



EY Italian
Macroeconomic
Bulletin

N°7 | Giugno 2024

Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati	8
03. Il quadro europeo	12
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	12
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	14
04. L'economia italiana	21
04.1 L'andamento dell'economia reale in Italia	21
04.2 L'andamento dei prezzi in Italia	22
04.3 Approfondimento: investimenti e produttività	27
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	32
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	36
07. Appendice Tecnica	38

Executive summary

- ▶ La crescita mondiale è attesa stabile nel 2024 al 3,1%, per accelerare moderatamente al 3,2 % nel 2025. L'inflazione a livello globale è attesa ridursi dal 6,8% del 2023 al 5,9% nel 2024 ed al 4,5% nel 2025.
- ▶ Lo scenario internazionale rimane caratterizzato da una sostanziale incertezza: i prezzi dell'energia e delle materie prime sono ancora influenzati dalle tensioni geopolitiche, la crescita delle principali economie mondiali non è omogenea e le decisioni delle maggiori banche centrali sui tassi di interesse di politica monetaria sono difficilmente prevedibili.
- ▶ L'Eurozona è caratterizzata da una crescita economica sostanzialmente debole (+0,3% di crescita nel primo trimestre 2024), dopo due trimestri caratterizzati da crescita nulla o leggermente negativa. La produzione industriale è ancora sottotono, e gli indicatori PMI mostrano un'attività manifatturiera sotto la soglia di espansione, diversamente per quanto accade per il settore dei servizi.
- ▶ Considerando il contesto di debolezza dell'attività economica e i tassi di inflazione in calo nell'area euro (l'inflazione attesa al 2,4% nel 2024), la BCE ha ridotto i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base, il primo taglio da luglio 2022.
- ▶ In Italia l'inflazione è più bassa rispetto alla media dell'Eurozona (0,8% a maggio 2024, confermando uno scenario di inflazione al di sotto del 2% da ottobre 2023), grazie soprattutto al contributo negativo del livello dei prezzi dei beni energetici non regolamentati. I bassi tassi di inflazione si traducono però in tassi di interesse reali elevati, che tendono a scoraggiare consumi ed investimenti.
- ▶ In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,8% nel 2024 e dell'1,3% nel 2025, mentre il tasso di inflazione passerà dal 5,6% nel 2023 all'1,4% nel 2024 e 2,0% nel 2025. Le previsioni sono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando i segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili, nonché gli ultimi eventi geopolitici.
- ▶ Due simulazioni, effettuate con il modello econometrico di EY, su possibili scenari di un impiego parziale dei fondi del PNRR ne sottolineano l'importanza per la crescita. Nello specifico, un utilizzo del 70% e 90% delle risorse previste rispettivamente nel 2024 e 2025 comporterebbe una riduzione cumulata della crescita al 2025 di circa 0,5 punti percentuali rispetto al completo utilizzo di queste risorse; un utilizzo del 50% e 70% delle risorse nei due anni di analisi si tradurrebbe in una riduzione cumulata ancora più accentuata (1,2 punto percentuale).

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

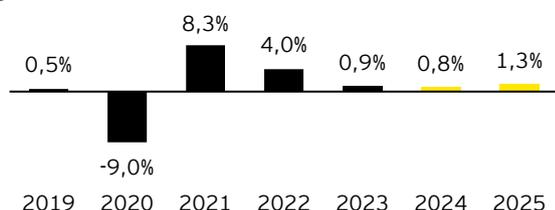
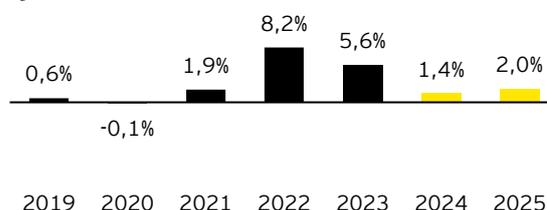


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



Fonte: ISTAT e previsioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM" (per dettagli si rimanda all'Appendice Tecnica). Le barre gialle rappresentano l'orizzonte di previsione.

