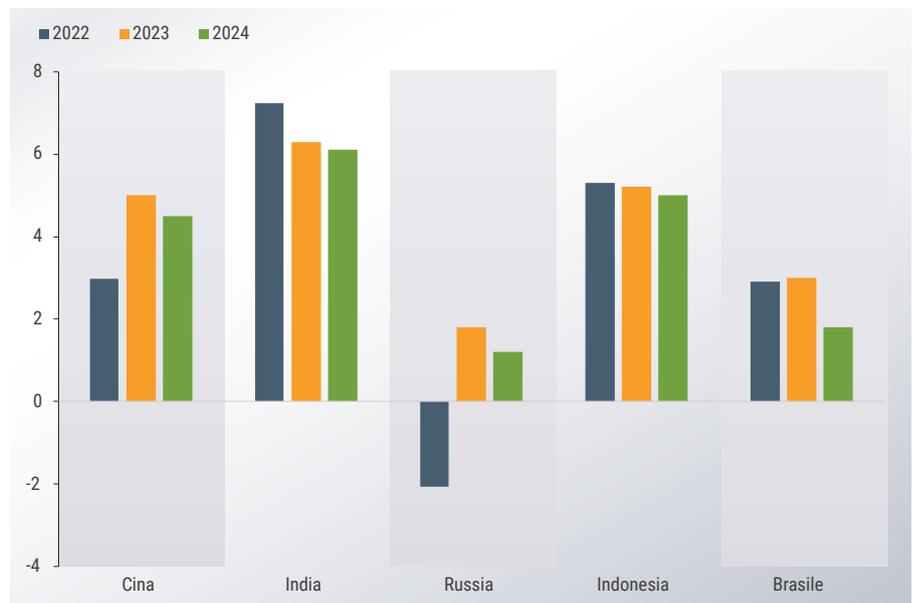
Sulla crescita degli emergenti pesa soprattutto la ripartenza più lenta delle attese della Cina che, anche in prospettiva, soffre l'incertezza sul ritorno a un sentiero di crescita stabile per fattori congiunturali che s'innestano su problemi strutturali (si veda il Focus 6).

Nel 2022 la crescita dei paesi emergenti è stata del 4,1%: tutte le principali economie erano cresciute tranne la Russia che ha registrato un segno negativo (-2,1%). Nel biennio di previsione 2023-2024, sono ipotizzate crescere rispettivamente del 3,9% e del 4,0%, in peggioramento di 0,1 e 0,5 punti rispetto allo scenario CSC di marzo (Grafico 39).

PIL EMERGENTI



Grafico 39
L'andamento atteso per i principali paesi emergenti
 (Tassi di crescita del PIL, a prezzi costanti)

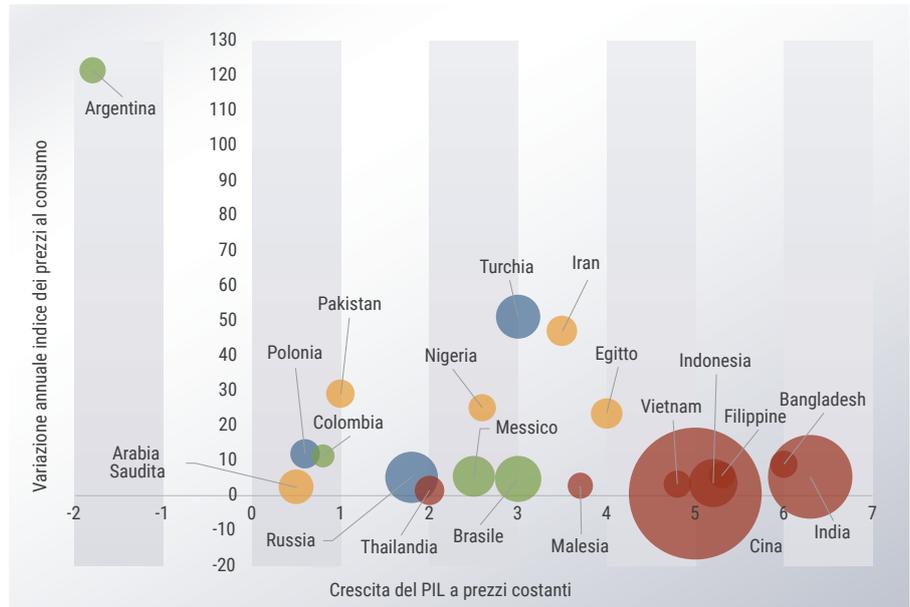


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI e IHS-Markit.

L'inflazione resta elevata per molti paesi emergenti L'andamento dei prezzi resta allarmante in Argentina, dove l'inflazione è fuori controllo e si prevede che raggiunga il 122% nel 2023 (+49 punti percentuali rispetto al 2022; Grafico 40). L'attesa del FMI è che l'inflazione cali di circa 30 punti percentuali entro il 2024. Intanto, il quadro macroeconomico è reso ancor più difficile dalla contrazione del PIL del -1,8% nel 2023 (e quasi stabile nel 2024).

Grafico 40 I paesi asiatici crescono controllando l'inflazione

(Inflazione e crescita nei principali paesi emergenti, 2023)



Nota: la dimensione delle bolle è pari al peso in termini di PIL mondiale a parità di potere d'acquisto. Il grafico riporta i primi 20 paesi emergenti per peso del PIL in PPA, suddivisi per area geografica (blu Europa, arancione Asia, verde America Latina, giallo Africa, Medio Oriente e Pakistan).
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI.

Le altre economie caratterizzate da tassi d'inflazione relativamente elevati, ma che lasciano ancora margini di manovra per contrastarli, sono: la Turchia (51%), l'Iran (47%), il Pakistan (29%), la Nigeria (25%) e l'Egitto (24%). Tra il 2022 e il 2023, alcuni di questi paesi hanno mostrato un balzo consistente nel tasso di inflazione: Pakistan (+17 punti percentuali), Egitto (+15) e Nigeria (+6). Invece, è rilevante il calo dell'inflazione registrato in Turchia (-21 punti percentuali rispetto al 2022).

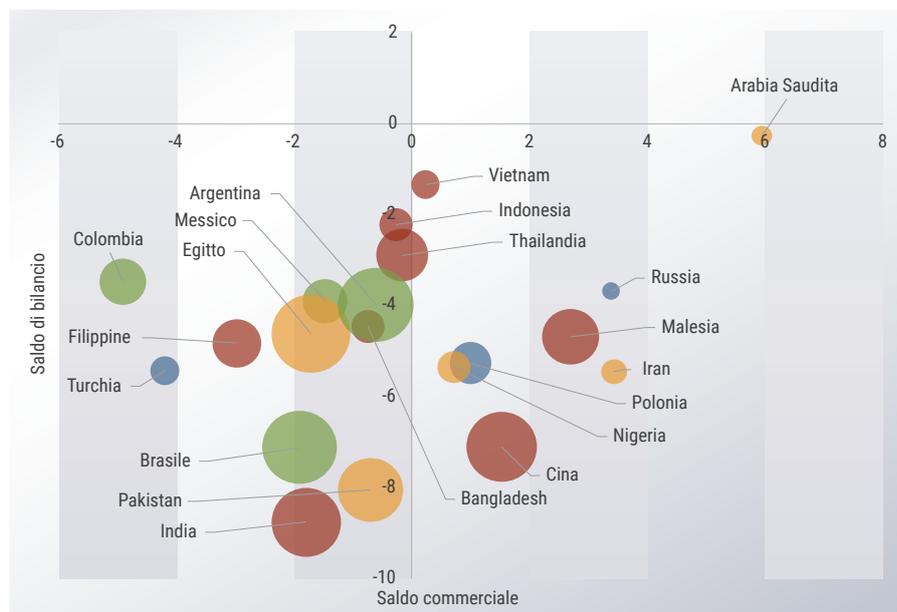
Seppur partendo da livelli più bassi, si è registrato un calo consistente anche in Russia, dove l'inflazione scende al 5% nel 2023 dal 13,8% del 2022 (quasi -9 punti percentuali).

A fronte di una crescita sostenuta, le economie emergenti asiatiche sono riuscite a mantenere tassi di inflazione moderati nel 2023 (4% in media), che sono previsti calare leggermente nel 2024. Particolarmente bassa l'inflazione cinese, che dovrebbe calare allo 0,7% nel 2023 e risalire, invece, al 1,7% nel 2024.

Meno entrate per i paesi petroliferi Si affievolisce, almeno momentaneamente, il sollievo alle partite correnti per i paesi esportatori di idrocarburi (Grafico 41). Rispetto alle previsioni di marzo, in Arabia Saudita, Russia e Iran le partite correnti, pur rimanendo in surplus, hanno registrato una riduzione dal lato delle entrate a seguito del calo del prezzo del petrolio e delle altre materie prime, più o meno rilevante in base al peso del settore nell'economia. Arabia Saudita e Russia hanno mostrato anche un consistente peggioramento dei propri saldi di bilancio pubblico.

Grafico 41 Partite correnti degli esportatori di idrocarburi in calo

(Saldo commerciale e di bilancio
in rapporto al PIL, 2023)



Nota: la dimensione delle bolle è proporzionale al rapporto debito-PIL.

Il grafico riporta i primi 20 paesi emergenti per peso del PIL in PPA, suddivisi per area geografica (blu Europa, arancione Asia, verde America Latina, giallo Africa, Medio Oriente e Pakistan).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI.

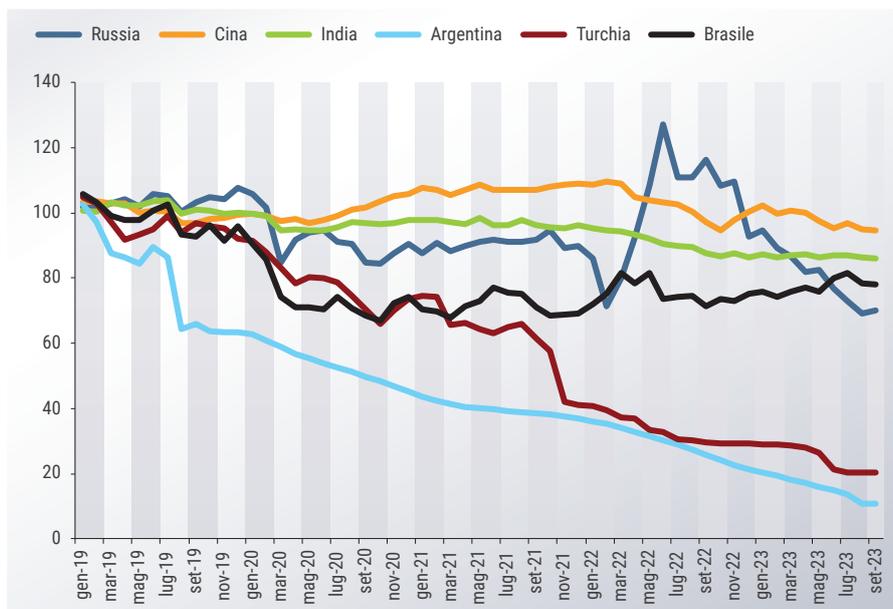
Peso argentino e lira turca ancora in caduta libera, giù il rublo Sul fronte valutario, non si arresta la caduta del tasso di cambio dollaro/peso argentino e dollaro/lira turca, che rispetto al livello di fine 2018 hanno perso rispettivamente circa il 90% e l'80% del loro valore (Grafico 42). Sul peso argentino, oltre all'inflazione, incidono una serie di fattori: l'incertezza politica legata alle elezioni presidenziali, che influisce sulle scelte di investimento, e il grado di priorità che sarà data alle rinegoziazioni con il FMI per evitare un altro default. Sulla lira turca invece permangono le debolezze economiche strutturali illustrate in precedenza: un deficit gemello e un'elevata inflazione.

Il rublo, dopo l'impennata nei primi mesi della guerra in Ucraina, ha mostrato un rapido calo rispetto al dollaro, posizionandosi molto al di sotto del tasso precedente al conflitto (-16 punti percentuali rispetto a gennaio 2022). Pesano ancora la guerra, le sanzioni economiche e soprattutto il riassetto, seppur parziale, del prezzo di gas e petrolio: l'andamento del tasso di cambio del rublo è molto correlato con l'andamento dei prezzi di queste fonti energetiche.

Infine, i tassi di cambio dello yuan cinese e della rupia indiana mostrano una moderata ma continua svalutazione, che si contrappone al leggero recupero del cambio brasiliano. Va comunque tenuto presente il rafforzamento del dollaro, che in media pesa su tutti i cambi bilaterali.

Grafico 42 Prosegue la caduta del peso argentino e della lira turca; rublo in calo

(Indice dei tassi di cambio, \$ per valuta,
nei paesi emergenti, 4° trim. 2018=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati IHS-Markit.

Ripartenza più difficile del previsto per l'economia cinese Dopo l'abbandono delle politiche "zero Covid", che aveva inizialmente fatto sperare in una rapida ripresa nei settori dei servizi e delle vendite al dettaglio, la crescita rimane fiacca in Cina soprattutto a causa della debolezza generale della domanda. Ciò nonostante, l'economia dovrebbe essere in grado di raggiungere l'obiettivo governativo di crescita fissato attorno al +5% per il 2023 e al +4,5% per il 2024. A differenza di quanto avvenuto negli Stati Uniti, la ripresa post-pandemia non ha generato pressioni inflazionistiche e la politica monetaria è stata solo moderatamente accomodante. In Cina si è mantenuta una dinamica dei prezzi molto bassa, per cui la Banca centrale potrebbe muoversi in controtendenza rispetto alle altre banche dei paesi avanzati.

La produzione industriale e la crescita delle vendite al dettaglio sono in moderata ripresa. La persistente debolezza dell'industria deriva anche da una domanda estera fiacca. Allo stesso tempo, la crescita degli investimenti continua a rallentare, mentre le esportazioni e il settore immobiliare registrano un persistente declino. La produzione nel settore dei servizi è cresciuta, seppur a tassi contenuti.

Resiliente l'economia indiana Nonostante le sfide legate all'elevata inflazione, alla rupia più debole e alla politica monetaria più restrittiva, la crescita del PIL indiano si è dimostrata sostenuta nel 2022 (+7,2%) e si assume che resti una tra le economie emergenti più performanti nei 2 anni di previsione, con tassi di crescita rispettivamente del +6,3% e +6,1%. Anche gli indici PMI del manifatturiero confermano la tendenza espansiva. A luglio 2023, l'inflazione al consumo ha raggiunto il valore più alto da 15 mesi, ma entro fine anno dovrebbe assestarsi attorno al 5,5% e scendere al 4,6% nel 2024. Per questo si prevede che la Reserve Bank of India manterrà il tasso di policy al 6,50% per gli ultimi mesi del 2023, mentre è probabile una riduzione dei tassi entro la metà del 2024.

La politica monetaria brasiliana in allentamento Seppur sulle prospettive di crescita del Brasile pesino i rallentamenti delle economie dei paesi avanzati, le previsioni sono state riviste al rialzo per il 2023. La crescita economica è trainata dal settore dei servizi, mentre i consumi privati sono ancora compressi per via di inflazione e tassi di interesse relativamente elevati. La banca centrale brasiliana, che aveva attuato tra le prime una politica monetaria molto restrittiva per ridurre l'inflazione (al 4,7% nel 2023 dal 9,3% del 2022), ha iniziato ad

allentare la stretta per sostenere la ripresa economica. Ci si aspetta che il calo dei tassi ufficiali prosegua, sulla scia di quanto già avvenuto nei mesi scorsi (al 12,75% a fine settembre dal 13,75% del 2022) a tal punto che il tasso di *policy* potrebbe scendere ben al di sotto del 10% a fine 2024.

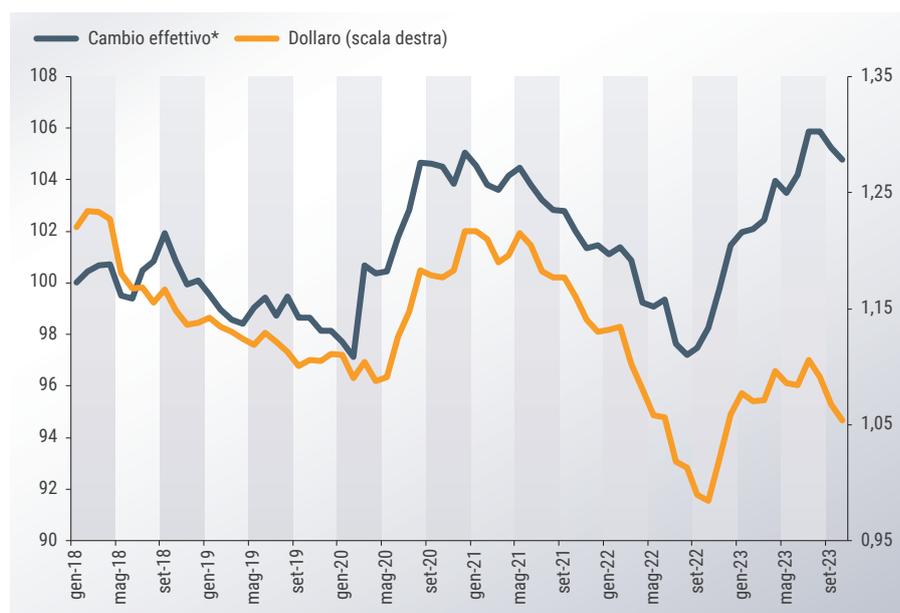
L'economia russa continuerà a risentire delle sanzioni occidentali Da un lato la Russia è riuscita a contenere i danni subiti dalle sanzioni e dalla riduzione dei quantitativi di gas esportati in Europa grazie all'aumento dei prezzi e all'apertura di nuove relazioni commerciali, soprattutto con la Cina e altri paesi asiatici. Dall'altro, però, le prospettive di crescita future potrebbero essere ostacolate dalle restrizioni commerciali, che hanno portato con sé l'esodo delle multinazionali occidentali e, quindi, il ritiro di una vasta porzione degli investimenti privati. La domanda interna sarà il principale traino della crescita economica nel 2023 e 2024, attesa essere +1,8% e +1,2% nei 2 anni di previsione. La politica monetaria è prevista restare rigorosa, con controlli sui capitali e altre misure non monetarie per sostenere il tasso di cambio.

7.6 Cambio

Euro di nuovo in calo Il tasso di cambio dell'euro sul dollaro, sceso sotto la parità a ottobre 2022, è risalito fino a luglio 2023, per poi calare nuovamente intorno a 1,05 in ottobre, un livello nettamente inferiore a quello medio degli ultimi anni (1,13 dal 2018; Grafico 43).

Grafico 43 Si è arrestata la risalita dell'euro

(Dollaro per euro e indice gennaio 2018=100, dati medi mensili)



* Media ponderata dei tassi di cambio con 41 paesi extra-Area euro.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il cambio effettivo nominale dell'euro (rispetto a 41 valute mondiali) ha registrato, però, una dinamica molto più robusta, tornando sopra il precedente picco raggiunto a fine 2020. L'euro, infatti, si è rivalutato rispetto a un ampio insieme di valute, anche per gli effetti asimmetrici dello shock russo sui prezzi dell'energia e delle diverse risposte delle banche centrali nelle altre economie mondiali.

Il rafforzamento del dollaro era iniziato nel 2021, con le pressioni inflazionistiche e le aspettative di un avvio del processo di normalizzazione delle politiche della FED, e si era rafforzato nel 2022, con l'effettivo avvio del forte rialzo dei tassi USA. La risalita dell'euro da fine 2022 è stata favorita, invece, dall'accele-

CAMBIO DOLLARO/EURO



razione dell'aumento dei tassi da parte della BCE, che ha seguito quello USA. La distanza tra i tassi si è poi stabilizzata nel 2023, non esercitando di fatto particolari pressioni sul tasso di cambio, nonostante il tasso USA resti più alto.

Il recente indebolimento della moneta unica può essere spiegato da altri due fattori (che ne avevano sostenuto il recupero): la debole dinamica del PIL europeo, a fronte di una crescita robusta negli USA, e le nuove tensioni al rialzo sui prezzi energetici, in un contesto di elevata incertezza geopolitica. Ciò rappresenta anche un rischio al ribasso per la moneta unica.

Il CSC assume nel biennio previsivo un cambio dollaro-euro stabile intorno ai valori di settembre-ottobre 2023 (1,06), su un livello poco diverso rispetto ai valori medi del 2022 (1,05). In media annua, con tale ipotesi si arriva a 1,08 nel 2023, un +2,5% rispetto all'anno scorso.

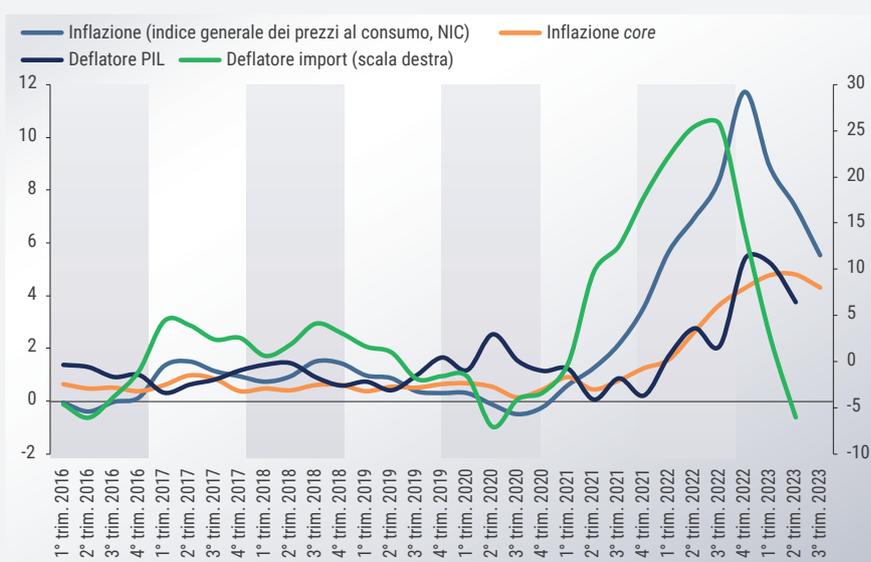
FOCUS

Focus 1 - Il contributo di profitti e costo del lavoro alla dinamica inflattiva in Italia

L'aumento dell'inflazione in Italia, così come nell'intera Eurozona, osservato dai primi mesi del 2021 è stato inizialmente di origine largamente importata, in ragione in prima battuta del balzo del prezzo delle commodity¹. Successivamente è aumentata anche l'inflazione *core*, cioè quella al netto di beni energetici e alimentari, che ha sfiorato il 5,0% a febbraio-aprile 2023 e da allora è rientrata solo in parte (ancora 3,9% a settembre).

In questo Focus si fornisce un'analisi del ruolo di fattori domestici, quali profitti e costo del lavoro, sulla dinamica dell'inflazione di fondo nello scorso triennio e su quella attesa nel biennio 2023-24. L'analisi si basa su dati di Contabilità Nazionale, tramite la scomposizione dei tassi di variazione annuali del deflatore del PIL. Quest'ultimo, calcolato come il rapporto tra PIL nominale e PIL reale, entrambi a prezzi di mercato, riflette il prezzo di una unità di prodotto e può essere visto come una misura delle pressioni di prezzo domestiche, che quindi influenzano principalmente i beni di consumo *core*. Il legame tra deflatore del PIL e componente *core* dell'indice dei prezzi al consumo è ben evidente nel Grafico A.

Grafico A
Deflatore del PIL
e misure di inflazione
(Var. % annue, dati trimestrali)



Nota: inflazione *core* uguale all'indice generale al netto di energia, alimentari e tabacchi.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

La staffetta tra fattori "importati" e fattori "domestici" come determinanti delle pressioni inflazionistiche in Italia risulta, invece, ben chiara dal confronto tra l'andamento del deflatore del PIL e del deflatore delle importazioni, che misura l'inflazione importata². Quest'ultimo si è impennato da inizio 2021, toccando un massimo nel 3° trimestre 2022 (in corrispondenza del picco

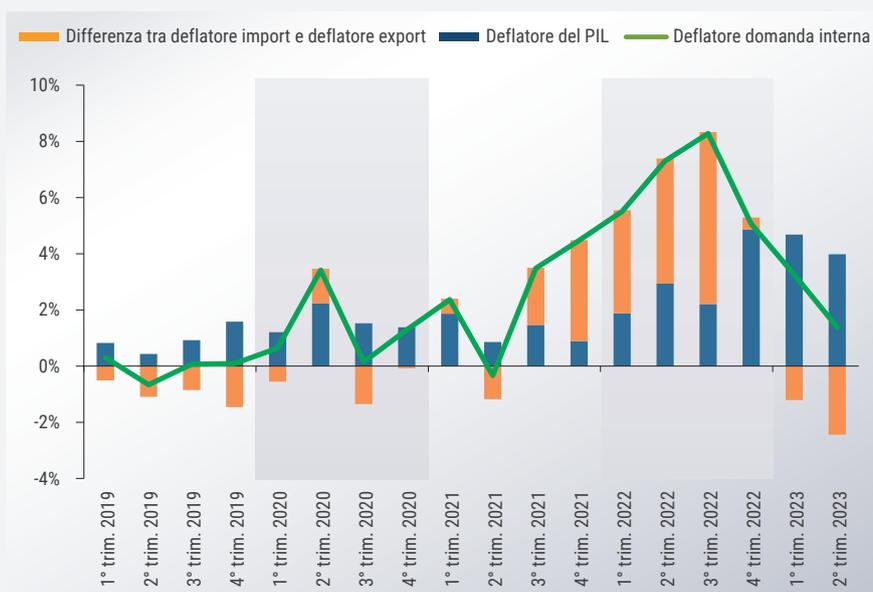
¹ L'aumento dei prezzi delle commodity, inizialmente dovuto in parte alle strozzature di offerta sui mercati internazionali conseguenti alla pandemia, è proseguito per effetto del successivo forte recupero della domanda mondiale, soprattutto negli Stati Uniti, e poi degli shock ai prezzi di energia e altre materie prime causati dall'invasione russa in Ucraina.

² Dal punto di vista concettuale, infatti, il deflatore del PIL non fornisce un quadro completo dell'aumento recente dell'inflazione al consumo, poiché include i prezzi delle esportazioni ma sottrae i prezzi delle importazioni.

del prezzo del gas a 236 euro/MWh in media ad agosto), dopodiché è rapidamente rientrato, scendendo a -6,0% nel 2° trimestre 2023. L'inflazione totale, con qualche ritardo, si è mossa sulla scia dei prezzi all'import, prima al rialzo e poi al ribasso (da inizio 2023). Il suo rientro, tuttavia, è ora frenato da pressioni inflazionistiche interne.

Impennata dell'inflazione in prima battuta causata da peggioramento delle ragioni di scambio Per capire quanto l'aumento dell'inflazione nelle prime fasi della crisi energetica sia stato di natura "importata", è utile analizzare il ruolo delle ragioni di scambio sulla dinamica dei prezzi totali. Per farlo, in quanto segue si scompone la crescita del deflatore della domanda interna, preso a proxy della dinamica inflattiva totale, nelle sue due componenti, ovvero il deflatore del PIL e la differenza dei deflatori dell'import e dell'export³. Un aumento di questa seconda componente riflette un peggioramento delle ragioni di scambio, intese come rapporto tra prezzi all'export e prezzi all'import. Il peggioramento di queste ultime ha contribuito per circa due terzi alla crescita del deflatore della domanda interna dal 3° trimestre 2021 al 3° trimestre 2022. Con la diminuzione dei prezzi dell'energia da fine 2022, il contributo di questa componente si è ridotto nel 4° trimestre 2022, per poi diventare negativo a partire dal 1° trimestre 2023. Al contrario, il contributo del deflatore del PIL, che approssima le pressioni inflazionistiche domestiche, è andato via via crescendo dal 4° trimestre 2022 (Grafico B).

Grafico B
Deflatore della domanda interna e contributi
(Var. % annue, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

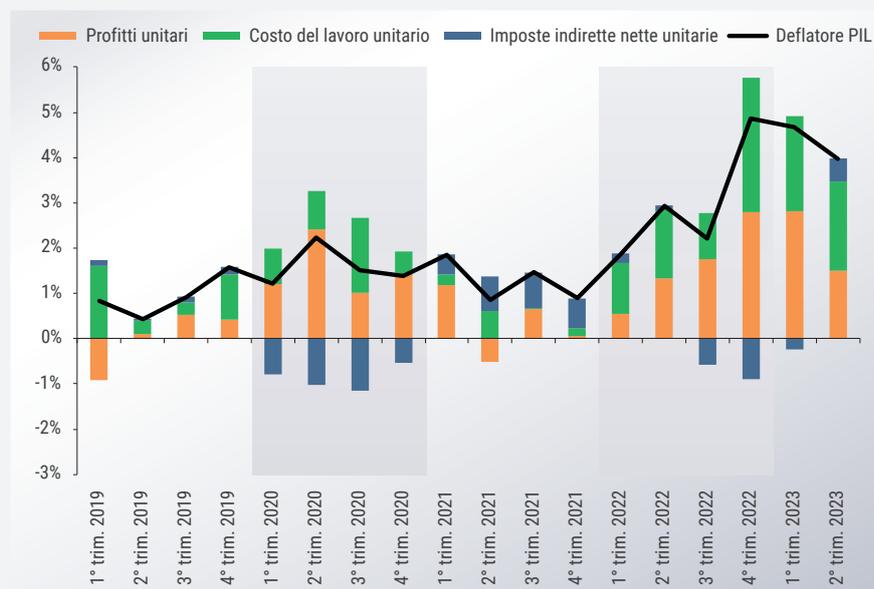
Rientro dell'inflazione frenato da fattori domestici Il deflatore del PIL calcolato dal lato dei redditi può essere visto come somma di tre componenti: profitti unitari, costo del lavoro unitario e imposte indirette nette, anch'esse in rapporto al PIL reale. Utilizzando i dati trimestrali disponibili fino al 2° trimestre 2023, è interessante analizzare la dinamica della variazione percen-

³ Queste due componenti del deflatore sono derivate a loro volta dalla scomposizione della domanda interna in risorse totali (cioè PIL) e importazioni nette. Nel Grafico B un peggioramento delle ragioni di scambio (misurato da un aumento della differenza tra deflatore import e deflatore export) determina un contributo positivo sulla dinamica del deflatore della domanda interna.

tuale tendenziale del deflatore del PIL e il contributo delle tre componenti. Si è scelto di attribuire il reddito da lavoro autonomo alla componente del costo del lavoro, tramite l'usuale approssimazione di un compenso pro-capite (nei calcoli inteso come per ULA) uguale a quello osservato per il lavoro dipendente⁴ (Grafico C).

Grafico C Deflatore del PIL e contributi

(Italia, var. % annue, dati trimestrali)



Nota: costo del lavoro inclusivo di reddito da lavoro dipendente e autonomo; per "unitario" si intende in rapporto al PIL reale.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Nel 2022 ha inciso prima l'aumento del costo del lavoro... Il deflatore del PIL è stato in crescita nel corso del 2022, raggiungendo il 4,9% nel 4° trimestre, dallo 0,9% a chiusura del 2021. A inizio anno l'aumento è stato quasi completamente attribuibile alla componente del costo del lavoro, che sappiamo essere stato sostenuto nel settore privato dall'erogazione di premi per la buona performance economica nel 2021. La dinamica delle retribuzioni di fatto è stata sostenuta anche nella seconda parte del 2022 da altri pagamenti *una tantum* nel settore privato (specie *fringe benefit* detassati nell'ultimo trimestre) e dalla tornata di rinnovi contrattuali nel settore pubblico relativi al triennio 2019-2021, accompagnati dal pagamento di significativi arretrati (anch'essi con un picco nel 4° trimestre).

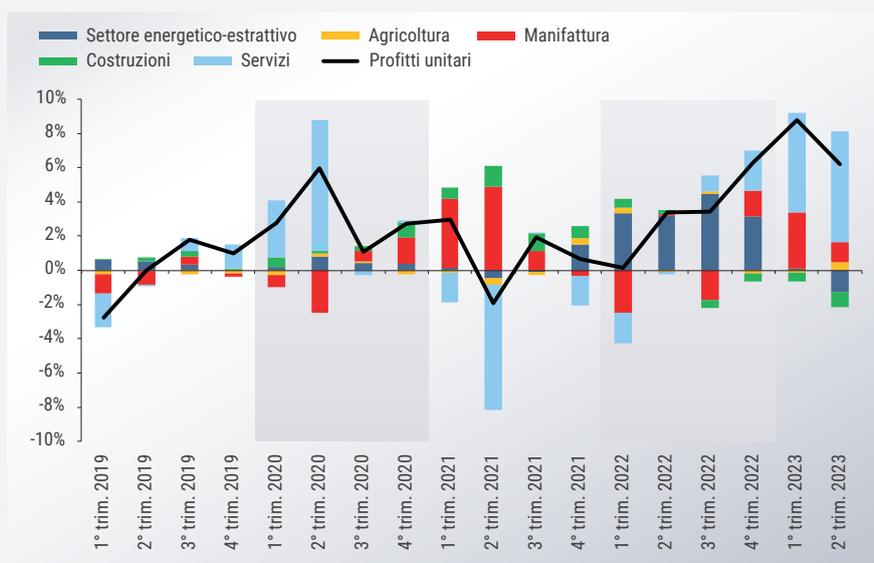
... e poi la crescita dei profitti nel settore energetico-estrattivo e nei servizi... Nel corso del 2022, tuttavia, sulla crescita del deflatore del PIL ha pesato sempre più la componente dei profitti unitari, il cui contributo, da nullo in chiusura del 2021, è diventato preponderante nel trimestre estivo ed è rimasto ampio a cavallo tra 2022 e 2023. Ciò ha riflesso in prima battuta la crescita dei profitti (per unità prodotta) nel settore energetico, conseguenza diretta dell'impennata del prezzo del gas e del meccanismo di determinazione dei prezzi sul mercato dell'elettricità⁵.

⁴ In questa scomposizione i profitti sono quindi identificati come la variabile "reddito operativo lordo".

⁵ Si veda ancora la *Nota dal CSC 01-22*, "I rincari delle commodity, in particolare gas ed energia elettrica, rischiano di bloccare le imprese", del gennaio 2022, p. 9: in Italia il prezzo dell'elettricità sul mercato si determina in base al costo della generazione elettrica a gas, che è quella

Grafico D Profitti unitari e contributo settoriale

(Italia, var. % annue, dati trimestrali)



Nota: profitti unitari calcolati sul valore aggiunto.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

... fattori che hanno continuato a incidere nella prima metà del 2023

Il deflatore del PIL nel 1° trimestre 2023 è rimasto pressoché ancorato al picco di fine 2022, come risultato di un contributo dei profitti anch'esso stabile e un lieve rientro di quello del costo unitario, neutralizzato dall'esaurirsi dell'apporto negativo delle imposte indirette nette⁹. Il modesto rientro della dinamica del deflatore nel 2° trimestre (4,0%) risulta invece innescato da un calo del contributo dei profitti unitari, mentre quello del costo del lavoro è rimasto sostanzialmente stabile sui valori del 1° trimestre.

divenuta più costosa nel 2022, mentre i costi delle altre forme di generazione di elettricità sono rimasti invariati.

⁶ Per un'analisi più approfondita sul tema, si veda Hansen N.-J., Toscani F., Zhou J., "The Role of Import Prices, Profits and Wages in the Current Inflation Episode in the Euro Area", *IMF Working Paper 23/131*, 2023, International Monetary Fund, Washington DC e European Commission, *Economic Outlook for EA and EU*, 2023, p. 15.

⁷ Si noti che il Grafico D documenta la dinamica dei profitti nell'aggregato dei settori energetico ed estrattivo, dove il peso del secondo passa dal 12,3% del valore aggiunto totale nel 1° trimestre 2019 al 23,4% nel 4° trimestre 2022.

⁸ Si veda il Focus del Centro Studi Confindustria, "Margini compressi nella manifattura italiana", *Congiuntura Flash*, maggio 2023.

⁹ Il contributo delle imposte indirette nette unitarie è stato negativo anche nel 2020 per effetto dei sostegni pubblici contro la pandemia, per diventare meccanicamente positivo nel 2021 a fronte di un loro rientro. Nel 2022 diventa negativo a riflesso dei sostegni per il caro energia, per ritornare positivo dal 2° trimestre 2023.

Fino a tutto il 2024 il costo del lavoro contribuirà all'inflazione Per il resto dell'anno e per il 2024 il contributo della componente costo del lavoro continuerà a rimanere prevalente, anche in ragione del progressivo rafforzamento della dinamica delle retribuzioni contrattuali nel settore privato, che in virtù del meccanismo concordato tra le parti sociali si adeguano con ritardo agli aumenti dell'inflazione "importata".

Qualche caveat nei calcoli è importante sottolineare dei caveat tecnici relativi a come si decide di effettuare la scomposizione del deflatore del PIL.

Un primo caveat riguarda l'attribuzione del reddito da lavoro autonomo. Se invece che assimilarlo al costo del lavoro, come fatto nei calcoli sottostanti al Grafico C, lo si ingloba negli utili di impresa, il contributo dei profitti "meccanicamente" aumenta: per esempio, nel 2022 passa da 1,6% a 2,0% (Tabella A, pannello A e B a confronto)¹⁰.

Di segno opposto è invece l'effetto di un'eventuale correzione che scorpori gli ammortamenti delle imprese dal reddito di gestione lordo e, quindi, dalla componente dei profitti. Questo perché l'ammortamento, rappresentando contabilmente quella parte di costo annuale dell'impresa destinato a compensare il deprezzamento di alcuni beni produttivi il cui utilizzo è ripartito su più anni, riduce il margine dell'azienda stessa. Con questa scomposizione, il contributo dei profitti unitari alla crescita del deflatore del PIL nel 2022 scende all'1,2% (Tabella A, pannello C).

Tabella A - Deflatore del Pil e suoi contributi in tre diverse scomposizioni

(Italia, var.% annue, medie annuali di dati trimestrali)

	media 2015-19	2020	2021	2022	1° semestre 2023
A) Lavoro autonomo assimilato al costo del lavoro					
Deflatore del PIL	1,0%	1,6%	1,3%	3,0%	4,3%
Profitti unitari	0,5%	1,5%	0,3%	1,6%	2,2%
Costo del lavoro unitario	0,5%	1,0%	0,3%	1,7%	2,0%
Imposte indirette nette unitarie	0,0%	-0,9%	0,7%	-0,3%	0,1%
B) Lavoro autonomo assimilato ai profitti					
Deflatore del PIL	1,0%	1,6%	1,3%	3,0%	4,3%
Profitti unitari	0,4%	1,1%	0,6%	2,0%	2,7%
Costo del lavoro unitario	0,6%	1,4%	0,0%	1,2%	1,5%
Imposte indirette nette unitarie	0,0%	-0,9%	0,7%	-0,3%	0,1%
C) Lavoro autonomo assimilato al costo del lavoro e ammortamenti scorporati dai profitti					
Deflatore del PIL	1,0%	1,6%	1,3%	3,0%	-
Profitti unitari	0,4%	-0,3%	1,1%	1,2%	-
Costo del lavoro unitario	0,4%	1,0%	0,2%	1,7%	-
Imposte indirette nette unitarie	0,0%	-0,9%	0,7%	-0,3%	-
Ammortamento	0,1%	1,8%	-0,7%	0,3%	-

* Nel pannello C) dati omessi per mancanza di dati trimestrali sulla voce ammortamenti. Eventuali discrepanze tra pannello A) e C) sono dovute all'utilizzo di dati annuali nel pannello C).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

¹⁰ Nel pannello B di Tabella A, i profitti sono identificati come variabile "reddito operativo lordo e reddito misto lordo".

**IL RIENTRO
DELL'INFLAZIONE
È FRENATO
DA PRESSIONI INTERNE
NEL 2023**



**CONTRIBUTI ALLA DINAMICA
DEL DEFLATORE DEL PIL**

2,4 p.p.
PROFITTI

1,8 p.p.
COSTO DEL LAVORO

Conclusioni L'aumento dell'inflazione in Italia è stato inizialmente di origine importata. Il peggioramento delle ragioni di scambio ha contribuito per circa due terzi alla crescita del deflatore della domanda interna dal 3° trimestre 2021 fino al 3° 2022.

Il rientro dell'inflazione, tuttavia, è ora frenato da pressioni interne. Il contributo del deflatore del PIL, che approssima queste pressioni, è cresciuto nel corso del 2022 e diventato preponderante dal 4° trimestre.

A inizio 2022 l'aumento del deflatore del PIL è stato quasi completamente attribuibile alla componente del costo del lavoro, che è continuata a crescere anche nel corso dell'anno. Tuttavia, sulla crescita del deflatore del PIL ha pesato sempre più la componente dei profitti (unitari), il cui contributo è diventato preponderante nel trimestre estivo ed è rimasto ampio a cavallo tra 2022 e 2023 (profitti cresciuti nel settore estrattivo ed energetico, e da metà 2022, nei servizi).

Nelle previsioni CSC il contributo dei profitti nel 2023 (stabile nel 1° trimestre e calato nel 2°) rimarrà prevalente in media d'anno (2,4 punti percentuali, contro 1,8 del costo del lavoro), mentre il suo netto ridimensionamento nel 2024 (a 0,8 punti) trainerà il calo del deflatore del PIL. Al contrario, il contributo del costo del lavoro è previsto l'anno prossimo su valori, seppur di poco, superiori a quest'anno.

Focus 2 - Depositi delle imprese italiane: il calo troppo rapido e profondo preoccupa

IN CALO I DEPOSITI DELLE IMPRESE ITALIANE



-36 mld di euro

DA LUGLIO 2022 A AGOSTO 2023

Grafico A Depositi già scesi su livelli "normali", rischio scarsità

(Italia, imprese, stock, miliardi di euro, dati mensili)

Le imprese italiane, in particolare quelle manifatturiere, non hanno oggi risorse liquide in eccesso, facilmente utilizzabili per finanziare il circolante e gli investimenti. Il rapido e consistente aumento del costo dei prestiti ha spinto le imprese a utilizzare le disponibilità che avevano, cresciute molto durante la pandemia e fino all'inizio dello scorso anno. Questa "normalizzazione" fin troppo rapida della liquidità potrebbe presto diventare scarsità e mettere in difficoltà molte aziende.

Depositi in brusco calo I depositi delle imprese italiane, che in tempi normali mostrano un trend in continua crescita, negli ultimi mesi sono diminuiti molto rapidamente: -8,4% dal picco di luglio 2022 ad agosto 2023, pari a -36 miliardi di euro; -6,1% da dicembre 2022 (Grafico A)¹. La variazione nello stock di depositi tra il 2020 e il 2023 è la maggiore registrata dal 1999: prima un ampio aumento, poi il crollo; a confronto, il calo registrato nel 2011 è stato di proporzioni marginali.



Trend = stima con filtro HP nel periodo 2012-2019; dal 2020 proiezione.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

Il trend crescente dei depositi è stato piuttosto stabile nel 2012-2019 e, prima, nel 1999-2008, periodi piuttosto lunghi tanto da costituire la "normalità". È stato interrotto solo da shock estremi, quali la crisi del 2009 e 2011 e, di recente, il Covid e lo shock energetico nel 2020 e 2022. Il ritmo di espansione è stato del +7,5% in media all'anno nel 2012-2019².

Le imprese, in tempi normali, tengono un ammontare di risorse liquide (ovvero, depositi in banca) il più possibile adeguato a far fronte al flusso continuo di pagamenti per evitare crisi di *cash flow*. In un'economia in espansione, questo quantitativo è tipicamente crescente e, se ben calibrato, dovrebbe

¹ Andamento analogo, sebbene più moderato, si ha per i depositi delle famiglie italiane: -4,2% a luglio 2023 da fine 2022, pari a -50 miliardi di euro.

² Maggiore di quello dei depositi delle famiglie: +3,0% circa all'anno nel periodo pre-crisi.

LIQUIDITÀ DISPONIBILE AD AGOSTO 2023



solo +0,6 mld
SOPRA IL TREND
PRE-PANDEMIA

risultare circa costante in rapporto alle crescenti esigenze operative. I motivi del trend di crescita dei depositi, in tempi normali, sono legati alla crescita dell'attività e dei prezzi/costi: aumento dei prezzi delle merci per il magazzino, maggiori costi dei servizi per le imprese, aumento dei salari da pagare, crescita dei volumi di attività e della forza lavoro. Per questo, la dinamica dei depositi può essere approssimata dalla dinamica del PIL nominale del paese.

In tempi anomali, come il periodo 2020-2023, le cose si complicano e la gestione della liquidità finisce per dipendere anche da altri fattori. Nel 2020, il timore di chiusure e, in generale, di mancati incassi, a fronte di pagamenti da onorare, ha condotto alla forte crescita dei depositi, per accumulazione prudenziale, sostenuta anche dalle misure adottate dal Governo. Nel 2022, l'alta inflazione ha accresciuto le risorse liquide (nominali) necessarie per l'attività corrente. Anche per questo preoccupa il calo dei depositi nel 2023, visto che l'inflazione è ancora elevata. La frenata dell'economia reale nel 2023, invece, può contribuire ad attenuare il fabbisogno di liquidità.

Una possibile lettura delle dinamiche recenti è che nel 2023 le imprese italiane stiano usando il "fieno messo in cascina" nel 2020, che era risultato, *ex post*, eccessivamente ampio (perché la crisi è stata risolta meglio e prima del temuto). Ma il punto è: nella situazione attuale, questo fieno è ancora sufficiente o è già diventato scarso? E che succederà nei prossimi mesi, che si preannunciano ancora difficili per l'economia italiana?

Sopra o sotto il trend? Tali interrogativi equivalgono a chiederci se, nella prima parte del 2023, siamo già scesi sotto il trend dei tempi "normali", quello pre-pandemia, ovvero se siamo ancora sopra, e quindi la liquidità disponibile è ancora sufficiente.

Il trend è stato stimato con il metodo HP³, sul periodo 2012-2019, ed è poi stato costruito un sentiero "controfattuale" per il periodo anomalo 2020-2023, cioè la dinamica attesa se anche questi anni fossero stati normali, proiettando in avanti la variazione a 12 mesi mediamente registrata dai dati di trend precedente. Da queste stime risulta che nel 2020-2021 la liquidità era ampiamente superiore al normale, mentre con la profonda flessione, registrata a partire dall'estate 2022, siamo tornati, ad agosto 2023, esattamente sulla traiettoria pre-pandemia (solo +0,6 miliardi sopra il trend).

Quindi, se la dinamica recente al ribasso dovesse proseguire, nei prossimi mesi i depositi scenderebbero sotto i valori normali. Evidenziando, a quel punto, una scarsità di risorse liquide per le imprese italiane, che ne frenerebbe l'attività produttiva.

Due precisazioni, che evidenziano che tale metodo potrebbe sottostimare il fabbisogno di liquidità delle imprese.

Primo, dati i tempi anomali, misurare le esigenze di liquidità su un trend lineare costruito sul pre-pandemia potrebbe significare sottostimarle perché, come detto, l'aumento abnorme di molti prezzi nel 2022 potrebbe aver creato una "non-linearità" nel fabbisogno di cassa (per il costo del magazzino, soprattutto).

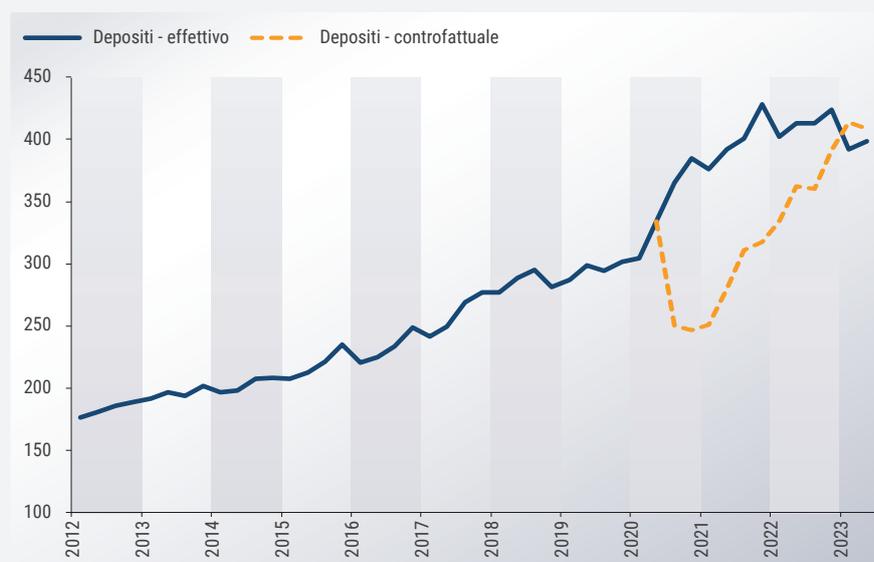
³ Il filtro di Hodrick-Prescott (Hodrick R.J., Prescott E.C., "Post-War U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1997, 29, pp. 1-16) è una tecnica econometrica sviluppata all'interno della teoria del ciclo reale che permette di estrapolare la componente ciclica dalla serie di riferimento, isolando il trend stimato sotto l'ipotesi che le determinanti della crescita (le componenti di trend) siano soggette solo a mutamenti lenti e gradualmente.