Lo scenario globale

L'economia mondiale

Le ultime proiezioni dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) di maggio 2024 mostrano una crescita globale sostanzialmente in linea con i valori sperimentati nel 2023 (circa 3,1%), a cui ci si attende farà seguito una crescita del 3,2% nel 2025.¹ Questo dato è coerente con le attese del Fondo Monetario Internazionale, che ad aprile 2024 attendeva una crescita del PIL mondiale nel 2024 e 2025 pari al 3,1% e 3,2%.²

Le ultime previsioni riflettono dei timidi segnali di miglioramento dello scenario internazionale, se si considera che nel precedente Economic Outlook di febbraio 2024 l'OCSE stimava una crescita mondiale di 0,2 punti percentuali inferiore per i due anni in analisi, al 2,9% per il 2024 e al 3,0% al 2025.³

Spostandoci da una visione generale dell'economia mondiale ad una visione più dettagliata, è possibile individuare una forte eterogeneità tra i principali paesi e regioni del mondo. Nello specifico, gli Stati Uniti hanno mostrato una crescita robusta nel 2023 (2,5%) a cui è attesa seguire una crescita altrettanto dinamica nel 2024 (2,6%) e in leggero rallentamento nel 2025 (1,8%). La resilienza e forza dell'economia statunitense è ancor più apprezzata se si confrontano le attese di crescita precedenti, soprattutto in riferimento al 2024, che prospettavano una crescita del 2,1%. Migliore anche la previsione per il 2025 (dall'1,7% all'1,8%).

Diverso invece il quadro per l'Eurozona, che continua a manifestare segnali di debolezza economica. Secondo l'OCSE, al 2024 la crescita del PIL nell'Eurozona sarà dello 0,7%, soltanto una piccola accelerazione dopo una crescita al 2023 dello 0,5%. Solo nel 2025 l'insieme dei paesi dell'Unione Monetaria mostreranno un

dinamismo più accentuato, con una crescita del 1,5%.

Figura 3: PIL reale - var. %

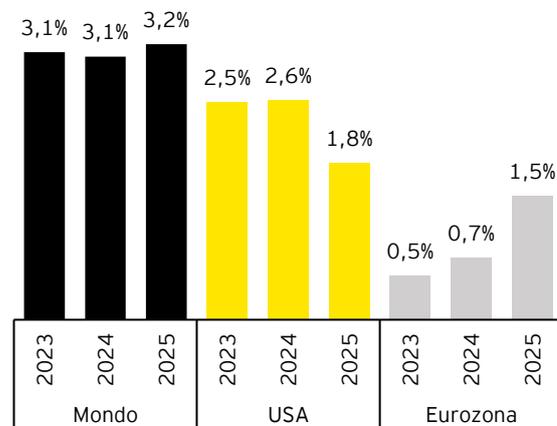
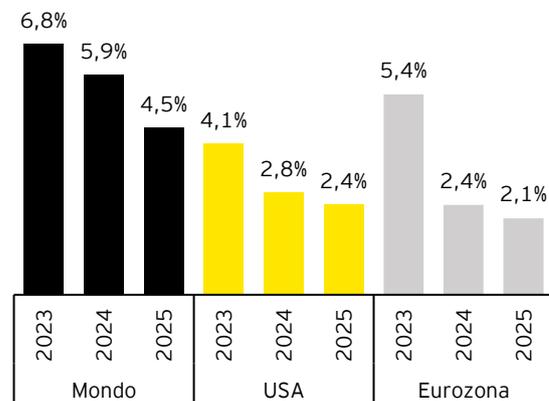


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: per i dati sul PIL, elaborazioni EY su dati e previsioni OECD Economic Outlook, maggio 2024. Per i prezzi al consumo, si fa riferimento alle previsioni da IMF World Economic Outlook, aprile 2024.

Nonostante questi valori siano lontani rispetto a quelli attesi per gli Stati Uniti, è importante sottolineare che anche per l'Eurozona si percepisce un leggero ottimismo, che si traduce

¹ OECD Economic Outlook, May 2024.

² IMF World Economic Outlook, April 2024.

³ OECD Economic Outlook, Interim Report February 2024.