Secondo, va ricordato che i dati ufficiali sui depositi sono pubblicati con circa due mesi di ritardo (es. a ottobre sono disponibili quelli di agosto). È possibile che già oggi, a ottobre 2023, le imprese italiane siano in una situazione di scarsità di risorse liquide, solo che i dati non la fotografano ancora perché ci fanno vedere la situazione di due mesi fa, quella fino ad agosto 2023.

Un altro modo per valutare se l'ammontare dei depositi attuale sia da considerare ancora abbondante o scarso consiste nello stimare la sua relazione di lungo periodo con il PIL nominale (come *proxy* del crescente fabbisogno di liquidità) e, quindi, usare questa per costruire un sentiero "controfattuale" dei depositi: cioè, quale sarebbe stata la dinamica dei depositi nel 2020-2023 se avessero seguito le regolarità storiche. Un vantaggio di questo metodo è che include esplicitamente il balzo dei prezzi del 2022.

È stata stimata questa equazione per il periodo 2012-2019⁴, in cui la dinamica dei depositi è stata, come detto, piuttosto stabile in relazione al PIL nominale. La relazione con il PIL (senza *lag*) risulta molto significativa (Grafico B). Proiettando i depositi attesi sul periodo 2020-2023 in base al profilo osservato del PIL nominale, risulta che nel 2° trimestre del 2023 i depositi "effettivi" sono già di poco inferiori al loro livello "normale", di 10 miliardi di euro. Mentre prima erano ampiamente in eccesso: alla fine del 2021 di ben 111 miliardi e alla fine del 2022 di 32 miliardi. Questa evidenza conferma che le risorse liquide delle imprese sono già limitate e presto potrebbero diventare pericolosamente scarse.

Grafico B
Depositi già sotto quelli
"teorici", stimati in base al PIL
(Dati trimestrali, miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia e ISTAT.

Fabbisogno di liquidità in calo? I dati qualitativi, raccolti dall'indagine ISTAT sulla liquidità delle imprese manifatturiere (Grafico C), forniscono altre importanti indicazioni. Nel 2023, mentre come visto i depositi si riducono del 9% circa, le imprese giudicano abbastanza stabile la liquidità "rispetto alle esigenze operative", che era già scesa nel 2022 rispetto ai picchi. Al momento, è percepita su un livello di poco superiore alla media storica (saldo a 29,2

⁴ La stima sul periodo 2012-2020.q2, includendo *dummy* per i primi 2 trimestri anomali del 2020, fornisce risultati molto simili.

Grafico C Liquidità rispetto alle esigenze: stabile, ma sotto al pre-pandemia

(Italia, imprese, saldi delle risposte,
dati mensili)



Livello della liquidità disponibile rispetto alle esigenze operative.
Aprile 2020: dato mancante (posto uguale al dato di maggio 2020).
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Una possibile interpretazione è che anche le esigenze operative si stanno riducendo nell'ultimo anno, a un ritmo analogo a quello della liquidità, tanto che il rapporto "liquidità/esigenze" resta piuttosto stabile nel 2023.

Se fosse così significherebbe: da un lato, che il calo dei depositi, finora, non crea un problema di liquidità alle imprese, in aggregato; indicazione coerente con le precedenti stime rispetto al trend pre-pandemia. D'altra parte, il calo delle esigenze di liquidità indica che nell'industria l'attività si sta riducendo in misura marcata, come confermato dai dati degli ultimi mesi sulla produzione industriale⁵.

L'indicatore ISTAT sulla liquidità scende sempre in modo consistente in recessione, come mostrano i dati nel recente passato: tra settembre 2008 (fallimento Lehman) e marzo 2009 scende da 23,3 punti a 0,3 (-98,7%); tra novembre 2011 (quando i rendimenti dei titoli di stato italiani superano i 700 punti base con la crisi dei debiti sovrani) e settembre 2012 scende da 18,5 a 11,1 punti (-40,0%); tra marzo 2020 e maggio dello stesso anno scende da 33,9 a 6,7 punti (-80,2%).

Invece, nel 2023 l'indicatore non è ancora sceso in modo così significativo, dopo la flessione del 2022. In effetti, l'economia è quasi ferma negli ultimi 6 mesi, ma non in calo (+0,3% nei primi 6 mesi rispetto agli ultimi due trimestri del 2022). E va rimarcato che questo indice riflette qualitativamente le valutazioni delle imprese, per cui può risentire anche di cambiamenti soggettivi (improvvisi timori sulla liquidità), oltre che di dati oggettivi.

Tuttavia, è possibile che la mancata discesa finora di questo indice di liquidità sia, in parte, dovuta anche a un ritardo rispetto alla diminuzione dei depo-

⁵ Sebbene i dati sul fatturato in volume mostrino un andamento stagnante nell'industria, non un calo.

siti: per cui il calo di questi ultimi tenderebbe ad anticipare di qualche mese la riduzione dell'indice di liquidità.

Storicamente, si osserva un fenomeno nel genere dopo novembre 2011 (crisi dei debiti sovrani), quando l'indice di liquidità reagisce con circa tre mesi di ritardo, ma non nel 2008 (quando gli effetti della crisi dei mutui *subprime* avevano in parte anticipato il fallimento di Lehman) e nel 2020. Tra luglio 2022 e luglio 2023, i depositi scendono poco più del 10%, mentre la liquidità rispetto ai fabbisogni rimane quasi ferma (-2,7%). Questa resistenza può essere dovuta all'eccesso di depositi rispetto al trend storico accantonati in via precauzionale durante la pandemia, esauriti i quali, come appena avvenuto, l'indice di liquidità probabilmente inizierà a ridursi molto presto.

Secondo i dati qualitativi Banca d'Italia, la liquidità delle imprese nella prima metà del 2023 (misurata come saldo tra "abbondante" e "scarsa", quindi includendo un confronto con il fabbisogno, analogamente all'indice ISTAT) è meno abbondante rispetto ai picchi del 2020-2021, con una caduta significativa nel 2022-2023 (che ricorda quella dei depositi). Con tale discesa, è tornata intorno ai valori medi pre-pandemia, quelli del 2018-2019. Ciò conferma l'indicazione dell'indagine ISTAT, cioè quella di una situazione difficile e da monitorare, ma non ancora emergenziale.

Eterogeneità tra imprese Queste indicazioni aggregate possono nascondere una marcata eterogeneità di condizioni tra imprese.

Dall'indagine ISTAT sulla liquidità si vede che quelle con un indicatore più basso sono (fin dal 2020) le imprese che producono beni di consumo. Il motivo è che le imprese di questi settori sono a diretto contatto con la domanda finale dei consumatori, per cui hanno avuto e hanno ancora meno spazio per alzare i prezzi (dopo l'aumento dei costi delle materie prime), in modo da riequilibrare il flusso di incassi e pagamenti.

Le determinanti dei depositi Un altro punto di vista per esaminare la liquidità delle imprese è approfondire il lato della generazione della stessa.

La consistenza dei depositi è innanzi tutto legata alla capacità delle imprese di generare margini operativi. I margini operativi, ovvero ricavi meno costi, si riflettono in un flusso continuo di incassi e pagamenti durante ogni singolo mese: l'erosione dei margini nel 2021-2022, che ha riguardato in particolare le imprese manifatturiere, ha significato meno incassi rispetto ai pagamenti: il *mark-up* totale economia è sceso dello 0,8% tra il 1° trimestre del 2021 e il 3° trimestre del 2022, quello relativo al settore manifatturiero dell'1,9% (si veda il par. 4). Questo ha assottigliato le risorse proprie generate dalle imprese, che in prima battuta sono sotto forma di liquidità, ovvero confluiscono nei depositi.

I depositi sono ovviamente legati alla consistenza dei prestiti alle imprese: quando l'impresa riceve un prestito da una banca, il denaro le viene accreditato sul conto corrente, cioè nei depositi. Nel 2020 i prestiti si sono impenati (anche grazie al Fondo di garanzia) e si sono tradotti nell'immediato in più depositi (motivo precauzionale). Invece, nel 2023 i prestiti sono in calo (a causa di minore domanda, dati i tassi elevati, e offerta più stretta): ad agosto 2023 gli impieghi bancari alle società non finanziarie sono più bassi di circa 54 miliardi (-7,9%) rispetto al picco raggiunto esattamente un anno prima (agosto 2022). Ciò assottiglia le risorse disponibili in azienda (l'ampiezza del bilancio), erodendo in particolare proprio i depositi.

Un legame analogo esiste tra i depositi e le operazioni delle imprese sui mercati (emissione di obbligazioni), che però continuano a contare meno per il finanziamento delle imprese italiane.

Quindi, i margini operativi sono, insieme alle operazioni finanziarie con le banche, i due principali motori della liquidità disponibile in una impresa. Anche le altre attività dell'impresa contribuiscono alla dinamica delle risorse liquide: aumenti di capitale (che apportano risorse nuove), investimenti (ovvero immobilizzazioni, il contrario della liquidità), partite straordinarie (come una plusvalenza, cioè un incasso imprevisto), ecc. Una specifica rielaborazione di bilancio, di tutte le voci di conto economico e stato patrimoniale, mette in luce proprio come le varie attività e scelte dell'impresa determinano, in ultima analisi, la sua posizione di liquidità⁶.

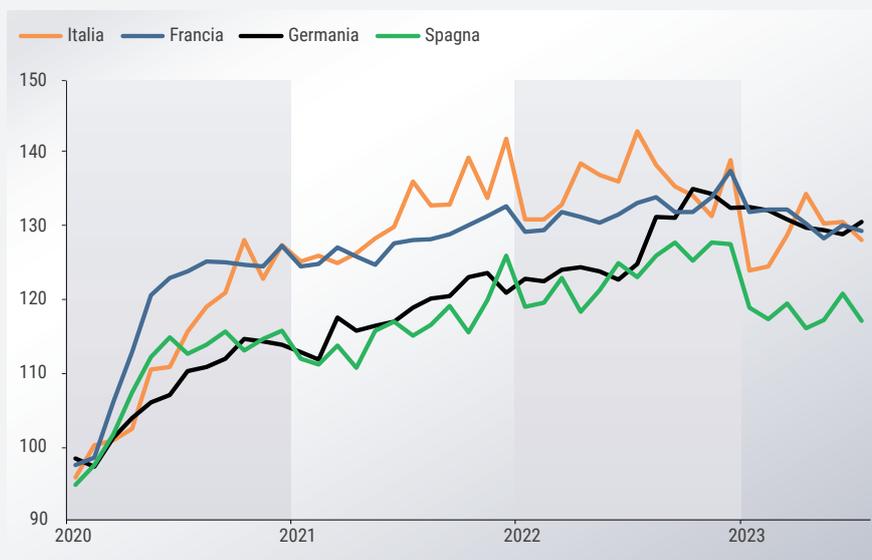
Dalla metà del 2022, in Italia il risultato netto di tutti questi fattori, ma soprattutto i minori margini e il credito in calo, è una forte riduzione delle risorse liquide disponibili per le imprese.

Calo dei depositi in tutta Europa È utile un confronto con l'andamento dei depositi delle imprese negli altri paesi dell'Eurozona (dati armonizzati BCE; Grafico D). Da inizio 2023 i depositi si stanno riducendo in tutti i grandi paesi. Di meno e da meno tempo in Germania, che pure è l'unica economia caduta in recessione quest'anno e dove quindi il fabbisogno dovrebbe essere minore. In Italia, come visto, il calo è iniziato già da metà 2022, negli altri paesi un po' più tardi, circa da inizio 2023.

In tutti i principali paesi europei c'era stato un balzo nel 2020, sebbene con diverse ampiezze (massima in Italia e Francia, +25,7% annuo) e diverse tempistiche (in Francia più concentrato nel 2020, in Spagna e Germania più diffuso anche sul 2021-2022).

Grafico D Depositi delle imprese in calo in tutta Europa

(Indici dicembre 2019 = 100, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BCE.

Il risultato è che in Germania i depositi sono ancora sopra il trend pre-pandemia, quindi in una situazione di eccesso di liquidità. Le condizioni sono simili in Francia, mentre la Spagna è più vicina alla situazione italiana di "quasi scarsità".

⁶ Si veda, per un'analisi della situazione pre-pandemia, Balda F., Emiliani D., Rapacciuolo C., "Cosa raccontano i bilanci delle imprese industriali italiane? Investimenti a livelli pre-crisi e aumento della liquidità", *Nota dal CSC n. 06/19*, del 17 maggio 2019.

DEPOSITI DELLE IMPRESE IN EUROPA SONO IN CALO PER:



LA FRENATA
DELL'ECONOMIA UE



MAGGIORE DIFFICOLTÀ
A OTTENERE PRESTITI BANCARI



TASSI PIÙ ELEVATI
INCENTIVANO A DETENERE
MENO LIQUIDITÀ

Dunque, c'è una storia comune in Europa nell'anomalo andamento dei depositi degli ultimi quattro anni, pur con ampie differenze sull'ampiezza, i tempi e la consistenza attuale.

Un fattore comune per spiegare le dinamiche dei depositi è la frenata dell'economia europea nel 2023, che limita le esigenze operative; mentre nel 2020 il timore per le chiusure aveva condotto in tutti i paesi ad un accumulo prudenziale di depositi.

Comune in tutta l'Eurozona è anche la maggiore difficoltà ad ottenere prestiti bancari, divenuti molto più costosi nel 2022-2023 a seguito del rapido e forte rialzo dei tassi di interesse, con un impatto anche sulla domanda di credito da parte delle imprese. Il credito, tuttavia, non si sta riducendo allo stesso ritmo in tutti i paesi: la flessione tende ad essere maggiore per le imprese italiane. Considerando la somma di prestiti e scoperti di conto corrente in favore delle società non-finanziarie, in Italia sono diminuiti dell'11,4% tra agosto 2022 e 2023, in Germania nello stesso periodo si sono ridotti sei volte meno (-1,8%), in Francia addirittura sono aumentati (+0,9%).

Un altro fattore comune è che i tassi più elevati costituiscono un incentivo a detenere meno liquidità (costo opportunità della moneta) e più attività remunerative, spingendo a realizzare una ricomposizione dell'attivo. Ma questo "fattore tassi" agisce solo al margine, perché si applica solo ad una eventuale liquidità in eccesso detenuta per esempio per fini precauzionali (come era nel 2020), che l'impresa potrebbe decidere di ridurre. Invece, la parte di liquidità che è necessaria per le esigenze operative dell'impresa (la maggior parte, se non tutta al momento) tende ad essere anelastica rispetto ai tassi, perché riducendola si rischierebbe una crisi di *cash flow*.

Prospettive difficili Nei paesi europei dove il credito si riduce di più (cioè, l'Italia), le imprese fanno più fatica a sopperire alle esigenze operative con i depositi esistenti, soprattutto se questi sono poco alimentati dai margini (come avviene in Italia) e anche se il fabbisogno di liquidità si riduce a causa della frenata dell'economia. In altre parole, il vincolo di liquidità rischia di mordere di più in Italia.

Se, una volta utilizzati i depositi in eccesso, il credito fosse ripartito per soddisfare il fabbisogno di liquidità, allora la situazione sarebbe gestibile. L'analisi mostra che i prestiti sarebbero dovuti ripartire a metà del 2023. Ma la stretta di politica monetaria, che ha reso più costoso e scarso il credito, non sembra destinata ad allentarsi in tempi brevi: una svolta potrebbe arrivare nel 2024, non prima. Perciò, in assenza di miglioramenti su credito e/o margini, le determinanti principali nella generazione di depositi, la posizione di liquidità, già difficile, è destinata a deteriorarsi e mettere in difficoltà le imprese italiane. E ciò rischia di frenare ancor di più la crescita dell'economia italiana.

Focus 3 - Ancora incompleta la riforma del Patto di Stabilità e Crescita

Ad aprile 2023, la Commissione ha presentato la proposta legislativa sulla riforma della *governance* economica dell'Unione europea, che dovrà essere discussa e approvata dal Consiglio e dal Parlamento europeo¹. Tenendo presente che la riattivazione dell'attuale Patto di Stabilità e Crescita (PSC) ha implicazioni negative sulla dinamica del PIL nei prossimi anni, perché richiede all'Italia una restrizione significativa di bilancio, la riforma potrebbe avere conseguenze meno negative, visto che lo sforzo di aggiustamento richiesto dovrebbe essere più basso. Con le vecchie regole, infatti, l'Italia, tra il 2025 e il 2028 dovrebbe fare un aggiustamento fiscale di 2 punti di PIL maggiore rispetto a quello previsto dalla proposta di riforma².

La Commissione propone di introdurre un quadro di sorveglianza più trasparente e basato sul rischio, differenziato tra paesi e che tenga conto delle differenze tra i debiti pubblici nazionali. L'obiettivo è che la riforma venga approvata entro aprile 2024, prima dello scioglimento del Parlamento europeo (Grafico A)³.

Grafico A - Percorso di approvazione della revisione della *governance* economica europea



Nota: la negoziazione è ancora in corso perciò le date potrebbero subire delle variazioni.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria.

¹ La proposta include molti degli elementi già delineati nel novembre 2022 dalla Commissione stessa, e recepisce alcune proposte degli orientamenti esposti dal Consiglio europeo lo scorso marzo. Si veda: Commissione europea, "Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di *governance* economica dell'UE", 9 novembre 2022 e Consiglio europeo, "Orientamenti per una riforma del quadro di *governance*", 14 marzo 2023.

² Su 7 anni la differenza è di 2,7 punti di PIL. Stime di Darvas Z., Welslau L., Zettelmeyer J., "A Quantitative Evaluation of The European Commission's Fiscal Governance Proposal", *Working Paper*, Bruegel 2023, 16.

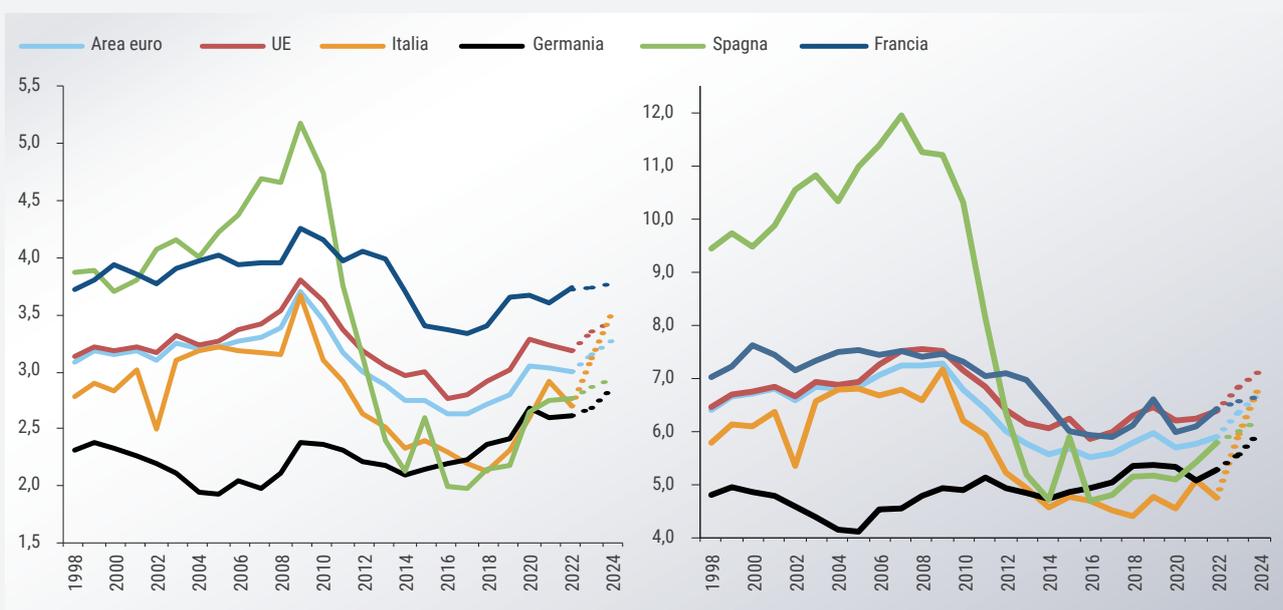
³ Il *draft report* del Parlamento europeo pubblicato il 13 ottobre contiene alcune proposte sostanziali di modifica che andranno discusse durante il trilogo di dicembre. Nel presente lavoro si discuterà principalmente della proposta della Commissione.

Le principali criticità dell'attuale impianto La riforma si è resa necessaria dopo molti anni di dibattito, in cui l'attuale conformazione del PSC ha dimostrato molti limiti, non supportando la crescita, favorendo politiche pro-cicliche e non assicurando un sensibile miglioramento delle finanze pubbliche.

Le regole non sono riuscite nel complesso a ridurre il livello dei debiti pubblici in rapporto al PIL, che mediamente sono cresciuti tra il 1998 e il 2022, anche perché non hanno sufficientemente incentivato a sforzi fiscali in periodi di crescita economica sostenuta. In particolare, non si è ridotto il debito dei paesi più indebitati. Inoltre, le regole non hanno preservato la qualità e il livello di spesa pubblica, perché hanno finito per comprimere la spesa per investimenti durante i periodi di consolidamento fiscale (Grafico B).

Grafico B - Le regole hanno compresso gli investimenti pubblici

(In % del PIL e in % della spesa pubblica)



Nota: i valori per il 2023 e 2024 sono stimati.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione europea.

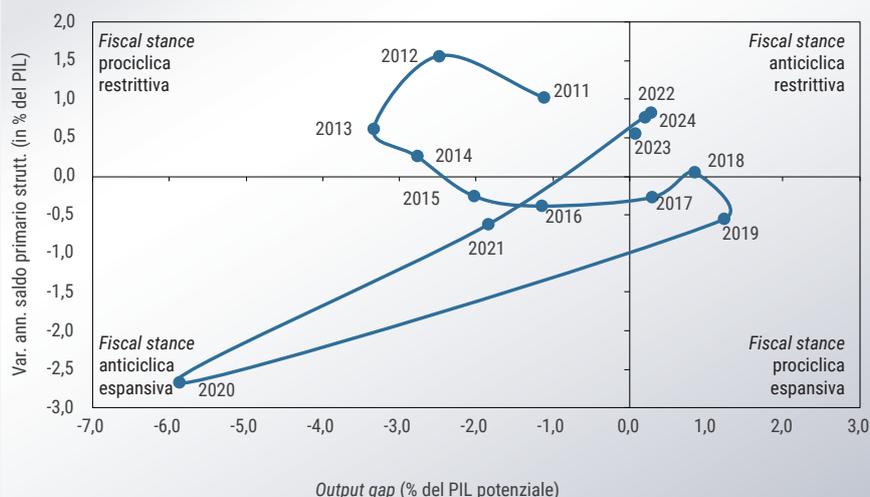
Secondo, hanno favorito politiche fiscali pro-cicliche. Ad esempio, tra il 2011 e il 2014 (anni che comprendono la crisi dei debiti sovrani) la *fiscal stance* dall'Area euro è stata restrittiva nonostante un ciclo economico sfavorevole (Grafico C)⁴.

Parte dell'intonazione errata della *fiscal stance* è dovuta anche al fatto che i principali indicatori sono basati su dati non osservabili e di difficile stima, come l'*output gap*. Quest'ultimo è soggetto a un elevato grado di incertezza⁵.

⁴ Sul tema si vedano alcuni lavori tra cui: Larch M., Orseau E., Van Der Wielen W., "Do EU Fiscal Rules Support or Hinder Counter-Cyclical Fiscal Policy?", *Journal of International Money and Finance*, 2021, 112; Gootjes B., de Haan J., "Procyclicality of Fiscal Policy in European Union Countries", *Journal of International Money and Finance*, 2022, 120; Heinemann F., Moessinger M.D., Yeter M., "Do Fiscal Rules Constrain Fiscal Policy? A Meta-Regression-Analysis", *European Journal of Political Economy*, 2018, 51, pp. 69-92.

⁵ Si vedano i riferimenti EUCAM e Havik K., Mc Morrow K., Orlandi F., Planas C., Raciborski R., Röger W. e Vandermeulen V., "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps", *European Economy Economic Papers*, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG-ECFIN), European Commission, 2014, n. 535.

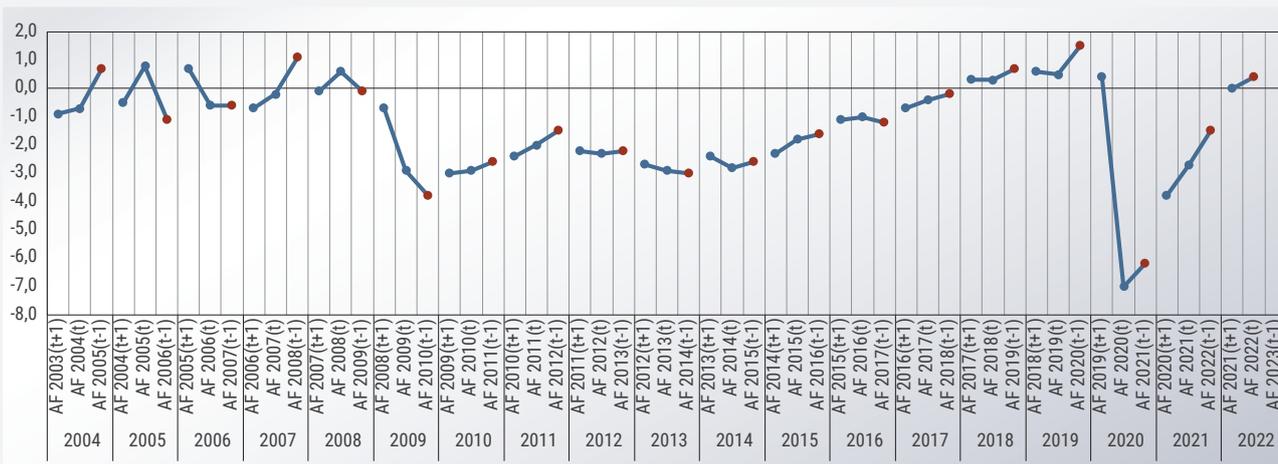
Grafico C
Fiscal stance nell'Area euro
(2011-2024)



Nota: i valori per il 2023 e 2024 sono stimati. L'*output gap* è la differenza tra PIL potenziale e PIL reale. Il saldo strutturale è il saldo di bilancio corretto per l'andamento del ciclo economico.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione europea.

Partendo da ipotesi e approcci simili, il FMI e l'OCSE arrivano a ottenere stime piuttosto discordanti rispetto a quelle della Commissione⁶. Ma anche la sola revisione delle serie storiche di uno stesso istituto è determinata da forte variabilità: nel periodo 2004-2008, la Commissione ha fornito indicazioni di *policy* discordanti in base agli aggiornamenti delle *Autumn Forecasts* (Grafico D), evidenziando quindi i limiti di tale approccio.

Grafico D - Revisione delle stime dell'*output gap* per i paesi dell'Area euro
(in % del PIL potenziale)



Nota: AF: *Autumn Forecast*. Per ogni anno viene rappresentata la previsione delle AF dell'anno precedente, dell'anno in corso e il valore effettivo registrato l'anno successivo per l'anno precedente (pallino rosso).
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati *Autumn Forecast* della Commissione europea.

⁶ In alcuni casi il livello di *output gap* può assumere addirittura valori di segno opposto, come ad esempio nel 2017, in cui la stima CE era di -0,6% e quella del FMI di 0,9%. Si veda il Rapporto annuale 2023 dello European Fiscal Board.

Nel corso del tempo sono aumentati significativamente il grado di flessibilità e i margini di interpretazione da parte della Commissione europea⁷. Sono state introdotte tre clausole di flessibilità: per gli investimenti, per le riforme strutturali o per eventi economici inusuali. La prima in particolare è però stata poco sfruttata, in cinque anni è stata richiesta solo una volta, dall'Italia nel 2016, per 0,21 punti di PIL (Tabella A).

Tabella A - Flessibilità accordata nel PSC

(In % del PIL)

	2015			2016			2017			2018			2019					
	Riforma pensioni	Eventi inusuali	Totale	Investimenti	Riforme strutt.	Riforma pensioni	Eventi inusuali	Totale	Riforme strutt.	Riforma pensioni	Eventi inusuali	Totale	Eventi inusuali	Margine discrez.	Totale	Riforme strutt.	Eventi inusuali	Totale
 Belgio	0,03	0,03				0,13	0,13			0,02	0,02					0,50		0,50
 Italia	0,03	0,03	0,21	0,50		0,12	0,83			0,39	0,39	0,30	0,30			0,18		0,18
 Lettonia	0,80	0,80				0,60	0,60	0,10	0,60									0,70
 Lituania						0,10	0,10	0,40	0,10									0,50
 Ungheria	0,04	0,04				0,08	0,08			0,25	0,25							
 Austria	0,09	0,09				0,38	0,38			0,41	0,41	0,07			0,07			
 Polonia												0,04			0,04			
 Slovenia						0,07	0,07					0,40			0,40			
 Finlandia	0,05	0,05				0,17	0,17	0,50		0,22	0,72							
Totale	0,80	0,24	1,04	0,21	0,50	0,70	0,95	2,36	1,00	0,70	1,29	2,99	0,11	0,70	0,81	0,50	0,18	0,68

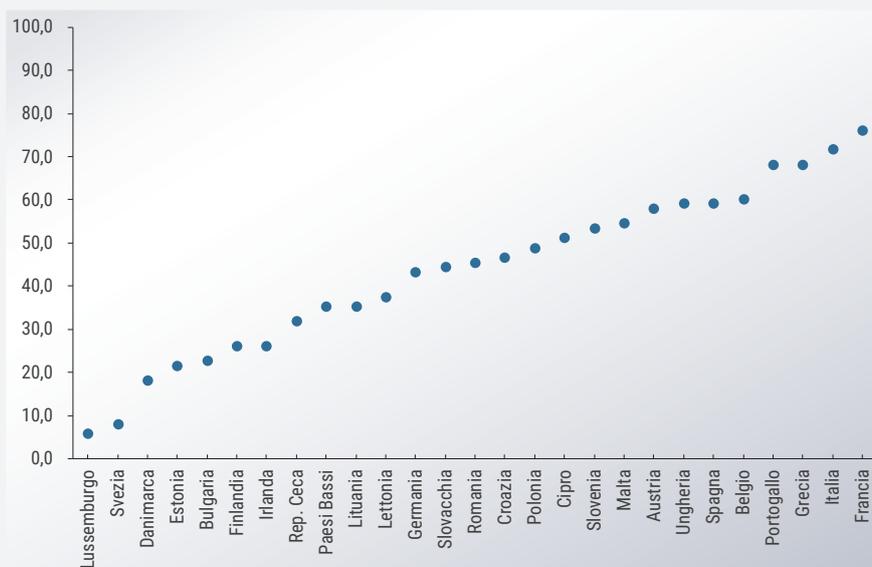
Nota: gli eventi inusuali riguardano i rifugiati, la sicurezza e disastri naturali (es. dissesto idrogeologico); nel 2018, per Italia e Slovenia, la Commissione ha applicato un margine di discrezionalità nel valutare i loro Obiettivi di Medio Termine.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati European Fiscal Board e Documenti Programmatici di Bilancio dei paesi coinvolti.

⁷ Si veda Commissione europea, Comunicazione sulla flessibilità, 2015.

La flessibilità, seppure condivisibile nelle intenzioni, ha ulteriormente aumentato la complessità dell'impianto e ciò ha contribuito a uno scarso rispetto delle regole⁸. Tutti i paesi sono almeno finiti una volta sotto la procedura per disavanzi eccessivi per il mancato rispetto della regola del deficit, mentre non si è mai aperta una procedura per debito eccessivo grazie alla flessibilità concordata con la Commissione europea⁹. Larch *et al.* (2023) hanno evidenziato che in termini puramente numerici le politiche di bilancio sono state in media conformi in poco più della metà dei paesi dal 1998 al 2019 (Grafico E)¹⁰.

Grafico E
Violazione delle 4 regole del PSC dal 1998 al 2019
(% di violazione delle regole)



Note: in figura è riportata la media delle percentuali di violazione di ciascuna delle 4 regole sul totale delle volte in cui sono state applicate; non sono stati considerati gli anni 2020-2022 perché è stata attivata la clausola per gli eventi economici avversi; il rispetto delle regole è puramente numerico e non implica l'apertura di una procedura di infrazione.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati *Compliance Tracker* dello European Fiscal Board.

Quali le novità della riforma? Le principali innovazioni della proposta legislativa di aprile 2023 della Commissione sono:

- la modifica dell'indicatore principale di riferimento degli aggiustamenti di bilancio. Questo non sarà più il deficit strutturale, che ha mostrato in passato notevoli debolezze, a favore di un unico indicatore potenzialmente più semplice e che possa riflettere meglio la politica fiscale discrezionale

⁸ Si veda il *Compliance Tracker* sviluppato da Larch M., Malzubris J., Santacroce S., "Numerical Compliance with EU Fiscal Rules: Facts and Figures from a New Database", *Intereconomics*, 2023, 58 (1), pp. 32-42.

⁹ Il picco nel numero di procedure di infrazione aperte è stato raggiunto nel 2011 quando ben 24 paesi figuravano sottoposti a una procedura di infrazione ex art. 126(7), innescata principalmente dalla crisi del 2008-2010. Più di recente, con la pandemia del 2020-2021, 26 paesi europei sono stati sottoposti al rapporto ex. art 126(3) per il monitoraggio di eventuali debiti o deficit eccessivi. La Romania, 27esimo paese, era già sotto una PDE da inizio 2020.

¹⁰ Si conferma una tendenza emersa già in altri studi: Reuter W.H., "When and Why Do Countries Break their National Fiscal Rules?", *European Journal of Political Economy*, 2019, 57, pp. 125-141; Eyraud L., Gaspar V., Poghosyan T., "Fiscal Politics in the Euro Area", in Gaspar V., Gupta S., Mulas-Granados C. (eds.), *Fiscal Politics*, 2017, pp. 439-476, International Monetary Fund; Gaspar V., Amaglobeli D., "Fiscal Rules", *SUERF Policy Note*, 2019, 60.

I PARAMETRI DEL TRATTATO DI MAASTRICHT



Deficit/PIL
< 3%

Debito/PIL
< 60%

- del Paese. Si tratta della spesa primaria netta, ovvero la spesa pubblica nominale al netto della spesa per interessi, della spesa ciclica per la disoccupazione, delle misure discrezionali sulle entrate e della spesa relativa ai programmi dell'Unione. Quest'ultima non dovrà crescere più del PIL potenziale di medio periodo¹¹;
- gli stati membri presenteranno dei *National medium-term fiscal structural plan*, concordati tra paesi e istituzioni UE, che dovranno integrare obiettivi di bilancio, riforme e investimenti, inclusi quelli per affrontare gli squilibri macroeconomici, laddove necessari;
 - gli obiettivi di finanza pubblica saranno valutati non più annualmente, ma su un orizzonte di quattro anni, che potrà essere esteso a sette, nel caso vi sia un impegno del paese a implementare riforme strutturali o piani di investimento;
 - abbandono della regola per il percorso del rientro del debito pubblico (1/20 all'anno della differenza fra il rapporto debito-PIL del paese e la soglia del 60%);
 - la traiettoria tecnica di rientro del debito sarà invece modellata sulla base dei risultati della *Debt Sustainability Analysis* (DSA): i paesi con un debito/PIL superiore al 60% dovranno mostrare nei piani pluriennali un sentiero credibile di rientro¹²;
 - sebbene si allenti la sorveglianza annuale, rimane la necessità di evitare il cosiddetto *backloading* ovvero il mettere obiettivi di bilancio più stringenti negli ultimi anni del piano, a favore di obiettivi più raggiungibili nei primi anni. Infatti, l'aggiustamento annuale previsto nel piano non dovrà essere inferiore alla media durante tutto il periodo di pianificazione.

Quali le criticità e le implicazioni per l'Italia? La proposta legislativa della Commissione rappresenta un'innovazione significativa rispetto al passato poiché semplifica le regole e ciò dovrebbe condurre anche a una migliore *compliance*. Tuttavia, vi sono ancora alcuni punti che è necessario chiarire e che sarebbe opportuno modificare nei prossimi passi dell'iter legislativo.

1) Nonostante uno dei principi cardine della proposta sia quello di aumentare la *ownership* dei paesi membri riguardo i piani di aggiustamento fiscale, nella proposta legislativa, è la Commissione che individua e propone allo stato membro la traiettoria tecnica che dovrà seguire, sulla base della sostenibilità del suo debito. Il paese membro presenta quindi il suo piano di rientro che viene approvato dalla Commissione e poi dal Consiglio. In caso il Consiglio non approvi il piano, il paese può presentarne uno rivisto, ma se anche questo non rispetta i requisiti si seguirà la traiettoria tecnica definita dalla Commissione. Come evidenziato da alcuni commentatori e come recepito nel *draft report* del Parlamento europeo, sarebbe preferibile che la traiettoria tecnica e il piano siano proposti direttamente dallo stato membro¹³. Se è la Commissione a proporre la traiettoria difficilmente i paesi membri riusciranno a percepire come proprio il piano di aggiustamento.

¹¹ Nel *draft report* il Parlamento europeo propone di cancellare quest'ultima regola.

¹² In ogni caso il rapporto debito/PIL alla fine del piano dovrà essere inferiore rispetto all'inizio. La credibilità del sentiero di rientro verrà basata su una stima stocastica che determinerà che ci sia una probabilità sufficientemente bassa di deviazione dal sentiero, intorno al 30%.

¹³ Si vedano Bordignon e Pisauro, "Nuove regole fiscali europee: è pur sempre una riforma", *lavoce.info*, 2023, e Bini Smaghi, "Il rischio di un Patto ancora più rigido", *lavoce.info*, 2023, e Wyplosz, "Reform of the Stability and Growth Pact: The Commission's Proposal Could Be a Missed Opportunity", *VoxEU*, 2022.

2) Un secondo obiettivo della riforma era quello di diminuire la complessità delle regole fiscali e aumentarne la trasparenza. Sebbene la riduzione a un unico indicatore, la spesa primaria netta, sia una modifica rilevante, la semplificazione avviene solo in parte. Infatti, per i paesi con deficit superiore al 3% del PIL, si rimanda a un *benchmark* di aggiustamento minimo dello 0,5% annuale strutturale. Tale clausola, in particolare nel periodo attuale dove molti paesi (14) hanno deficit/PIL superiori al 3%, riporterebbe di nuovo alla centralità del saldo strutturale come principale indicatore di bilancio, affievolendo la spinta riformista della proposta¹⁴ e riproponendo tutti i problemi connessi all'utilizzo del saldo strutturale come "guida" della politica di bilancio. Per semplificare e rendere la riforma maggiormente coerente con i suoi obiettivi, la clausola di salvaguardia del deficit potrebbe essere eliminata o quantomeno resa più chiara. Ad esempio, si potrebbe chiedere che l'aggiustamento minimo dello 0,5% del PIL avvenga soltanto se il deficit/PIL è al di sopra del 3% e allo stesso tempo il paese non stia rispettando la traiettoria tecnica definita con la Commissione¹⁵.

3) La *Debt Sustainability Analysis* (DSA) utilizzata per definire la traiettoria tecnica è un processo indubbiamente complesso, che si basa su un grande numero di assunzioni e il cui risultato cambia notevolmente se si modificano le ipotesi del modello. Sebbene la DSA sia utilizzata ormai da anni dalla Commissione e da altri organismi internazionali come l'FMI, adesso diventa centrale. Occorrerà quindi capire come potrebbero reagire i mercati in caso di modifica del livello di sostenibilità del debito di un paese membro, per evitare una spirale di aspettative che potrebbe portare a un repentino aumento dei tassi di interesse sui titoli di Stato di quel paese¹⁶.

4) Non è poi molto comprensibile la necessità fin da subito di presentare un piano di rientro per tutti i paesi che abbiano un debito superiore al 60% del PIL. Questo potrebbe portare dal 2025 ad avere almeno 13 paesi in fase di aggiustamento e quindi a una *fiscal stance* dell'Unione sostanzialmente restrittiva, in un periodo di debole crescita, quindi con il rischio di perpetuare politiche pro-cicliche¹⁷ deleterie per la crescita dell'Area. Altro punto in contrasto con l'obiettivo della riforma.

5) Sebbene la presentazione di un piano di investimenti concordato con la Commissione permetta di avere un periodo di aggiustamento più lungo, nei prossimi anni molti paesi dovranno effettuare una politica di bilancio più restrittiva. Data la maggiore difficoltà a tagliare la spesa corrente, è molto probabile che, come accaduto in passato, si vadano a comprimere gli investimenti.

6) Sul punto precedente si insinua una delle grandi debolezze della riforma, la mancanza di una capacità fiscale sovranazionale che permetta di finanziare anche la realizzazione dei beni pubblici europei¹⁸. Visto anche le ingenti richieste di investimento necessarie per raggiungere gli obiettivi della transi-

¹⁴ Si veda Darvas, "Fiscal Rule Legislative Proposal: What Has Changed, What Has Not, What Is Unclear?", Bruegel, 2023.

¹⁵ Inoltre, l'aggiustamento dello 0,5% andrebbe convertito in tasso di crescita della spesa netta. Su questa proposta si veda: Darvas *et al.* (2023), *ibidem*.

¹⁶ Si veda Bini Smaghi (2023), *ibidem*.

¹⁷ Si vedano Bordignon e Pisauo (2023), *ibidem* e Micossi (2023), "On the Commission's Orientations for a Revised Economic Governance in the EU", *VoxEU*.

¹⁸ Si veda ad esempio Buti e Messori, "A central Fiscal Capacity to Tackle Stagflation", *VoxEU*, 2022. Il PNRR è sicuramente stato un passo significativo in questa direzione. Tuttavia, si tratta di uno strumento temporaneo e votato solo in parte al finanziamento dei beni pubblici europei.

zione verde, fissati a livello europeo, sarebbe stato preferibile non lasciare il loro finanziamento principalmente in capo agli stati membri.

Appare centrale al riguardo la necessità di istituire uno strumento fiscale centralizzato a livello europeo che permetta di stabilizzare il ciclo economico in momenti di flessione dell'economia e sostenere gli investimenti essenziali alla crescita dell'Europa. L'istituzione di uno strumento di questo tipo avrebbe due importanti implicazioni: i governi dei singoli paesi membri dovrebbero fare un ricorso limitato alla leva di bilancio (interventi discrezionali) per stabilizzare il ciclo economico, potendo beneficiare di strumenti aggiuntivi sovranazionali; in fasi recessive, come quella attuale, verrebbe limitata la caduta prolungata delle entrate fiscali e l'aumento protratto delle uscite per la protezione sociale (stabilizzatori automatici) se il meccanismo europeo fosse in grado di integrare le risorse nazionali. Il risultato sarebbe una progressiva riduzione dei debiti pubblici nazionali e una crescita più elevata dell'Eurozona.

Nelle more di uno strumento di questo tipo, si dovrebbe quantomeno prevedere un meccanismo che integri le politiche di bilancio nazionali in modo da assicurare che annualmente la *fiscal stance* europea (basata su una politica di bilancio europea, somma delle politiche di bilancio nazionali) sia adeguata al contesto economico. In altre parole, quando l'economia europea andrà in recessione sarà importante avere una *fiscal stance* espansiva. Per averla, alcuni paesi, quelli ad alto debito, dovranno comunque rimanere sul sentiero di consolidamento programmato, mentre altri paesi, quelli che hanno spazi di bilancio, dovrebbero adottare politiche di bilancio espansive. Questo è possibile solo assicurando un approccio simmetrico alle regole di bilancio in grado di vincolare non solo i paesi che hanno debiti elevati a rientrare ma anche i paesi che hanno spazi fiscali a fare politiche espansive, se necessario.

Senza meccanismi di questo tipo, si rischia che, come negli anni della crisi dei debiti sovrani, l'Eurozona adotti politiche restrittive in una fase ciclica negativa, portando tutta l'Area in recessione.

La riforma è sicuramente un passo avanti nella giusta direzione ed è vitale che l'Europa non faccia passi indietro, tornando alle vecchie regole, in un periodo così delicato come l'uscita dalla doppia crisi, che potrebbero avere conseguenze negative sulla competitività dell'Unione su scala globale¹⁹. Con alcuni accorgimenti e modifiche qui delineate, le prossime fasi del processo legislativo potrebbero portare a una riforma più organica e che possa effettivamente migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche e al contempo stimolare la crescita e supportare la transizione energetica.

¹⁹ Si veda Draghi M., "On The Path To Fiscal Union In The Euro Zone", *The Economist*, 6 settembre 2023.

Focus 4 - La recessione tedesca e i possibili riflessi sull'economia italiana

PIL GERMANIA



-0,5%

NEGLI ULTIMI 3 TRIMESTRI

L'economia tedesca ha iniziato il 2023 con un calo del PIL di -0,1%, dopo il -0,4% a fine 2022, e nel 2° trimestre è rimasta stagnante: sta dunque subendo la seconda recessione in tre anni (dopo quella nel 2020) e il PIL supera il livello pre-pandemia solo di 0,2%. Non solo nel 2022 è cresciuta meno dei partner europei (+1,9%, contro il +3,5% dell'Area-euro, +3,7% dell'Italia), ma per i principali previsori, tra cui quelli istituzionali, è l'unico paese UE per cui è prevista una contrazione quest'anno. Le previsioni più recenti stimano un calo tra -0,3% e -0,4% nel 2023 (rispettivamente FMI di ottobre e Commissione europea di settembre 2023).

Questa dinamica deludente della Germania pone o meno dei rischi per l'Italia, nel 2023 o nel 2024, vista la storica e stretta interconnessione delle due economie? In questo Focus, si cerca di far luce sulla crisi tedesca e sugli effettivi legami attuali con l'economia italiana. Le evidenze raccolte indicano che la recessione tedesca in corso potrebbe avere effetti più moderati sull'Italia, rispetto ad episodi del passato.

PIL GERMANIA



28%

DEL PIL EUROZONA

Il miracolo tedesco dei primi 20 anni del secolo La fiacca performance tedesca ha sorpreso gran parte degli analisti perché nel decennio pre-pandemia, 2010-19, la Germania ha trainato l'economia dell'Eurozona con la sua crescita e la sua stazza (il 28% del PIL dell'area è tedesco). Aveva superato le due crisi, quella finanziaria del 2008-2009 e quella dei debiti sovrani del 2012-2013, con più vigore e velocità rispetto agli altri partner europei. Il PIL tedesco, che recuperò i livelli pre-crisi finanziaria già nel 1° trimestre 2011, è cresciuto del 16,9% dal 2010 al 2019, distinguendosi in maniera netta dalla performance degli altri partner europei: +1,0% l'Italia, +10,6% la Spagna e +13,1% la Francia.