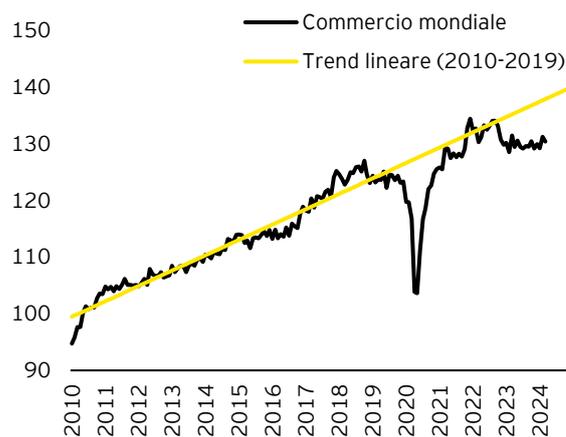
in una revisione al rialzo della crescita di 0,1 e 0,2 punti percentuali per i due anni di riferimento (precedentemente le previsioni erano allo 0,6% e 1,3%). Questo miglioramento è potenzialmente legato al rallentamento dell'inflazione negli ultimi mesi, che si tradurrebbe in una leggera ripresa della fiducia degli operatori e conseguente aumento dell'attività economica.

In riferimento all'andamento del tasso di inflazione a livello globale, in generale ci si attende una riduzione rispetto ai picchi raggiunti nel 2022, nonostante i valori continueranno a rimanere maggiori della media registrata nel ventennio precedente (3,9% nel periodo 2000-2019). Nel complesso, nel 2023 il tasso di inflazione ha segnato un valore leggermente inferiore al 7%, e ci si attende una riduzione al 5,9% nel 2024 seguita da un ulteriore calo di 1,4 punti percentuali nel 2025 (al 4,5%).

Per gli Stati Uniti l'inflazione al 2023 è stata pari al 4,1%, a cui segue una riduzione al 2,8% nel 2024 e 2,4% nel 2025, valore più in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi individuato dalla Federal Reserve (Fed). Una traiettoria simile è attesa anche per l'Eurozona (5,4% nel 2023, per poi passare al 2,4% nel 2024 e 2,1% nel 2025).

Nonostante la crescita economica mondiale sia stimata stabilmente sopra il 3% nel periodo di previsione, questo dato rimane inferiore rispetto a quanto sperimentato nel ventennio precedente la pandemia (2000-2019, dove il tasso di crescita mondiale si è attestato intorno al 3,7% annuo): è proprio la minore domanda uno dei fattori alla base di un rallentamento del commercio mondiale, che si mostra in un suo scostamento importante rispetto al trend riscontrato tra il 2000 ed il 2019.⁴

Figura 5: Commercio in volume, mondo - indice, 2010=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. Si fa riferimento al commercio di beni. Ultimo dato disponibile: marzo 2024.

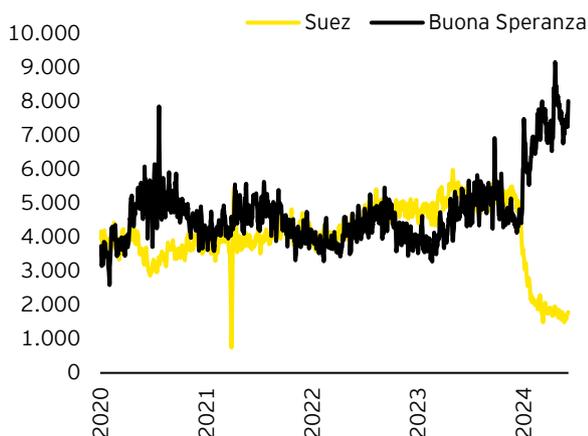
Un ulteriore elemento alla base dell'andamento del commercio internazionale è l'evoluzione dei rischi geopolitici emersi negli ultimi anni,⁵ nonché di specifiche situazioni ambientali.

In riferimento al primo punto, dopo gli attacchi alle navi commerciali nel Mar Rosso a seguito delle tensioni in Medio Oriente, parte del commercio globale è stato dirottato verso altri percorsi, ad esempio verso il Capo di Buona Speranza. Questo riorientamento, che ha interessato circa il 9% del commercio marittimo mondiale e circa il 18% dei volumi delle navi oceaniche a lungo raggio, con un conseguente aumento dei tempi di percorrenza per le merci interessate tra il Nord Europa e l'Asia di circa il 30%, sembra però avere avuto un effetto negativo solo marginale sull'andamento dei prezzi, grazie alla moderata crescita della domanda mondiale.