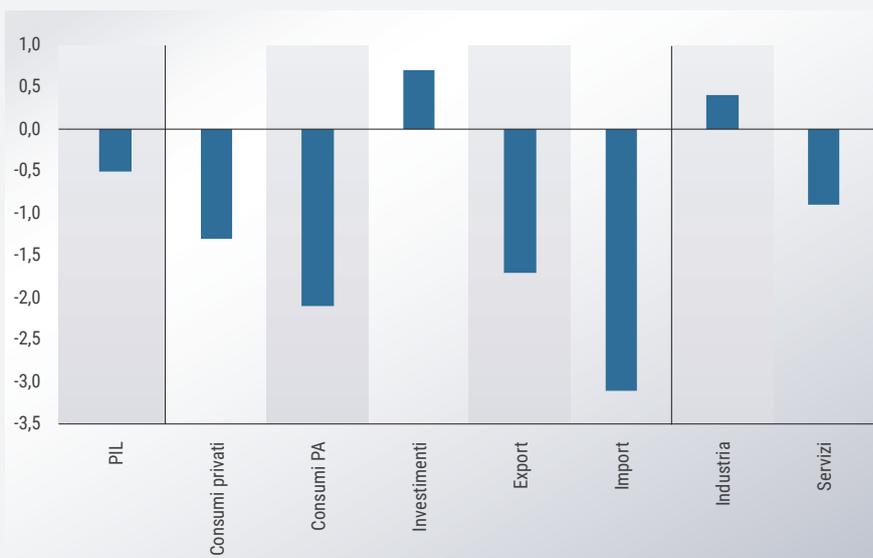
Tra i molteplici fattori che spiegano il dinamismo tedesco nel periodo pre-pandemia, i più importanti sono: l'accresciuta rilevanza dell'export e le riforme sul mercato del lavoro, tanto da guadagnarsi l'appellativo *The German Job Wunder*, il miracolo dell'occupazione tedesco. Il peso dell'export sul PIL è salito rapidamente in Germania, dal 30,8% nel 2000, al 42,6% nel 2010 e al 47,1% nel 2019. Nello stesso periodo, in Italia è passato da 25,6%, a 25,1% e a 31,6%; in Spagna da 28,6%, a 26,0% e a 34,9%; in Francia da 28,6%, a 26,8% e a 31,6%. Le riforme sul mercato del lavoro, iniziate nel 2003-2005 e volte a rendere il sistema produttivo più efficiente, insieme al lungo periodo di moderazione salariale, hanno svolto un ruolo fondamentale nel trainare l'economia tedesca, accrescendo fortemente la competitività del suo settore manifatturiero rispetto ai paesi concorrenti.

Adesso è differente A partire dal 2020 la Germania appare priva di quella spinta economica che aveva contraddistinto il decennio precedente: ha ripreso i livelli pre-pandemia soltanto a inizio 2022 e a fine 2022 l'economia si è inceppata di nuovo.

Dal lato della domanda (Grafico A), la recessione di fine 2022-inizio 2023 (-0,5% negli ultimi 3 trimestri) ha preso la forma di un forte calo dei consumi, sia delle famiglie (-1,3%), sia della PA (-2,1%). Gli investimenti invece, hanno retto seppur a fatica (+0,7%); mentre è calato l'export (-1,7%), ma meno dell'import (-3,1%), per cui gli scambi esteri hanno contribuito positivamente alla crescita. Dal lato della offerta, l'industria tedesca di recente sta andando sostanzialmente meglio di quella italiana (+0,4% in termini di valore aggiunto negli ultimi 3 trimestri, rispetto a -1,7%), ma aveva subito una forte caduta in precedenza. Sono i servizi, invece, che stanno perdendo terreno da fine 2022 (-0,9%).

Grafico A La composizione della recessione in Germania

(Var. % negli ultimi 3 trimestri:
3° trim. 2022 - 2° trim. 2023)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

La recessione in corso potrebbe quindi avere impatti più contenuti sull'economia italiana, perché è legata per lo più a consumi e servizi e non riguarda il settore industriale.

I fattori che possono spiegare la debolezza dell'economia tedesca sono di natura sia congiunturale, che strutturale.

FATTORI CONGIUNTURALI CHE PESANO SULL'ECONOMIA TEDESCA:



- 1) SHOCK ENERGETICO
- 2) RALLENTAMENTO CINA

Fattori congiunturali Tra le circostanze di tipo congiunturale che hanno impattato negativamente sulla crescita della Germania nell'ultimo biennio vi è sicuramente lo shock energetico, legato all'invasione russa dell'Ucraina.

L'elevata dipendenza della Germania dal gas importato dalla Russia l'ha resa più vulnerabile: nel 2021 le importazioni di gas naturale russo ammontavano a una quota maggioritaria del totale consumato in Germania (circa 57% di 96 miliardi di metri cubi), molto più che in Italia (circa il 38% di 76 miliardi di metri cubi).

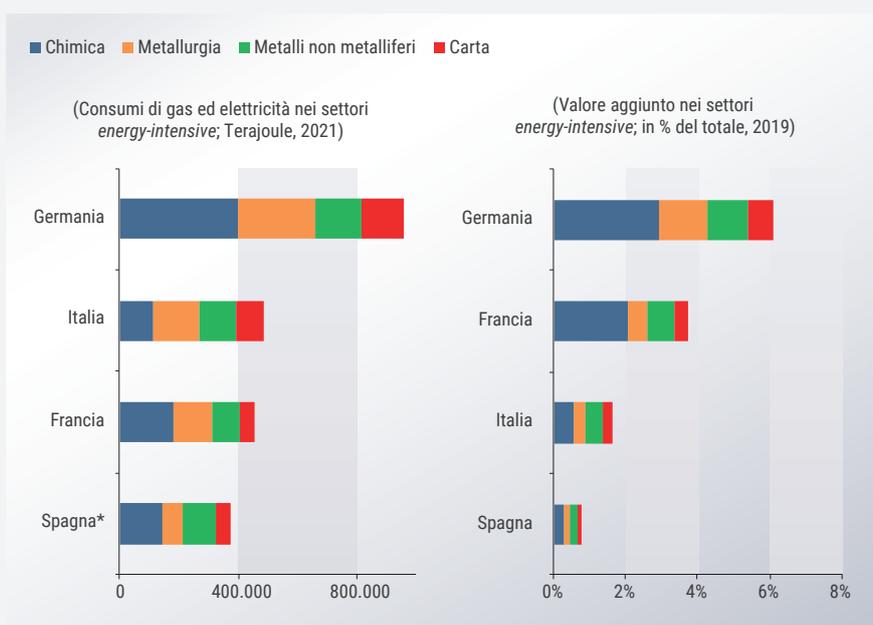
L'aumento dei prezzi dell'energia sta ancora mettendo a dura prova la produzione nei settori più *energy-intensive*, in calo del 19,6% ad agosto 2023 da inizio 2022. Nonostante l'economia tedesca abbia l'indice di intensità energetica più basso tra i principali paesi UE (10,1 energia/valore aggiunto nei 4 settori più energetici, contro 14,3 in Italia), il consumo energetico (di gas ed elettricità) in questi settori è comunque più elevato in Germania (circa 958mila Terajoule nel 2021), rispetto a Italia (487mila TJ), Francia (455mila TJ) e Spagna (371mila TJ). Questo significa maggior impatto dei rincari. Inoltre, il maggior peso di tali settori in termini di valore aggiunto rispetto al totale economia (6,1%, Grafico B) spiega l'impatto più forte dei rincari dell'energia sulla dinamica complessiva dell'economia tedesca.

Anche il rallentamento della Cina nel biennio 2021-2022, per effetto delle politiche "zero-Covid", ha avuto un impatto significativo sulla Germania, che è più esposta rispetto agli altri partner europei alle esportazioni verso la Cina, soprattutto di beni (6,3% la Germania, rispetto a 2,6% per l'Italia, nel 2022).

Fattori strutturali Altri fattori più strutturali pongono seri dubbi riguardo le prospettive economiche di medio-lungo periodo dell'economia tedesca¹.

¹ Un fattore di rischio per gli andamenti economici nel prossimo futuro (presente però anche in Italia e in altri paesi UE) è costituito dalla dinamica demografica sfavorevole in Germania,

Grafico B Consumi energetici e valore aggiunto nei settori *energy-intensive*



* Per la Spagna i consumi di gas ed elettricità derivano dai bilanci energetici per mancanza di dati.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

FATTORI STRUTTURALI CHE PESANO SULL'ECONOMIA TEDESCA



1) MUTATO CONTESTO
GEOPOLITICO

2) SCARSA DIVERSIFICAZIONE
INDUSTRIA

Primo, il mutato contesto geopolitico, sul quale si veda l'analisi contenuta nel recente Rapporto del CSC sulle catene di fornitura². L'economia tedesca è maggiormente connessa ai paesi dell'Europa dell'Est, particolarmente colpiti dal conflitto in Ucraina. Inoltre, la Germania ha una maggiore interdipendenza con la Cina, il cui modello di crescita è in via di normalizzazione, coerentemente con l'aumento della sua stazza, verso un paradigma da grande economia, incentrato su consumi interni e servizi in grado di soddisfarli. Non a caso, l'apertura commerciale cinese si è ridotta moltissimo, soprattutto dal lato delle importazioni, avvicinandosi ai livelli di quella degli Stati Uniti.

Secondo, la scarsa diversificazione dell'industria tedesca, molto concentrata sul settore *automotive* (20,6% del valore aggiunto manifatturiero nel 2019, contro il 9,0% in Spagna, 6,1% in Italia e il 5,6% in Francia). Questa elevata dipendenza era emersa nel 2018, in relazione al cosiddetto *Dieseltgate*. Nello scandalo, la Germania risultava tra i paesi con i valori delle emissioni più alti, e la produzione nel settore *automotive* crollò del -5,0% nel 2019 (Grafico C), trascinando giù la produzione industriale complessiva, che in quell'anno subì un calo di -3,0% (a fronte di un più moderato -1,5% in Italia).

PIL: Germania e Italia meno sincronizzate La correlazione tra la crescita italiana e quella tedesca nel quinquennio pre-crisi finanziaria (quella del 2008) era molto significativa (0,60). Più elevata rispetto a quella con gli altri partner europei (poco più di 0,20 tra Italia e Spagna o Francia).

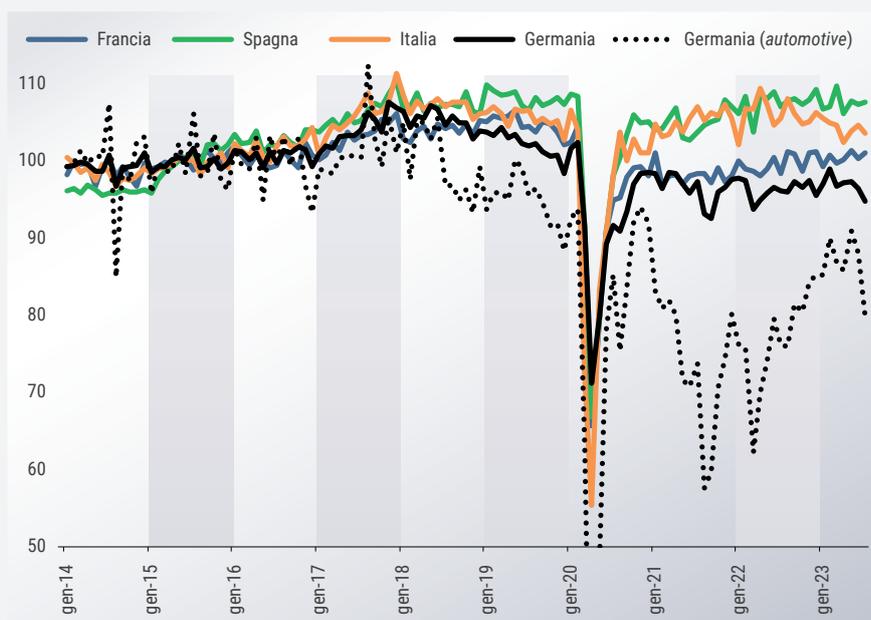
Ma nel periodo 2014-2019, dopo la crisi dei debiti sovrani, la sincronizzazione tra Italia e Germania è diminuita molto (0,25), mentre si è rafforzata quella italiana con Spagna (0,50) e Francia (0,66).

con un'età media della forza lavoro tra le più alte tra i paesi avanzati e proiezioni non incoraggianti per i prossimi anni.

² Centro Studi Confindustria, "Catene di fornitura, tra nuova globalizzazione e autonomia strategica", *Ricerche del CSC*, settembre 2023.

Grafico C Calo pre-pandemia della produzione tedesca e crisi dell'automotive

(Produzione industriale,
indice 2015 = 100, dati mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Di recente, dopo il 2020, la correlazione Italia-Germania è un po' aumentata ma rimane bassa (0,40)³. Oggi il PIL dell'Italia tende a muoversi maggiormente insieme a quello di Francia e Spagna (0,80).

Produzioni industriali meno correlate Può essere utile guardare la sincronizzazione in Europa dell'attività produttiva industriale, in virtù dell'interconnessione commerciale tra i vari paesi partner (Grafico D). Questo risulta particolarmente vero tra Germania e Italia, rappresentando la prima un mercato cruciale per le esportazioni italiane. Lo stretto legame riflette anche il peso manifatturiero che contraddistingue entrambe le economie: 22,2% la quota di valore aggiunto del settore in Germania e 16,7% in Italia, contro l'11,9% in Spagna e il 10,9% in Francia (dati 2021).

La correlazione tra gli indici di produzione manifatturiera italiana e gli omologhi degli altri partner europei, era piuttosto simile nei primi anni Duemila, compresa tra 0,25 e 0,40, sebbene leggermente inferiore quella con la Germania. Un legame più intenso Italia-Germania era evidente per la categoria dei beni intermedi (0,48).

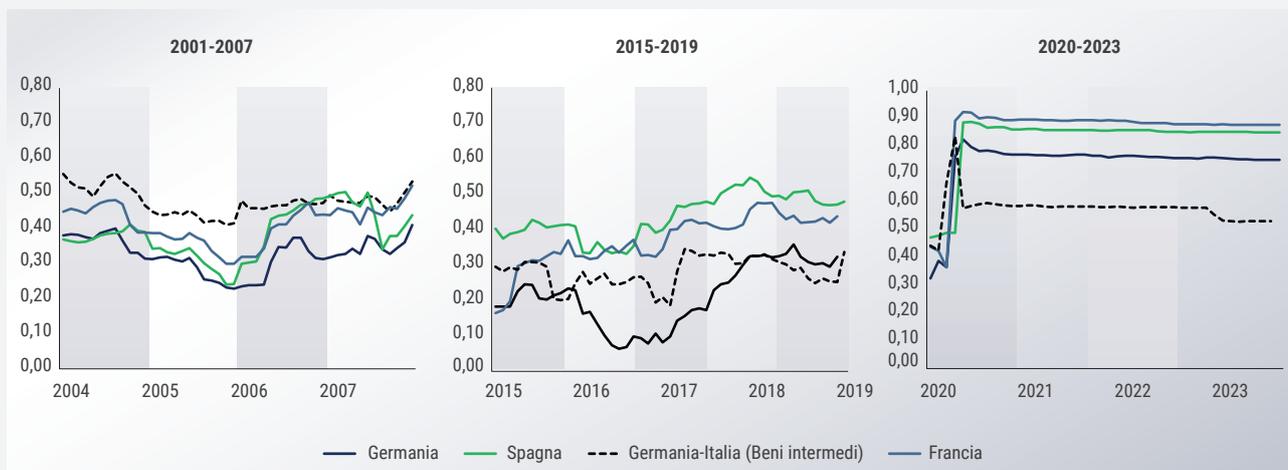
Superata la doppia recessione, la sincronizzazione con la Spagna e la Francia è diventata più forte (0,47 e 0,43) rispetto al legame con la Germania (0,30). Anche i beni intermedi, come principali input di esportazione verso la Germania, sembrano avere registrato una minore interconnessione.

A partire dalla pandemia, poiché questa è stata una crisi comune, la correlazione tra le produzioni industriali è aumentata molto, di più con Spagna e Francia, poco meno con la Germania.

³ Una delle cause di una minore correlazione Italia-Germania, soprattutto in prospettiva, può risiedere nei cambiamenti in atto nel settore *automotive*. L'industria italiana è storicamente la prima fornitrice di componenti per l'automobile tedesca, ma con la transizione in corso verso l'auto elettrica la Germania potrebbe avere man mano meno bisogno dei tradizionali input intermedi italiani. I dati UNRAE mostrano che in Germania sono salite al 18,6% le immatricolazioni di auto elettriche nel periodo gennaio-agosto 2023: dal lato della domanda, quindi, quasi un quinto del mercato, mentre fino a pochi anni fa questa quota era quasi nulla.

Grafico D - Sincronizzazione tra produzione manifatturiera italiana e quella dei paesi europei

(Correlazioni, produzione industriale, valori assoluti, dati mensili)

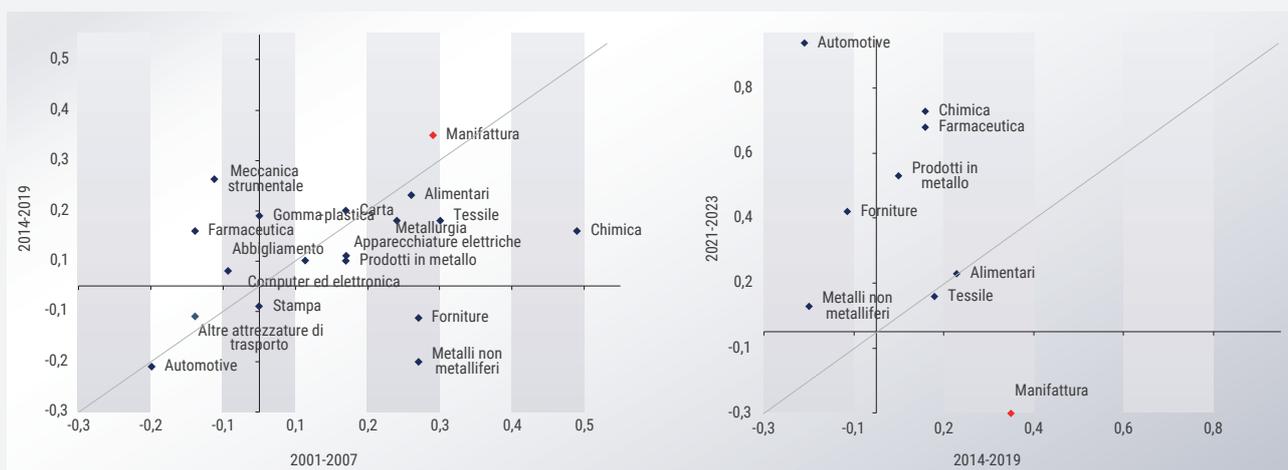


Nota: correlazione rolling (5 anni) su tassi di crescita mensili.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Molta eterogeneità settoriale A livello settoriale, il Grafico E mostra come è cambiata la correlazione tra i tassi di crescita mensili degli indicatori di produzione industriale per quei settori che in Italia sono maggiormente esposti in termini di esportazioni verso la Germania. Si osserva come la correlazione tra attività manifatturiera italiana e tedesca sia leggermente aumentata, da 0,24 nel pre-crisi finanziaria a un 0,30 nel pre-pandemia. Ma se consideriamo l'ultimo biennio (2021-2023), è diventata addirittura negativa (-0,24).

Grafico E - Eterogeneità settoriale nella manifattura

(Correlazioni, produzione industriale, valori assoluti, dati mensili)



Nota: correlazioni dei tassi di crescita mensili degli indici di produzione industriale (Germania e Italia). 2021-2023 si riferisce al periodo che va da gennaio 2021 a luglio 2023.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

In alcuni settori, come ad esempio per gli alimentari, la metallurgia, la carta, si rileva un sostanziale mantenimento della correlazione nel periodo 2014-2019 rispetto al 2001-2007. Per altri, invece, si rileva una diminuzione del

**GERMANIA PRIMA
DESTINAZIONE
DELL'EXPORT
MANIFATTURIERO
ITALIANO**



**73 mld di euro
12,5% del totale**

legame, come ad esempio per la chimica, i metalli non metalliferi e il settore dei mobili-arredo, in cui le correlazioni diventano negative. Al contrario, aumenta la correlazione nel settore della meccanica strumentale, il cui peso in termini di valore aggiunto in Italia (14,9% nel 2019) ha ormai raggiunto quello tedesco (15,1%), e nel settore farmaceutico. Considerando il periodo che va da inizio 2021 fino a luglio 2023, nonostante il valore negativo della correlazione in aggregato, in alcuni settori si registra un forte aumento, in particolare quello dell'*automotive* (0,89), la chimica (0,68), la farmaceutica (0,63) e i prodotti in metallo (0,48).

Questo mutamento delle correlazioni tra settori, spesso in riduzione, specialmente tra i due periodi "pre-crisi", riflette il cambiamento della struttura produttiva avvenuto in entrambi i paesi e in generale in tutta l'Area euro. Ciò sembra coerente con l'aumento della specializzazione produttiva nell'industria in settori chiave che sono diversi tra i vari paesi; specializzazione misurata dalla maggiore dispersione nelle quote di valore aggiunto nel 2019, rispetto ai primi anni Duemila⁴. La divergenza nella tipologia di attività manifatturiere, che tradizionalmente svolge un ruolo importante nella dinamica dei cicli economici, è stata particolarmente accentuata⁵.

In calo anche le correlazioni "produzione-export" Per tenere in considerazione in modo più esplicito le connessioni commerciali che legano il settore manifatturiero italiano a quello tedesco, anche rispetto agli altri principali partner europei (Francia e Spagna), è utile concentrare l'attenzione sulla dinamica delle esportazioni manifatturiere italiane (che costituiscono il 95% delle vendite italiane di beni all'estero).

La Germania, infatti, rappresenta la principale destinazione dell'export manifatturiero dell'Italia, per un valore di oltre 73 miliardi di euro nel 2022, pari al 12,5% del totale.

Più di metà (58%) delle vendite in Germania è costituito da prodotti intermedi, utilizzati dalle imprese tedesche. L'importanza della Germania, quindi, è elevata per quanto riguarda l'export italiano lungo le catene produttive internazionali (14,7% del totale per i prodotti intermedi).

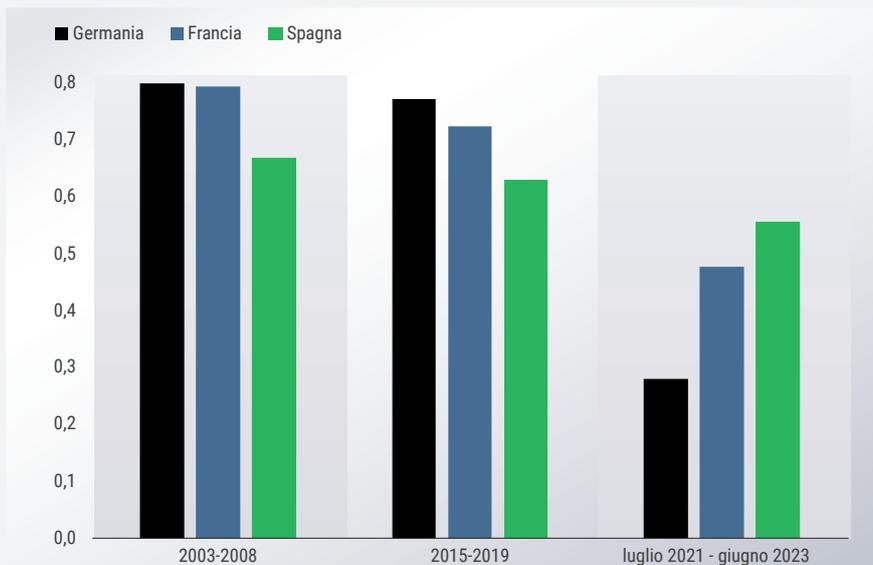
La centralità dell'industria tedesca all'interno delle filiere manifatturiere europee e mondiali è confermata da una forte correlazione tra la dinamica dell'export italiano (non solo verso la Germania) e quella della produzione tedesca sia nel quinquennio pre-crisi del 2008, sia in quello precedente alla pandemia (intorno a 0,8). È forte, in questi periodi, ma minore anche la sincronizzazione dell'export italiano con l'attività manifatturiera francese e con quella spagnola (Grafico F).

⁴ Calcolando la deviazione standard delle quote di valore aggiunto settoriale, si osserva un aumento dell'indicatore per entrambe le economie (in Italia passa da 3,3 nel 2000 a 4,0 nel 2019, in Germania da 4,6 a 5,1). Anche prendendo le differenze settoriali delle quote percentuali di valore aggiunto dei due paesi, nel 2000 e nel 2019, si osserva un aumento della distanza settoriale tra Italia e Germania in termini di composizione produttiva (4,4 nel 2019), maggiore rispetto al confronto con la Spagna (3,2) e in linea con la Francia (4,3).

⁵ La maggiore specializzazione industriale si riscontra anche prendendo in esame la dispersione negli indici di specializzazione di Krugman, calcolati come peso di un settore nella struttura produttiva di un determinato paese rispetto al peso di quel settore nella produzione totale dell'UE, in salita da 0,10 nel 2000 a 0,14 nel 2019 (OECD, 2022). Per maggiori dettagli riguardo il *Krugman Specialisation Index* si guardi Gori F., "Fostering Cyclical Convergence in the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers* n. 1697, 2021, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/30cecd5a-en>.

Grafico F Export italiano meno correlato con il manifatturiero tedesco

(Manifatturiero, correlazione
tra export italiano e produzione
nei principali partner Eurozona)

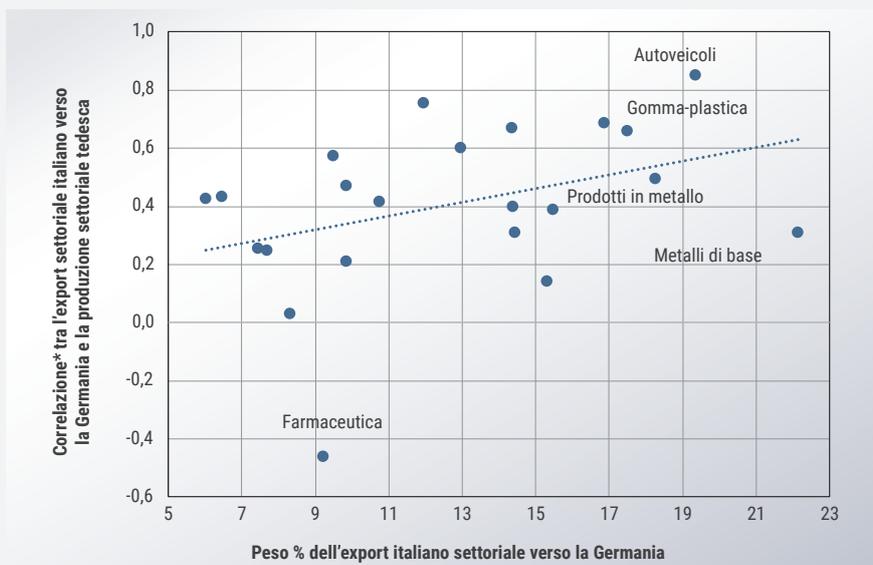


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Il quadro cambia drasticamente nell'ultimo biennio, da luglio 2021 a giugno 2023, cioè dopo l'impatto più forte dello shock pandemico sull'attività commerciale e produttiva (caduta e rimbalzo) e la crisi energetica: la correlazione delle vendite italiane all'estero con la produzione tedesca diminuisce fortemente (a 0,28), molto più di quanto accade rispetto al manifatturiero spagnolo e francese. Ciò conferma la relativa asincronia recente dell'attività produttiva tedesca con quella italiana.

Export e produzione a livello settoriale La minore correlazione tra export italiano e attività tedesca è il risultato di dinamiche settoriali significativamente diverse. Come è logico attendersi, la sincronizzazione è maggiore per i settori manifatturieri italiani più connessi al mercato tedesco: quelli che destinano in Germania una quota maggiore del proprio export sono mediamente più esposti alla performance dello stesso comparto in Germania.

Grafico G Autoveicoli molto connessi alla Germania



* Correlazione negli ultimi 2 anni (metà 2021-metà 2023).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

In particolare, la correlazione export-produzione è molto forte nel settore degli autoveicoli, per cui la Germania è ancora un cruciale mercato di sbocco delle vendite italiane, soprattutto di parti e componenti per le produzioni tedesche (Grafico G). È elevata anche la sincronia nei comparti della gomma-plastica, della stampa e dei prodotti in metallo, che pure vendono all'estero soprattutto beni intermedi alle imprese.

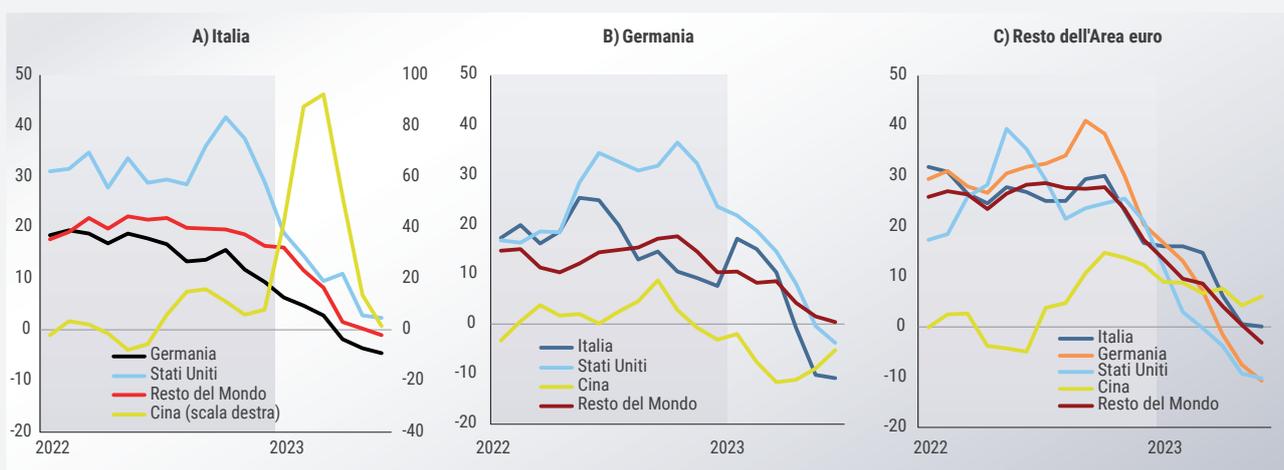
Tra i settori italiani meno sincronizzati all'attività tedesca, spicca il caso del farmaceutico, che mostra una correlazione dell'export addirittura negativa rispetto alla performance tedesca nell'ultimo biennio, e anche nel quinquennio pre-pandemia. Ciò è coerente con le crescenti interconnessioni del farmaceutico italiano con il Belgio e gli Stati Uniti (in particolare, il Belgio rappresenta un *hub* logistico per le esportazioni farmaceutiche europee).

Meno scambi Italia-Germania... Un relativo allentamento dei legami commerciali tra Italia e Germania, seppur molto profondi, è confermato dalla dinamica degli scambi delle due prime manifatture europee tra loro e nei principali mercati di destinazione.

Le vendite italiane in Germania hanno iniziato a rallentare nel corso del 2022, più rapidamente di quanto avvenuto nel resto del mondo. A sostenere la dinamica italiana è stato il mercato USA, mentre quello cinese è rimasto molto debole anche a causa dei ripetuti *lockdown* (solo a dicembre 2022 è stata rimossa la politica zero-Covid). A partire dalla fine dell'anno scorso e soprattutto nel 2023 il rallentamento si è accentuato in tutte le principali destinazioni, con l'eccezione di un breve rimbalzo in Cina, favorito da vendite eccezionali nel farmaceutico (nel 1° trimestre 2023)⁶. A metà 2023 l'export italiano ha subito una diffusa battuta d'arresto, con una dinamica costantemente peggiore verso la Germania (Grafico H, pannello A).

Grafico H - In calo gli scambi tra Italia e Germania

(Export di beni dei paesi selezionati, per destinazione, medie mobili a 3 mesi, var. % tendenziali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

⁶ Nel 1° trimestre 2023 le esportazioni italiane di farmaci hanno raggiunto quasi i 3,7 miliardi di euro, rappresentando più della metà del totale esportato in Cina.

La dinamica complessiva è qualitativamente simile per le esportazioni tedesche, anch'esse sostenute dal mercato USA nel 2022 e in generale rallentamento nel 2023, con una performance stabilmente debole in Cina. Le vendite tedesche in Italia, dopo avere seguito la tendenza nel resto del mondo fino a inizio 2023, si sono bruscamente ridotte negli ultimi mesi (pannello B).

Per gli altri paesi dell'Eurozona, invece, le esportazioni registrano un rallentamento piuttosto omogeneo nei principali mercati di sbocco dalla fine del 2022, con una dinamica più negativa verso Stati Uniti e Germania ma solo negli ultimi mesi (pannello C).

... ma robuste le vendite nell'automotive Il calo delle vendite manifatturiere italiane in Germania (-3,9% nei primi sette mesi del 2023 rispetto allo stesso periodo del 2022, a prezzi costanti) è il risultato di dinamiche differenziate a livello settoriale. Tra i settori più esposti al mercato tedesco, i metalli di base e i prodotti in metallo hanno registrato una variazione negativa nel 2023, che ha annullato la crescita realizzata nel triennio 2019-2022; viceversa, le vendite nel comparto degli autoveicoli sono cresciute a un ritmo molto sostenuto (Tabella A).

Tabella A- Export italiano in Germania in calo nei metalli, robusto nell'automotive

	Variazioni		Peso Germania		Peso Intermedi
	(% a prezzi costanti*)		(% dell'export totale)		(% dell'export in Germania)
	2019-2022	2022-2023 (primi 7 mesi)	2022	Diff. sul 2007 (p.p.)	2022
Manifatturiero	11,1	-3,9	12,5	-0,3	57,8
<i>di cui:</i>					
Metalli di base	13,1	-14,7	22,1	4,2	100,0
Autoveicoli	13,9	23,7	19,4	-0,6	64,1
Prodotti in metallo	3,2	-4,1	18,2	1,6	82,1
Gomma e plastica	1,6	-7,8	17,5	0,4	66,3
Apparecchi elettrici	28,7	-0,4	15,4	0,6	59,1
Prodotti in legno	26,0	-15,2	15,3	3,1	95,3
Carta e stampa	4,4	-11,1	14,3	-1,7	69,2
Alimentari e bevande	15,2	2,1	14,3	-4,0	10,3
Prodotti chimici	6,0	-11,4	13,1	-1,0	85,7
Lavorazione di altri minerali	15,7	-22,7	11,9	-0,2	96,2
Macchinari e impianti	1,8	3,0	10,7	0,8	51,3
Tessile	-7,7	-6,4	9,8	-2,5	88,6
Abbigliamento	20,3	4,5	9,8	0,8	0,2
Arredamento	3,0	-9,7	9,5	-1,6	9,7
Farmaceutica	19,2	-31,4	9,1	-3,0	36,6
Elettronica e ottica	8,0	0,5	7,7	-3,2	31,3
Articoli in pelle	14,9	2,0	7,4	-2,2	8,1
Altri mezzi di trasporto	15,6	1,8	6,4	0,4	51,7
Altri beni manifatturieri	6,6	3,6	6,0	-1,0	14,9
Prodotti petroliferi	55,4	13,1	1,2	0,5	99,2

* Valori deflazionati con i prezzi alla produzione in Italia per l'export intra-Area euro. Settori manifatturieri ordinati in base all'esposizione dell'export sul mercato tedesco.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

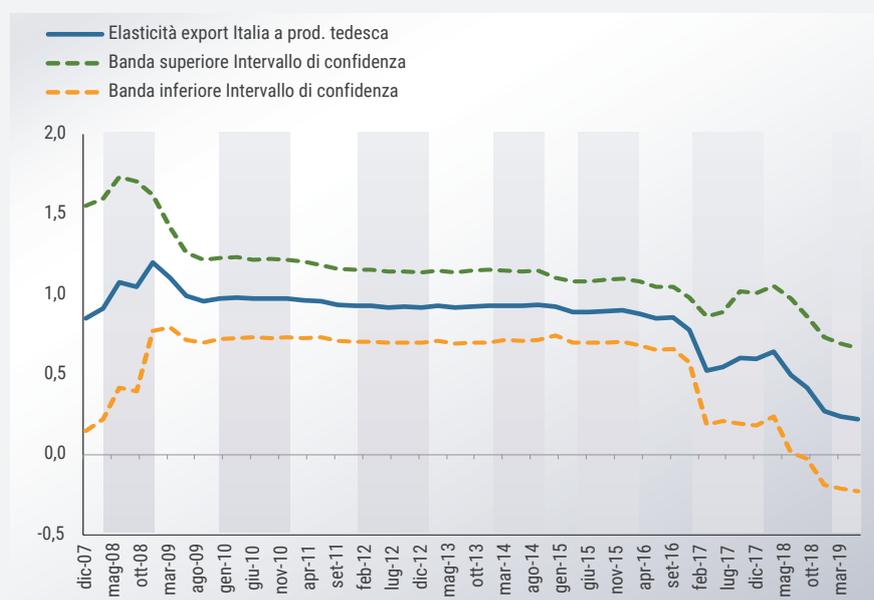
È importante sottolineare che i settori manifatturieri maggiormente connessi alla Germania esportano soprattutto beni intermedi, destinati cioè a essere incorporati nelle produzioni tedesche: il legame tra vendite italiane e attività manifatturiera tedesca è quindi diretto (mentre i settori specializzati a valle dipendono soprattutto dalla domanda finale, soprattutto di consumo). Nel complesso, quasi il 58% dell'export manifatturiero in Germania è costituito da semilavorati (rispetto al 49% del totale delle vendite manifatturiere all'estero).

Tra gli altri comparti, spicca in negativo il calo dell'export in Germania di prodotti farmaceutici, che consolida una tendenza di lungo periodo: il peso del mercato tedesco come destinazione dell'export farmaceutico italiano è sceso dal 12,1% nel 2007 al 9,1% nel 2022 e sotto al 7,0% nei primi sette mesi dell'anno in corso.

Le regressioni confermano l'indebolito legame "Export-Produzione" Le profonde variazioni osservate nel corso degli ultimi due decenni nella relazione tra export italiano e produzione tedesca, che si sostanzia soprattutto nella fornitura italiana di prodotti intermedi e beni alle imprese tedesche, possono essere verificate anche in termini econometrici.

Innanzitutto, elaborando un'analisi di regressione "a finestre mobili" di lunghezza costante (32 trimestri, cioè 8 anni) nel periodo compreso tra il 1° trimestre 2000 e il 2° trimestre del 2023, si nota che l'elasticità stimata tra l'export di beni italiani e l'indice di produzione industriale tedesca è stata statisticamente significativa e su valori vicini all'unità (tra 1,1 e 0,9; Grafico I), ma via via decrescenti fino alla seconda metà del 2016. Successivamente è diminuita fino al minimo di 0,5 nel 2018, diventando statisticamente non significativa nel 2018-2019.

Grafico I
Elasticità export Italia rispetto a produzione Germania



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

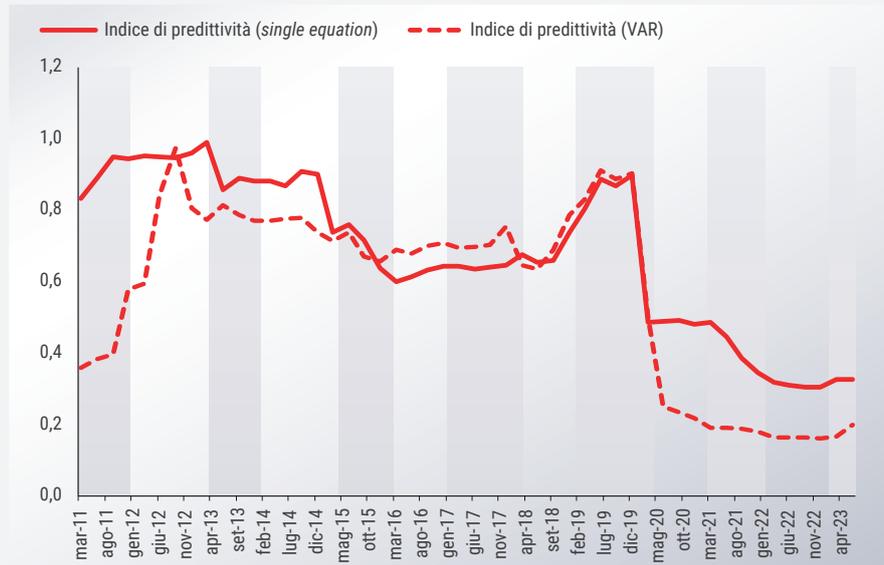
In secondo luogo, si è stimato un indice che rivela la capacità predittiva della produzione tedesca per l'export italiano. Questo è stato costruito come il reciproco dell'errore quadratico medio percentuale di previsione, un passo in avanti, tra dicembre 2007 e giugno 2022, sia con un modello "ad equazioni singole" sia con un VAR bivariato. Entrambi gli indici (Grafico L) confermano che la capacità predittiva della produzione tedesca per l'export italiano si è via via attenuata. Anche in questo caso c'è un *break* in corrispondenza del-

la pandemia, dopo la quale la capacità della produzione tedesca di predire l'export italiano si riduce notevolmente.

Queste analisi evidenziano come il sistema produttivo italiano, pur avendo nella Germania un partner rilevante, mostri dinamiche sempre più slegate da quelle tedesche rispetto a qualche anno fa.

Grafico L Predittività della produzione tedesca sull'export italiano

(Indice = 1/errore quadratico medio)



Fonte: Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Focus 5 - Stima dell'impatto macroeconomico degli investimenti del PNRR

Stima CSC su periodo 2021-2026 In questo Focus si presenta una valutazione di quello che sarebbe stato l'impatto macroeconomico dei progetti di spesa contenuti nel PNRR, ovvero dei cosiddetti "investimenti" previsti dal Piano, sotto l'ipotesi che le risorse fossero state spese senza ritardi rispetto alla programmazione dal 2023 al 2026 presentata dal Governo lo scorso aprile nel DEF 2023.

Da quanto scritto nella NaDEF, il Governo già sconta un rinvio di spesa dal 2023-2024 al 2025-2026. Inoltre, al momento una parziale rimodulazione delle risorse tra voci di spesa è in via di definizione alla luce della richiesta avanzata dall'Italia alla Commissione europea i primi di agosto scorso. La NaDEF, tuttavia, non ha fornito indicazioni puntuali sulla rimodulazione degli importi anno per anno, né tantomeno un aggiornamento dettagliato sull'ammontare di risorse spese nel corso del 2023 rispetto all'ultima stima formulata nel DEF 2023. La simulazione che segue è pertanto basata sugli ultimi importi ufficiali disponibili, cioè quelli di REGIS sottesi al DEF. I risultati della simulazione, almeno per il biennio 2023-2024, vanno dunque intesi come l'impatto massimo che sarebbe potuto derivare da una piena implementazione del PNRR. Nella definizione dello scenario di previsione incluso nel presente rapporto, invece, si ipotizza un utilizzo solo parziale delle risorse stanziata ad aprile per il 2023 e 2024.

La simulazione è condotta con il modello macro-econometrico del Centro Studi Confindustria, e consiste nel confrontare le stime di crescita economica per l'Italia nel periodo 2021-2026 in uno scenario alternativo, "senza PNRR", rispetto a uno scenario in cui, come è avvenuto, il Piano è stato finanziato e avviato ("con PNRR"). L'orizzonte di stima coincide quindi con il periodo di realizzazione del Piano, 2021-2026.

Ipotesi Le ipotesi sottostanti alla simulazione sulle risorse attivate dal PNRR sono le seguenti (Tabella A):

- Si considerano risorse aggiuntive totali per il periodo 2021-2026 pari a 179,1 miliardi di euro. Esse derivano da 4 fonti di finanziamento, di cui il Dispositivo di Ripresa e Resilienza (RRF) il principale (70%) e poi React-EU, il Piano Nazionale Complementare (PNC) e il Fondo Sviluppo e Coesione (FSC). Per "aggiuntive" si intendono solo le risorse che finanziano interventi che non sarebbero altrimenti stati intrapresi (179,1 miliardi su 246 totali)¹.
- Distribuzione risorse per anno: manteniamo l'assunzione che tutte le risorse saranno spese entro il 2026, con una distribuzione temporale elaborata sulla base delle informazioni circa la spesa effettiva e pianificata sottesa al DEF 2023 (e alla NaDEF2022, che forniva maggiori dettagli sulla distribuzione delle risorse "aggiuntive"). In questo prospetto, le risorse allocate al periodo 2021-2023 sono inferiori rispetto a quanto previsto inizialmente dal piano (aprile 2021), principalmente a causa del posticipo al triennio 2024-2026 di quasi 18 miliardi di euro di risorse finanziate dal RRF. Dopo un picco quest'anno oltre i 45 miliardi, la spesa complessiva si attesterà intorno ai 40 miliardi nei prossimi due anni, per scendere a circa 31 miliardi nel 2026.

¹ La nostra stima di risorse aggiuntive totali è in linea con quella usata dal Governo nelle simulazioni di impatto (184,1 mld), a meno di 5 mld del FSC da attribuirsi al periodo 2027-2031.

Distribuzione risorse per tipologia di spesa: assumiamo che quasi il 60% delle risorse sia destinato a investimenti pubblici (per oltre 106 miliardi di euro) e un altro 22% circa a incentivi alle imprese, principalmente destinati a contributi agli investimenti (per oltre 39 miliardi di euro). Le restanti risorse sono suddivise in varie voci di spesa corrente, relative a trasferimenti alle famiglie (6,4% delle risorse aggiuntive totali, per 11,5 miliardi), consumi pubblici (8,1%, 14,6 miliardi) e altro (4,0%, 7,2 miliardi).

Tabella A - Ripartizione della spesa PNRR per tipologia

(Valori in miliardi di euro)

	2000-2021	2022	2023	2024	2025	2026	Totale	(%)
Spesa in conto capitale	3,5	15,6	36,4	31,3	33,4	25,5	145,7	81,4
di cui: investimenti pubblici	2,4	10,2	24,1	23,7	25,8	20,2	106,4	59,4
di cui: incentivi imprese (contributi agli investimenti)	1,1	5,4	12,3	7,5	7,6	5,4	39,3	21,9
Spesa corrente	0,8	3,7	9,1	7,1	7,3	5,3	33,3	18,6
di cui: trasferimenti famiglie	0,1	0,8	2,9	2,4	2,8	2,4	11,5	6,4
di cui: consumi pubblici (redditi PA e acquisto beni e servizi)	0,7	2,4	4,4	3,2	2,7	1,2	14,6	8,1
di cui: altra spesa corrente	0,0	0,5	1,8	1,5	1,8	1,6	7,2	4,0
Totale	4,3	19,3	45,6	38,4	40,7	30,8	179,1	100,0

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati PNRR.

Altre ipotesi Si trattano tutti i 179,1 miliardi di spesa aggiuntiva allo stesso modo, senza considerare il diverso impatto contabile della quota ottenuta a fondo perduto ("sovvenzioni") e della quota ottenuta come prestiti², dato che quest'ultima comporterà un aumento di spesa per interessi dilazionato negli anni a un tasso favorevole.

Non si tiene conto di prestiti e sovvenzioni RRF e degli altri fondi del pacchetto NGEU a livello comunitario. Ciò implica che la simulazione non ingloba le eventuali ricadute positive di programmi analoghi al PNRR italiano negli altri stati membri dell'UE.

Effetti Stimati L'impatto della spesa pubblica aggiuntiva attivata dal PNRR è stato stimato mediante il modello econometrico annuale del Centro Studi Confindustria (Tabella B)³. I risultati della stima indicano che grazie al PNRR il PIL italiano nel 2026 sarà del 2,8% più elevato rispetto a uno scenario in assenza del Piano, per via di incrementi sia degli investimenti sia dei consumi, solo in parte controbilanciati da una diminuzione delle esportazioni nette, conseguente all'aumento stimato delle importazioni. Se si calcola l'impatto del PNRR in termini di maggiore PIL reale prodotto nel corso dei 6 anni di

² La scomposizione è disponibile solo per i 191,5 miliardi di euro complessivi del PNRR: 68,9 miliardi a fondo perduto ("sovvenzioni") e 122,6 miliardi sotto forma di prestiti.

³ In questa simulazione il Centro Studi Confindustria utilizza un modello econometrico ad equazioni simultanee per l'Italia (MACH3). Il modello, che in termini di stima combina la filosofia della London School of Economics e quella della Cowles Commission aggiornata, presenta una struttura di tipo neo-keynesiano, dove nel breve termine prevalgono effetti di domanda aggregata, mentre nel lungo termine il prodotto tende a tornare verso un livello di equilibrio di stato stazionario.

**CON UN PNRR
PIENAMENTE ATTUATO,
PIL ITALIANO NEL 2026
PIU' ELEVATO DEL**



+2,8%
(STIME CSC)

implementazione del piano, il valore si attesta all'11,9%⁴ rispetto al 12,7% stimato dal Governo nella primavera 2021.

In confronto allo scenario senza Piano, il differenziale di crescita cumulata del PIL indotto dal PNRR accelera fortemente nel 2023 (+1,0%), in corrispondenza del massimo livello di risorse impiegate, e rimane sostenuto anche nei due anni successivi (+0,8% e +0,5% rispettivamente nel 2024 e 2025), ma diventa marginalmente negativo (-0,1%) nell'ultimo anno, a riflesso del calo delle risorse messe a disposizione.

La componente del PIL che è stimata aumentare di più sono gli investimenti fissi lordi (+11,1% cumulato nel 2026), per l'effetto "meccanico" degli investimenti pubblici "aggiuntivi" (principalmente in costruzioni), ma anche per l'effetto di contributi e incentivi agli investimenti privati. In linea con l'ammontare delle risorse dedicate a investimenti pubblici e incentivi alle imprese, nello scenario "con PNRR" gli investimenti accelerano già nel 2021-2022, balzano nel 2023, si mantengono su valori elevati nel 2024-2025, ma decelerano leggermente nel 2026.

Tabella B - Effetto stimato del PNRR sul PIL italiano e sulle sue componenti

(Maggiore crescita in termini reali, valori %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Effetto cumulato**	
Contributi alla crescita del PIL	Spesa delle famiglie	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	1,6
	Consumi collettivi	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,7
	Investimenti fissi lordi	0,2	0,8	1,7	0,6	0,4	-0,2	11,1
	Esportazioni beni e servizi	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
	Importazioni beni e servizi	0,1	0,5	1,0	0,0	0,1	-0,1	3,8
	Totale PIL	0,2	0,5	1,0	0,8	0,5	-0,1	2,8
Delta Var.*	Occupati totali (ULA)	-0,1	-0,4	-0,5	0,3	0,2	0,4	2,4
	Reddito disponibile	0,1	0,3	0,9	0,5	0,5	0,1	2,5
	Deflatore PIL	0,0	0,0	0,3	0,2	0,7	0,5	1,3

* Differenze tra tassi di crescita osservati e stimati nello scenario "con PNRR" e tassi di crescita stimati in uno scenario alternativo "senza PNRR".

** Scostamento percentuale sui livelli a fine periodo.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria.

I consumi delle famiglie (+1,6% cumulato) crescono sia per l'effetto diretto dei trasferimenti alle famiglie sul reddito disponibile (che, complessivamente, cresce del 2,5% cumulato), sia per gli effetti moltiplicativi determinati dall'attivazione di domanda aggregata su occupazione (+2,4% in termini di ULA) e redditi da lavoro. Proprio in ragione di questi effetti indiretti, il profilo dell'impatto sui consumi risulta più lineare negli anni rispetto a quello sugli investimenti e rimane positivo in tutto l'orizzonte previsivo.

L'effetto sulle esportazioni è esiguo e leggermente negativo (-0,1% cumulato), per via della perdita di competitività (+0,9% l'aumento cumulato del deflatore delle esportazioni nette) conseguente all'impatto sui prezzi del forte aumento di domanda aggregata interna, mentre quella estera, per assunzione, resta invariata.

⁴ Tale valore è ottenuto sommando il PIL aggiuntivo prodotto in ciascuno dei 6 anni e rapportando tale somma al valore del PIL nel 2020, l'anno prima dell'avvio del Piano.

L'aumento delle importazioni (+3,8% cumulato) è relativamente contenuto (rispetto al boom degli investimenti), a conferma del fatto che gli investimenti in costruzioni hanno un basso contenuto di importazione, come risulta da varie analisi condotte dal Centro Studi Confindustria.

In termini settoriali, l'effetto cumulato sul valore aggiunto reale nel totale economia (+2,8% nel 2026, pari a quello sul PIL reale) è dovuto principalmente al contributo dei servizi (+1,1%) e delle costruzioni (+0,9%), e solo in misura più contenuta a quello dell'industria (+0,6%). I contributi sono il risultato del diverso peso dei settori ma anche del diverso impatto atteso del Piano sul valore aggiunto settoriale, che risulta massimo per le costruzioni (+10,6% cumulato al 2026, contro il +4,1% del resto dell'industria e il +1,0% dei servizi privati).

Rischi al rialzo e al ribasso Vari fattori, che non sono inclusi esplicitamente nell'esercizio di simulazione, potrebbero spingere più in positivo o più in negativo l'attività economica italiana a parità di progetti di spesa aggiuntiva finanziata in seno al PNRR.

In primo luogo, l'esercizio non include gli effetti dei Piani di Ripresa e Resilienza attivati in altri paesi UE che, seppur di dimensioni inferiori rispetto a quello italiano, hanno verosimilmente delle ricadute positive sulla domanda di beni e servizi del nostro Paese. Al tempo stesso, si ridurrebbe la perdita di competitività di prezzo implicita nella nostra simulazione. Per effetto di entrambi i canali l'impatto macroeconomico potrebbe essere, seppur leggermente, più ampio di quello stimato.

Un altro fattore potenzialmente positivo, ma non incluso nella simulazione, è un aumento della produttività totale dei fattori dovuto ad un eventuale miglioramento dell'efficienza produttiva, che potrebbe delinearci già nel breve-medio termine (ovvero il periodo di simulazione) e rafforzarsi nel lungo. Nel periodo 2021-2026, in cui sono disponibili risorse pubbliche dal PNRR, le stime di crescita aggiuntiva ottenute con il modello econometrico CSC riflettono gli effetti di breve-medio termine attivati dagli stimoli alla domanda aggregata. Nel modello gli investimenti del PNRR hanno un impatto sulla funzione di produzione, migliorando la produttività totale dei fattori prevalentemente attraverso il processo di accumulazione del capitale e, in misura minore, attraverso l'incremento della forza lavoro dovuta ad uno spostamento di una parte degli inattivi che (ri)entrano nel mercato del lavoro. Nel complesso tale effetto è stimabile in un incremento cumulato dello 0,3% della *total factor productivity*. Oltre a questo, un ulteriore miglioramento della produttività totale dei fattori potrebbe derivare da un miglioramento dell'efficienza dei processi produttivi ascrivibile ai piani di riforme che sono parte integrante del PNRR, ma il cui effetto non è incluso nel nostro esercizio di simulazione. Entrambi gli elementi continueranno ad avere un effetto positivo sulla produttività anche oltre il 2026. È ben noto come aumenti di efficienza nella Pubblica Amministrazione e nella Giustizia o un maggiore livello di concorrenza possano contribuire a migliorare le prospettive di crescita del PIL. Nel DEF 2023 si stima che l'impatto di queste tre riforme possa valere 1,4 punti percentuali di PIL in più a fine 2026 rispetto allo scenario senza PNRR e 2,4 punti a fine 2030.

Un ulteriore elemento non incluso in questa simulazione che potrebbe rendere l'effetto del PNRR maggiore di quanto qui misurato è l'effetto sulla fiducia dei mercati e sulla stabilità finanziaria. Uno studio della BCE⁵ mette in evidenza come, dopo l'annuncio del piano *Pandemic Emergency Purchase*

⁵ Bańkowski K., Bouabdallah O., Semeano J.D., Dorrucchi E., Freier M., Jacquinet P., Zorell N., "The Economic Impact of Next Generation EU: A Euro Area Perspective", *ECB Occasional Paper*, 2022/291.

Programme (PEPP) nell'aprile del 2020 e in particolare dopo la prima proposta franco-tedesca di un piano di ripresa, si fosse verificata una progressiva riduzione degli spread tra i rendimenti dei titoli di stato dei paesi europei rispetto ai bund tedeschi.

D'altra parte, bisogna tener conto anche di eventuali condizioni sfavorevoli, non incluse tra le nostre ipotesi, il cui manifestarsi potrebbe ridurre l'impatto del PNRR sul PIL italiano rispetto alle stime riportate in questa analisi.

La principale riguarda possibili ritardi nell'utilizzo delle risorse, rinvii di parte dei progetti previsti o mancata realizzazione di alcuni di essi. Come detto, un parziale rinvio nell'utilizzo delle risorse dal 2023-2024 al 2025-2026 è già sotteso alla NaDEF 2023. Questo ed eventuali ulteriori rinvii potrebbero indurre non solo un effetto negativo diretto dovuto al posticipo o, peggio, al taglio degli investimenti, ma potrebbero anche generare un effetto di sfiducia negli operatori economici domestici, con riflessi sfavorevoli sulla propensione all'investimento e al consumo, e sugli investitori internazionali nei confronti del nostro paese, con riflessi negativi sulle condizioni di stabilità finanziaria.

Confronto con altre stime disponibili Le stime d'impatto qui presentate non si discostano di molto dalle stime governative presentate nel DEF 2023 di aprile, che quantificavano l'impatto cumulato sul PIL al 2026 in 3,4 punti percentuali rispetto allo scenario "senza PNRR"⁶. Anche nelle stime governative gli investimenti sono la componente del PIL che è stimata crescere di più, registrando una variazione leggermente superiore a quella del nostro esercizio (+12,4% cumulato). Una differenza più significativa si rileva per le esportazioni, che secondo il governo aumenterebbero dell'1,8%, anche in ragione del fatto che la simulazione del governo include gli effetti derivanti dai Piani di ripresa e resilienza adottati dagli altri paesi europei⁷.

⁶ Nel Documento Programmatico di Bilancio 2024, il Governo ha indicato che, a seguito della rimodulazione delle risorse, il contributo alla crescita del PIL proveniente dai fondi NGEU (PNRR, React-EU, PNC e FSC) è stimato essere di +0,1 punti percentuali nel 2022, +0,4 nel 2023 (la metà rispetto al +0,8 previsto nel DEF 2023), +0,9 nel 2024, +1,1 nel 2025 e +0,5 nel 2026. Tuttavia, per varie ragioni è difficile interpretare le differenze tra questa stima e quella contenuta nel DEF 2023. In particolare, nel DPB2024 manca l'indicazione dell'ipotesi di ripartizione delle risorse spese per anno, e la stima di riferimento di crescita del PIL nel 2023 è stata rivista rispetto ad aprile.

⁷ Si veda il PNRR di aprile 2021 a pagina 247-248: «Al fine di tenere conto delle ricadute positive di tali programmi sull'economia italiana, si ipotizza che l'intero ammontare delle sovvenzioni destinate agli altri paesi UE venga destinato ad investimenti».

Focus 6 - Cina, modello in crisi o in trasformazione?

LA CINA CONTA PER



quasi 1/5
DEL PIL MONDIALE

Tabella A
Principali indicatori sulla Cina
(Variazioni %)

La Cina si trova oggi ad affrontare una serie di sfide: le tensioni commerciali soprattutto con gli Stati Uniti per affermarsi come potenza economica, gli squilibri sul mercato immobiliare, le potenziali ripercussioni che avrebbe sul mercato finanziario e altri freni all'economia.

Un brusco rallentamento della Cina potrebbe indurre una battuta di arresto globale. La Cina conta per poco meno di un quinto del PIL mondiale e, se crescesse a un ritmo del 4,5% nel 2024, questo si tradurrebbe in un contributo di 0,9 decimi alla crescita mondiale (pari al 29%)¹. Quindi, nel caso in cui dovesse rallentare di un punto percentuale rispetto alle attese, il PIL mondiale frenerebbe di circa due decimi.

I fondamentali economici sembrano solidi I dati storici sull'andamento del PIL mostrano, com'è normale per i paesi emergenti, una progressiva riduzione del tasso di crescita: dopo essere cresciuta a un tasso medio del 10% tra il 1980 e il 2008, a partire dal 2010 la crescita ha gradualmente rallentato arrivando ad attestarsi negli ultimi anni intorno a un tasso del 5% (Tabella A).

	2001	2011	2020	2021	2022	2023	2024
Prodotto interno lordo (reale)	8,3	9,6	2,2	8,5	3,0	5,0	4,5
Consumi delle famiglie residenti	7,0	11,9	-0,3	9,8	0,8	6,5	7,3
Investimenti fissi lordi	12,1	8,8	3,4	3,5	5,0	5,4	5,4
Esportazioni di beni e servizi	6,8	12,2	2,6	17,4	3,7	3,3	4,6
Importazioni di beni e servizi	13,1	17,7	-0,4	10,0	-1,0	5,5	6,4
Occupazione totale*	738,8	785,8	783,9	780,2	763,9	781,9	781,3
Tasso di disoccupazione**	1,5	3,0	4,2	4,3	4,0	4,1	4,1
Prezzi al consumo	0,7	5,4	2,5	0,9	2,0	0,6	2,0
Indebitamento della PA***	-2,6	-0,1	-9,7	-6,0	-7,5	-7,1	-7,0
Debito della PA***	24,6	33,8	70,1	71,8	77,0	83,0	87,4

Note: *milioni di persone; **valori%; ***valori in% del PIL; dal 2022 previsioni.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati IHS-Markit (agosto 2023) e FMI.

L'economia cinese ha dimostrato un'elevata resilienza durante la pandemia, restando l'unica tra le grandi economie a mantenere una dinamica positiva (+2,2% nel 2020). Anche la crescita dei prezzi al consumo è stata più contenuta sia storicamente rispetto alle medie dei paesi emergenti, sia più di recente anche rispetto alle economie avanzate (+2,1% in media tra il 2019 e il 2022, mentre +1% quella core). Anche il debito pubblico è relativamente contenuto nel raffronto internazionale, seppure in crescita negli ultimi anni². Infine, il tasso di disoccupazione si è mantenuto attorno al 4%, nonostante il dato nasconda una disoccupazione giovanile elevata e in crescita (21,3%

¹ Più precisamente il calcolo si ottiene moltiplicando la crescita del PIL cinese prevista per il 2024 per la quota del PIL cinese su quello mondiale a parità di potere di acquisto, e rapportando questo prodotto rispetto alle attese di crescita per lo stesso anno del PIL mondiale così come stimate dal FMI. Si tratta di un calcolo meccanico che non tiene conto di eventuali effetti di secondo ordine legati al rallentamento della domanda mondiale.

² Va tenuto però conto che il debito di aziende e famiglie, e delle autorità locali è particolarmente elevato. Se si sommassero tutte le componenti, il debito cinese ammonterebbe a circa il 272% di PIL nel 2022 (lo stesso dato per gli Stati Uniti ammonta a 274%, per l'Italia a 255% e per la Germania a 194% stando ai dati del *Global Debt Database* del FMI).

IL SUCCESSO CINESE È BASATO SU



**EXPORT PER FAVORIRE
L'UPGRADE TECNOLOGICO**



**INGRESSO NELLE FILIERE
PRODUTTIVE GLOBALI**



**ECONOMIA A METÀ TRA SISTEMA
CAPITALISTICO-LIBERALE E
A CONTROLLO CENTRALE**

a giugno 2023, valore simile a quello italiano del 22,2%, ma ben più alto di quello medio europeo, di 14,2%)³.

I pilastri del successo La sostenibilità del modello di sviluppo cinese dipende anche dalla tenuta dei pilastri che ne hanno garantito il successo. In 30 anni la crescita ha consentito a oltre 750 milioni di persone di uscire dalla povertà estrema⁴. Sono almeno tre i canali che hanno consentito alla Cina di espandersi così rapidamente e di ampliare il proprio raggio d'influenza geoeconomico.

Il primo pilastro su cui ha potuto far leva la Cina per il suo affermarsi sullo scacchiere globale è stato l'export come strumento per favorire l'*upgrade* tecnologico, in modo da poter prima contare sull'accumulo di valute pregiate per acquistare prodotti tecnologicamente più avanzati sui mercati internazionali, e poi, quando il settore manifatturiero aveva già una struttura più solida e competitiva, per tenere il passo con le tecnologie di frontiera a livello globale.

Secondo, l'aumento dei flussi commerciali ha segnato un ingresso nelle filiere produttive globali in modo sempre più incisivo, soprattutto in seguito all'adesione della Cina all'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC) nel 2001. La Cina ha potuto contare su costi del lavoro bassissimi che hanno via via attratto sempre più investitori esteri sul suo territorio che hanno consentito di incrementare la base tecnologica, conferendo al Paese un ruolo sempre più centrale nelle filiere internazionali.

Il terzo elemento di vantaggio per la Cina è stato quello di adottare una strategia a metà tra economia capitalistico-liberale e a controllo centrale. Il successo della Cina si è fondato su una strategia di apertura e liberalizzazione sui mercati esteri, e su un controllo accentratore e di repressione finanziaria all'interno. La crescita è stata infatti accompagnata da un utilizzo sinergico e coordinato degli strumenti di policy a disposizione, trasformando la finanza in un mero strumento al servizio di obiettivi di sviluppo dell'economia reale: (i) tenere i tassi di interesse artificialmente bassi al fine di evitare posizioni di rendita finanziaria e favorire l'indebitamento a basso costo da parte dello Stato; (ii) un'attenta gestione dei tassi di cambio per rendere l'export cinese sempre competitivo sui mercati internazionali e favorire l'accumulo di surplus nella bilancia dei pagamenti; (iii) rigidi controlli sui flussi di capitali per evitare fughe di ricchezza all'estero e favorire il continuo reinvestimento dei profitti sul mercato domestico⁵.

Espansione economica e ascesa tecnologica Da metà anni Novanta il cambiamento strutturale delle esportazioni cinesi ha avuto un impatto eterogeneo sul panorama dei principali concorrenti. Oggi, Stati Uniti e Giappone sono tra i paesi più esposti alla concorrenza cinese, almeno per quanto riguarda la similarità del loro paniere di prodotti esportati (elettronici, elettrotecnici, informatici, telefonia, ecc.).

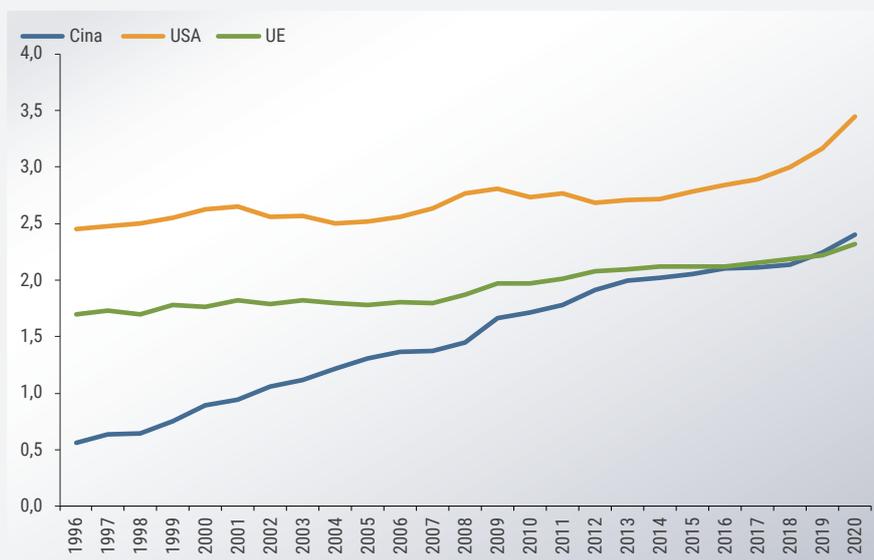
La competizione si è spostata principalmente su prodotti ad alta intensità tecnologica che richiedono notevoli investimenti in ricerca e sviluppo. Seb-

³ I dati citati sono leggermente diversi: il dato dell'Istituto statistico nazionale cinese fa riferimento alla fascia di disoccupazione urbana tra i 16 e 24 anni, mentre quello italiano ed europeo, di fonte Eurostat, fa riferimento la fascia di disoccupati "meno di 25 anni".

⁴ I dati confrontano la variazione tra il 1990 e il 2019 di persone che hanno superato la soglia di povertà estrema è di 1,9 dollari americani al giorno, come definita dalla Banca mondiale.

⁵ Il contenuto di questo paragrafo si basa su informazioni tratte da Kroeber A.R., *China's Economy: What Everyone Needs To Know*, Oxford University Press, 2016.

Grafico A
Spesa in ricerca e sviluppo:
la Cina supera la UE
(In % del PIL)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI.

Le domande di brevetti registrate in Cina nel 2021 sono state pari a 1,6 milioni, di gran lunga superiori a quelle di USA ed Europa (rispettivamente 591mila e 358mila) e sono in costante crescita (+14% annuo dal 2010 al 2021, contro il +2% negli Stati Uniti). Inoltre, la Cina detiene una quota maggioritaria di domande di brevetto depositate tra il 2018 e il 2020 nei settori delle tecnologie energetiche (tra cui solare, eolico, geotermico, idroelettrico).

Tabella B
Tecnologie a rischio
monopolio cinese

Ambiti tecnologici critici	Ambiti a leadership cinese sul totale di quelli censiti	Rischio monopolio tecnologico cinese		
		Basso	Medio	Alto
Materiali e produzioni avanzate	12/12	5	5	2
Intelligenza artificiale, informatica e comunicazioni	7/10	2	4	1
Energia e ambiente	8/8	2	3	3
Tecnologie quantiche	3/4	3	0	0
Biotecnologie, ingegneria genetica e vaccini	2/3	0	1	1
Rilevamento, cronometraggio e navigazione	1/1	0	0	1
Difesa, spazio, robotica e trasporti	4/6	2	2	0
Totale	37/44	14	15	8

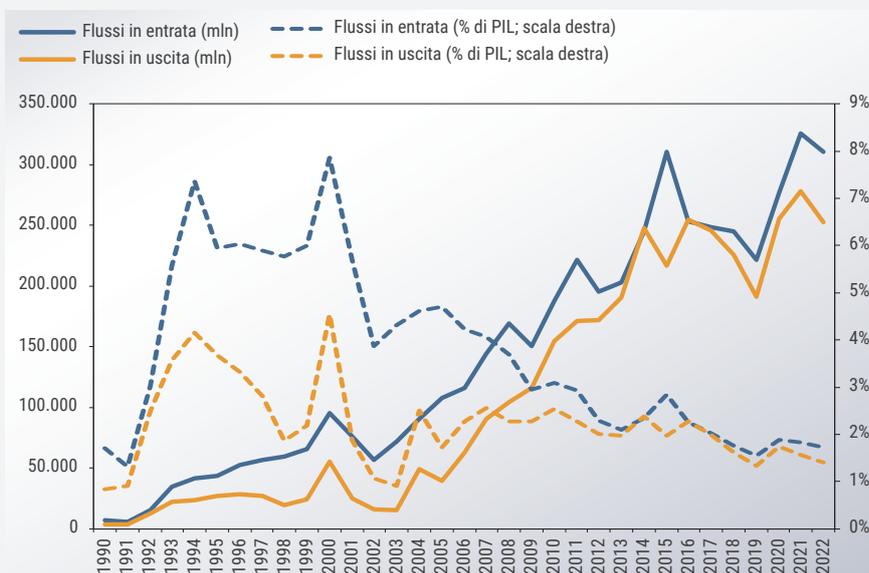
Nota: il rischio di monopolio tecnologico evidenzia le concentrazioni di competenze in un singolo paese e incorpora due fattori: quanti dei 10 principali istituti di ricerca si trovano nel paese e quanto è avanti il paese leader rispetto al secondo concorrente. I tre livelli di rischio sono: alto (almeno 8 istituti su 10 nel paese e 3 volte la distanza), medio (almeno 5 istituti su 10 e 2 volte la distanza) e basso (almeno uno dei due criteri di rischio medio non è soddisfatto).

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ASPI.

La Cina ha raggiunto così una leadership nella ricerca in 37 dei 44 ambiti tecnologici critici, che vanno dalla difesa, allo spazio, alla robotica, all'energia, all'ambiente, alla biotecnologia, all'intelligenza artificiale, ai materiali avanzati e alle aree chiave della tecnologia quantistica. Tutte le tecnologie etichettate come ad alto rischio di monopolio sono presidiate dalla Cina stessa. Una ricerca dell'Australian Strategic Policy Institute (ASPI)⁶ rivela infatti che la Cina ha costruito le basi per posizionarsi come superpotenza scientifica e tecnologica leader a livello mondiale, stabilendo un vantaggio sorprendente (Tabella B): nella maggior parte dei settori tecnologici critici ed emergenti, gli istituti di ricerca generano nove volte più documenti di ricerca ad alto impatto rispetto al secondo paese classificato, il più delle volte gli Stati Uniti. Non a caso, cresce continuamente il flusso verso la Cina di conoscenze e di ricercatori talentuosi in questi settori.

Espansionismo geoeconomico L'ascesa economica e tecnologica ha reso la Cina più ambiziosa anche dal punto di vista geoeconomico. Quest'anno ricorre il decimo anniversario dall'avvio della *Belt and Road Initiative* (BRI), che ha funzionato da connettore tra la Cina e i paesi coinvolti lungo quattro dimensioni prioritarie: politica, infrastrutture, commercio e finanza. Fonti governative cinesi⁷ hanno stilato una sintesi dei principali risultati ottenuti. Citando un rapporto della Banca mondiale, viene messo in rilievo come la BRI abbia aumentato il commercio dei partecipanti del 4,1%, abbia aumentato del 5% l'attrattività dei paesi coinvolti in termini di investimenti esteri (Grafico B) e abbia contribuito ad aumentare il peso in termini di PIL delle economie emergenti e in via di sviluppo (+3,6% dal 2012 al 2021). I risultati realizzati fino al 2022 indicano che gli investimenti delle imprese cinesi nei paesi cooperatori abbiano creato 421.000 posti di lavoro locali, a fronte di oltre 3.000 progetti implementati.

Grafico B
Cina: investimenti diretti esteri
(Milioni di dollari americani e in % del PIL)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati UN-Comtrade.

⁶ Si veda: <https://www.aspi.org.au/report/critical-technology-tracker>.

⁷ Si tratta di statistiche riportate sul portale ufficiale della BRI e riprese in modo più aggiornato anche sul sito dell'ambasciata cinese presso Grenada nella notizia: "10 Years On, the Belt and Road Initiative Is Not Only Fruitful, but Also Promising".

I BRICS PLUS RAPPRESENTANO NEL MONDO



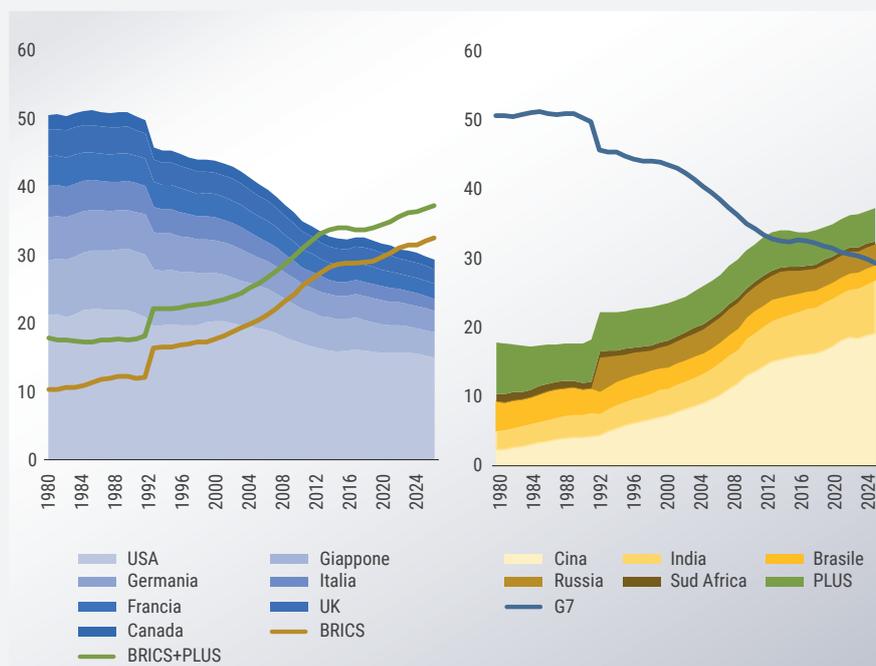
42%
POPOLAZIONE

36%
PIL

Grafico C PIL a parità di potere d'acquisto (PPP)

(Quote su PIL mondiale)

La Cina ha incrementalmente ampliato la sua partecipazione a partenariati e alleanze internazionali, tra cui quelle nell'ambito BRICS. In agosto, i leader del blocco dei cinque paesi hanno annunciato che Arabia Saudita, Iran, Etiopia, Egitto, Argentina ed Emirati Arabi Uniti si uniranno al gruppo a partire dal 2024. Con l'aggiunta di questi sei paesi, i "BRICS PLUS" arriverebbero a rappresentare il 42% della popolazione mondiale e il 36% del PIL, e avranno l'ambizione di porsi come valida alternativa all'egemonia politica ed economica del G7 (Grafico C). Lo dimostra anche la volontà di utilizzare sempre di più il renminbi cinese come valuta per gli scambi esteri.



Nota: i dati dal 2022 al 2024 sono stimati dal FMI.

Plus = Arabia Saudita, Iran, Etiopia, Egitto, Argentina, Emirati Arabi Uniti.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati e stime FMI.

All'ampliamento del peso geoeconomico è corrisposto un continuo cambiamento strutturale dell'economia. A partire dalla seconda metà degli anni Novanta, e poi in modo molto più marcato dopo l'accesso della Cina nell'OMC, le esportazioni di beni e servizi hanno avuto un ruolo via via crescente fino al 2006, anno in cui rappresentavano il 36% del PIL cinese; a partire dal 2007 e più marcatamente dopo la crisi del 2008 il peso delle esportazioni è calato fino ad attestarsi intorno al 20% nel 2022. Il ribilanciamento ha anche implicato un riassetarsi del peso della manifattura che nel 2010 sfiorava il 32% del PIL e a partire da quel momento ha cominciato a calare fino ad attestarsi intorno al 26% nel 2020 (*World Development Indicators*, Banca mondiale); il bilanciamento in questo caso è avvenuto a favore delle attività legate ai servizi. Inoltre, la forza lavoro (popolazione in età compresa tra i 15 e i 64 anni) ha raggiunto il picco e si attesta ormai intorno al miliardo di individui. Più di recente si è assistito alla prima riduzione di popolazione, con l'India che ha acquisito il primato come paese più popoloso al mondo.

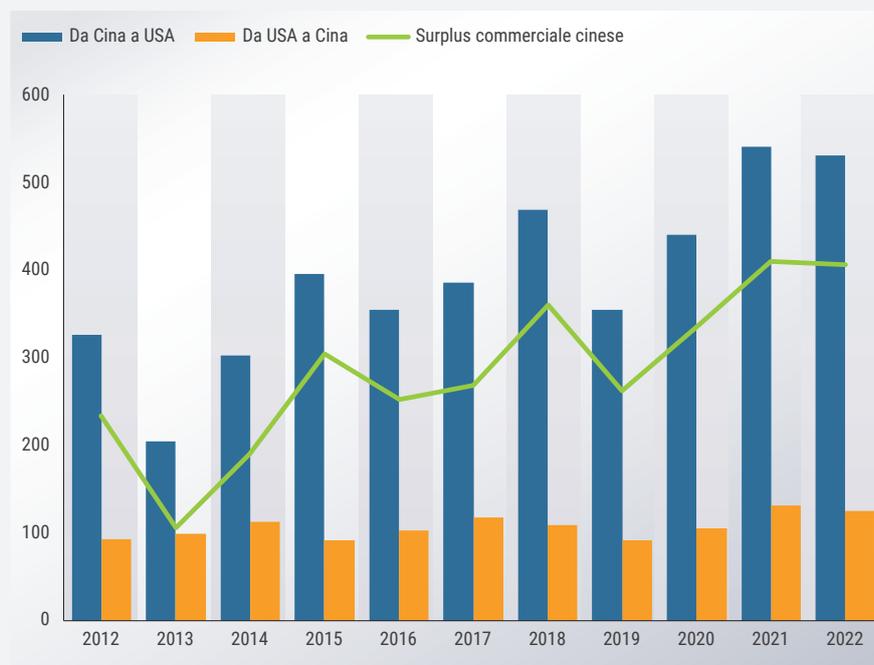
Primato tecnologico e tensioni con gli USA L'ascesa della Cina come *player* internazionale, con la possibilità di contendere il primato tecnologico agli USA, ha destato preoccupazioni oltreoceano e dato luogo a crescenti tensio-

ni, inizialmente sul piano commerciale e più di recente sul piano geopolitico. Inizia quindi una nuova modalità di relazioni internazionali, volte per lo più ad avviare un processo di allontanamento della Cina dalla sfera geoeconomica degli USA e quindi dell'Occidente in senso più ampio.

Con Trump, le tensioni hanno preso la forma di guerra commerciale con Pechino, con l'obiettivo di sostenere la produzione americana e contenere l'ascesa tecnologica cinese. Con il *Phase-One Trade Agreement* del 2020, la Cina si impegnava a ridurre il surplus commerciale verso gli Stati Uniti nel biennio successivo; la pandemia ha minato alla base i presupposti di una riduzione dei flussi. Tuttavia, le barriere commerciali USA sembrano essere state meno efficaci del previsto, in quanto il surplus commerciale cinese, seppur gonfiato da un'inflazione più elevata che in passato, ha continuato a espandersi su livelli record. Al netto di alcuni riassetamenti tra i flussi di import ed export e delle graduali riduzioni del peso cinese sul totale delle importazioni statunitensi, l'andamento dei valori assoluti rende meno evidente il disaccoppiamento tra le due economie (Grafico D).

Grafico D Beni esportati tra Cina e Stati Uniti

(Miliardi di dollari americani)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati UN-Comtrade.

Con l'amministrazione Biden il centro delle tensioni sono diventati i temi legati alla sicurezza economica, resi attuali dalla pandemia e dalla guerra. Questi shock hanno reso evidente il cambio di prospettiva sull'interdipendenza e i conseguenti rischi di strozzature lungo le catene globali del valore, portando al centro dell'attenzione la questione delle dipendenze. È infatti emerso come il blocco dei flussi commerciali dalla Cina possa di fatto paralizzare intere filiere anche in Europa e negli Stati Uniti. In particolare, per una serie di materie prime e alcuni beni intermedi, la Cina risulta essere in una posizione di quasi monopolio nelle forniture internazionali. Tra i più importanti sveltano metalli, terre rare e microprocessori, che la Cina o produce direttamente, o comunque tende a controllare indirettamente nelle filiere di prima lavorazione e distribuzione. A partire dal 2021 questo ha dato luogo all'elaborazione di documenti ufficiali sia negli USA che nell'UE volti a perse-

LE SFIDE DELLA CINA



RALLENTAMENTO DELL'ECONOMIA



RIBILANCIAMENTO DEMOGRAFICO



MERCATO IMMOBILIARE

guire l'autonomia strategica e, nel caso delle filiere internazionali, a ridurre le dipendenze strategiche⁸.

Fattori di instabilità da risolvere presto L'elevata e prolungata crescita dell'economia cinese ha portato con sé la formazione di squilibri e cambiamenti strutturali che pongono interrogativi sulla sostenibilità del sistema socioeconomico nel suo complesso. *In primis*, la rapida crescita economica ha generato migrazioni interne verso le zone urbane⁹, dando avvio a un vero e proprio boom delle costruzioni che sta diventando un nuovo fattore di impulso all'economia; il settore rappresenta ormai il 6,9% del PIL cinese nel 2022¹⁰. Ma il rallentamento dell'economia e il ribilanciamento demografico stanno aumentando le tensioni sui mercati immobiliari. In tal senso due casi destano le maggiori preoccupazioni: Evergrande, già fallita, e Country Garden Holdings, tuttora in forti difficoltà nel reperire fondi per concludere i progetti avviati, con il rischio di lasciare cantieri incompiuti. Ciò potrebbe far crollare i prezzi delle case, dando luogo a possibili *default* a catena. Lo shock potrebbe innescare un effetto domino sui mercati finanziari. In questo senso, il rischio finanziario rimane comunque localizzato soprattutto in Cina, perché il sistema creditizio cinese è rivolto principalmente a investitori domestici. Il governo centrale sembra avere spazi di manovra per intervenire in caso di crisi più gravi.

Un'altra sfida a lungo termine per l'economia cinese è la attesa diminuzione della popolazione in età lavorativa. Secondo le proiezioni delle Nazioni Unite, la percentuale della popolazione in età lavorativa della Cina (dai 15 ai 64 anni) rispetto alla popolazione totale diminuirà dal 69,4% nel 2020 al 58,5% nel 2050 (quasi la stessa quota del 1980, 59,5%). I trend demografici rendono ancor più urgenti le riforme economiche per rilanciare la crescita della produttività del lavoro.

La dinamica delle esportazioni, anche per le crescenti tensioni sul mercato globale, nel medio termine sarà molto più contenuta rispetto alla ripresa immediatamente post Covid o agli anni di boom successivi all'ingresso nell'OMC. La domanda dei consumatori della Cina potrebbe in parte compensare il calo della domanda internazionale. Il rallentamento delle esportazioni e il graduale aumento della domanda dei consumatori spingono verso una riduzione del surplus delle partite correnti della Cina con il rischio che l'avanzo possa trasformarsi in deficit.

Il calo della domanda estera potrebbe tradursi in una riduzione degli investimenti privati. Inoltre, qualora le condizioni economiche dovessero peggiorare, il governo potrebbe incontrare maggiori difficoltà a sostenere l'espansione degli investimenti pubblici dato il già elevato indice di leva finanziaria della Cina.

Cruciali le policy del Governo cinese Nel lungo termine, le prospettive economiche della Cina dipendono dalla capacità del governo di continuare il percorso di liberalizzazione dell'economia. Durante i primi 30 anni dell'era delle riforme economiche, la Cina ha registrato una forte crescita grazie all'adozione di provvedimenti a favore di un'economia di mercato, come l'abolizione delle

⁸ Si veda Centro Studi Confindustria, "Catene di fornitura tra nuova globalizzazione e autonomia strategica", *Ricerche del CSC*, 2023.

⁹ Il tasso di urbanizzazione è passato da meno del 40% a inizio 2000 a oltre il 65% nel 2022.

¹⁰ Dati National Bureau of Statistics of China. Il settore delle costruzioni non include quello del *real estate*, che vale il 6,1%. Complessivamente i due settori valgono quindi il 13% nel 2022, in calo però rispetto al 14,5% del 2020. Dato lo stato di sviluppo economico, i due settori non sembrano essere più ampi che negli Stati Uniti (oltre il 15%) o in Giappone (oltre il 17%).

zone rurali comuni, del controllo dei prezzi e della politica di autosufficienza rispetto ai mercati esteri. Uno stallo prolungato delle riforme economiche costituisce un fattore di rischio e di possibile declino economico.

Tra le priorità, resta importante riformare l'inefficiente sistema di intermediazione finanziaria. I prestiti bancari rappresentano la maggior parte del finanziamento degli investimenti, mentre le azioni e le obbligazioni rappresentano ancora una quota minoritaria. Inoltre, le banche statali che continuano a dominare il sistema bancario hanno una scarsa propensione a concedere prestiti alle imprese private. Di conseguenza, con il mercato azionario e quello obbligazionario che giocano un ruolo di secondo piano, le imprese private devono ricorrere alle disponibilità interne di liquidità, così come al prestito attraverso il sistema bancario ombra a tassi di interesse elevati.

Questi problemi potrebbero mettere a repentaglio il potenziale di crescita della Cina e accrescono il rischio di un avvitamento dell'economia intorno ai nodi, *in primis* quello immobiliare che potrebbe avviare un circolo vizioso dalle conseguenze imprevedibili per l'economia cinese e, quindi, per l'economia globale.

Focus 7 - La manovra di bilancio nel DPB 2024

Tabella A
Quadro programmatico di
finanza pubblica
(In % di PIL)

	2022	2023	2024	2025	2026
PIL reale	3,7	0,8	1,2	1,4	1,0
Deflatore PIL	3,0	4,5	2,9	2,1	2,1
PIL nominale	6,8	5,3	4,1	3,6	3,1
Indebitamento netto	-8,0	-5,3	-4,3	-3,6	-2,9
Saldo primario	-3,8	-1,5	-0,2	0,7	1,6
Interessi	4,2	3,8	4,1	4,3	4,5
Debito pubblico	141,7	140,2	140,1	139,9	139,6
PIL nominale (mld)	1.946	2.051	2.135	2.212	2.282

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati NaDEF 2023.

Nel quadro programmatico, il PIL reale è previsto crescere al +1,2% nel 2024 (dal +0,8% quest'anno), l'indebitamento netto della PA cala al 4,3% del PIL (dal 5,3% del 2023), e il rapporto debito pubblico/PIL rimane pressoché costante al 140,1% (dal 140,2%). Si noti l'impostazione espansiva della finanza pubblica: il saldo primario resta negativo anche nel 2024 per diventare positivo dal 2025. Il Governo, con la NaDEF, è stato autorizzato dal Parlamento a fissare nuovi obiettivi programmatici di bilancio rispetto a quanto precedentemente indicato nel DEF di aprile. Tuttavia, l'intonazione della politica fiscale potrebbe non essere sufficientemente prudente, come invece sostiene il Governo, alla luce della riattivazione del Patto di Stabilità e Crescita nel 2024.

La manovra 2024-2026 La manovra di bilancio prevede misure espansive per 27,9 miliardi nel 2024, 15,8 nel 2025 e 14 nel 2026; le coperture previste ammontano a 12,3 miliardi nel 2024, 11,8 nel 2025 e 18,6 nel 2026 (Tabella B). Per differenza, il deficit aumenterà (rispetto alla stima a legislazione vigente) di 15,7 miliardi nel 2024 e 4 miliardi nel 2025, mentre nel 2026 si ridurrà per 4,6 miliardi.

Si osserva che:

- per il 2024, le risorse destinate a misure di carattere temporaneo (circa 15 miliardi per il taglio al cuneo fiscale, i sostegni alle imprese, le misure contro il caro energia e le politiche invariate) hanno un valore complessivo simile al maggior indebitamento autorizzato (15,7 miliardi);
- per il 2025-2026, gli interventi strutturali sono finanziati da coperture non ancora definite e da una forte revisione della spesa (3,8 e 10,8 miliardi);
- gli interventi riguardano per il 53% una riduzione del gettito fiscale e contributivo (a supporto delle famiglie a basso reddito), per il 17% i trasferimenti a famiglie e PA (altre uscite correnti), per il 15% le misure a sostegno di imprese ed enti locali (contributi agli investimenti), per l'8% quelle per pubblico impiego e sanità (consumi collettivi), per il 3% gli investimenti pubblici e per un ulteriore 3% le altre maggiori uscite.

**LA MANOVRA
DI BILANCIO PREVEDE
MISURE ESPANSIVE PER**



27,9 mld di euro
NEL 2024

Tabella B - Quantificazione della manovra per il triennio 2024-2026

(Valori in milioni di euro)

COPERTURE	2024	2025	2026	MISURE ESPANSIVE	2024	2025	2026
Totale	12.250	11.795	18.594	Totale	27.939	15.782	13.956
<i>di cui</i>				<i>di cui</i>			
Maggiori entrate	1.495	6.758	5.914	Minori entrate	18.863	5.656	3.853
Riduzione cuneo fiscale	...	46	388	Riduzione cuneo fiscale	10.484	...	...
Politiche per la famiglia	...	...	...	Politiche per la famiglia	1.721	991	1.082
Sostegno alle imprese	...	86	63	Riforma fiscale	4.270	4.647	2.479
Altro entrate / coperture	1.495	6.627	5.463	Sostegno alle imprese	2.281	...	...
				Altro entrate / interventi	107	18	292
Minori uscite	10.755	5.036	12.680	Maggiori uscite	9.076	10.126	10.103
Pensioni	1.235	...	...	Immigrazione e sicurezza	319	275	275
Contrasto caro-energia	...	7	7	Interventi a livello locale	815	771	634
Revisione spesa	2.330	3.812	10.794	Interventi per calamità naturali	342	430	362
Altro spese / coperture	7.190	1.217	1.879	Investimenti pubblici	850	1.160	1.844
				Pensioni	...	269	269
				Contrasto caro-energia	192	...	...
				Crisi ucraina	505	239	239
				Politiche invariate	2.007	1.100	689
				Pubblico impiego	1.494	2.468	2.376
				Sanità	1.708	2.438	2.461
				Altro spese / interventi	843	976	953
Deficit (+, o avanzo -)	15.689	3.987	-4.638				

Note: valori assoluti ricavati considerando il PIL nominale programmatico pubblicato nella NaDEF 2023; eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti; in assenza di dettagli, si è scelto arbitrariamente di imputare alcune coperture tra minori entrate e maggiori uscite e alcune coperture tra maggiori entrate e minori uscite. La scelta non influisce sul deficit finale.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati DPB 2024.

**METÀ DELLE RISORSE
NEL 2024
A RIDUZIONE DELLA
PRESSIONE FISCALE
E CONTRIBUTIVA**



**14,8 mld
DI EURO**

Misure espansive per il 2024 Guardando in particolare al 2024, la metà delle risorse sono destinate alla riduzione della pressione fiscale e contributiva: 10,5 miliardi alla proroga del taglio del cuneo contributivo, della tassazione agevolata dei premi di produttività e delle misure di favore per i *fringe benefits*, e 4,3 miliardi a finanziare i primi interventi in materia di riforma fiscale (riduzione aliquote e relativi scaglioni).

A sostegno delle imprese sono indirizzati 2,3 miliardi per la sospensione di *plastic* e *sugar tax* (attualmente fino al 1° luglio 2024), per la proroga del credito d'imposta per gli investimenti nel Mezzogiorno e per altre misure.

Per il finanziamento delle "politiche invariate" sono stanziati 2 miliardi. Seguono interventi di importo compreso tra 1 e 2 miliardi: politiche per la famiglia (1,7 miliardi), sanità (1,7 miliardi per il rifinanziamento del SSN e a sostegno del personale sanitario), pubblico impiego (1,5 miliardi per il rinnovo dei contratti), enti territoriali (1,2 miliardi per il sostegno alla finanza locale e per i territori colpiti da calamità naturali).

Altre risorse sono stanziati per sostenere gli investimenti pubblici e strategici (850 milioni), per la sicurezza e la gestione dei flussi migratori (319 mi-

lioni), per proseguire le attività emergenziali connesse alla guerra in Ucraina (505 milioni) e per contrastare il caro energia (192 milioni).

Le misure espansive previste nella manovra 2024 sono destinate per il 65% alle famiglie, per l'8,2% alle imprese, per il restante 26,8% ad altro (politiche invariate, sanità, investimenti pubblici, enti territoriali ecc.; Tabella C).

Coperture per il 2024 Le coperture sul 2024, sono definite solo in parte. Due terzi di queste figurano come "altre minori spese" e "altre maggiori entrate" (rispettivamente per 7,2 e 1,5 miliardi), ma nel DPB non si precisa a cosa si riferiscano. Risparmi di spesa sono previsti derivare dalla razionalizzazione della spesa corrente e la rimodulazione di quella in conto capitale (2,3 miliardi) e da misure in materia pensionistica (1,2 miliardi).

Tabella C
Famiglie principali
destinatari della manovra
di bilancio 2024

	Misure espansive ¹		Misure restrittive ²		Manovra netta (a - b)
	in mln	quote %	in mln	quote %	in mln
Imprese	2.281	8,2			2.281
Famiglie	18.161	65,0	1.235	10,1	16.926
Riduzione cuneo fiscale	10.484	37,5			10.484
Riforma fiscale	4.270	15,3			4.270
Pensioni			1.235	10,1	-1.235
Politiche per la famiglia	1.721				1.721
Pubblico impiego	1.494				1.494
Contrasto caro-energia	192				192
Altro	7.496	26,8	11.014	89,9	-3.518
Politiche invariate	2.007	7,2			2.007
Revisione spesa			2.330	19,0	-2.330
Sanità	1.708	6,1			1.708
Investimenti pubblici	850	3,0			850
Altro	2.931		8.684		-5.753
Totale	27.939	100,0	12.250	100,0	15.689

¹ Misure espansive: maggiori spese e minori entrate. ² Misure restrittive: minori spese e maggiori entrate.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati DPB 2024.

Finito di stampare nel mese di ottobre 2023
da Rubbettino print
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)
www.rubbettinoprint.it



€ 40,00