⁴ Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., Hespert, L., Linzenich, J., Meunier, B. (2024). Global trade in the post-pandemic environment. ECB Issue 1, 2024. Box 1.

⁵ Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.

Figura 6: Volume del commercio che transita nel canale di Panama e Capo di Buona Speranza - tonnellate metriche



Fonte: Elaborazioni EY su dai IMF PortWatch. I dati sono rappresentati come indice della media mobile a 7 giorni del volume del commercio espresso in migliaia di tonnellate metriche. Ultimo dato disponibile: 04 giugno 2024.

Nel Canale di Suez le difficoltà sono quindi di natura geopolitica, scaturite da un parziale allargamento del conflitto tra Hamas ed Israele. Si consideri che il 90% del volume degli scambi globali avviene via mare e di questo, prima di questa crisi, il 12% transitava per il Canale di Suez.⁶ Di diversa natura sono invece le difficoltà riscontrate nel canale di Panama, dove la siccità causata dalle insufficienti precipitazioni sul lago Gatún, che alimenta il canale, ha ridotto i flussi commerciali in maniera significativa (circa il 30%) rispetto ai valori medi registrati nel 2022.⁷

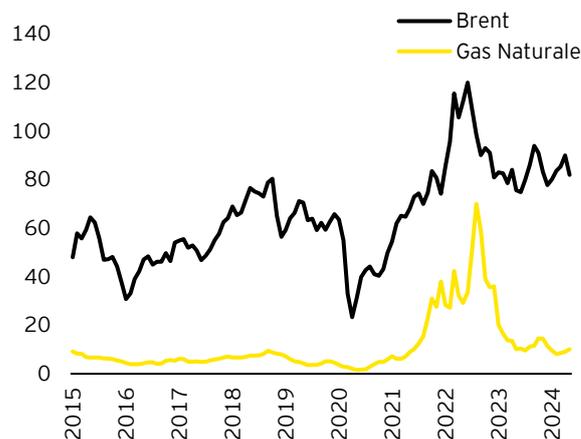
Tornando alle recenti dinamiche geopolitiche, queste non influenzano solo l'andamento del commercio internazionale, ma hanno degli effetti anche sui prezzi delle materie prime, rappresentando un fattore di potenziale incertezza delle quotazioni.

I primi due mesi del 2024 hanno segnato una continuazione della riduzione del prezzo del gas naturale quotato sul mercato europeo, riduzione che continuava da ottobre 2023, fino al raggiungimento di un prezzo pari a 8,15 \$/mmbtu⁸. I mesi di marzo, aprile e maggio sono

stati, al contrario, caratterizzati da un aumento del costo del gas, riportando i prezzi intorno ai 10,1 \$/mmbtu, valore maggiore rispetto a quello registrato nei mesi precedenti ma significativamente inferiore rispetto a quanto sperimentato nel 2023. Una dinamica simile si è registrata per il prezzo del gas quotato sul mercato americano⁹ (2,13 \$/mmbtu a maggio 2024, contro 1,50 \$/mmbtu a marzo 2024).

Diverso invece l'andamento del prezzo del petrolio, con il Brent che ad aprile ha raggiunto i 90,1 \$/bbl,¹⁰ dopo una crescita continua da dicembre 2023 (77,9 \$/mmbtu), per poi tornare a 82 \$/bbl a maggio 2024. Nel parlare dell'andamento del prezzo del petrolio è importante sottolineare la presenza di molteplici fattori che ne influenzano la dinamica.

Figura 7: Prezzi delle materie energetiche (\$)



Fonte: Elaborazioni EY su dati World Bank. I prezzi del Brent e del gas naturale sono espressi rispettivamente in \$/bbl e \$/mmbtu. Il prezzo del gas naturale fa riferimento al gas naturale quotato nel Title Transfer Facility (TTF). Ultimo dato disponibile: maggio 2024.

Da un lato, infatti, a sostegno dell'aumento del prezzo del petrolio ci sono i prolungati tagli all'offerta da parte dell'OPEC+,¹¹ tagli che hanno portato l'Energy Information Administration statunitense (EIA) a stimare un deficit di offerta per la prima parte del 2024, che porterà ad un prezzo medio del Brent nel secondo trimestre del

⁶ Confindustria, Congiuntura Flash, gennaio 2024.

⁷ Arslanalp, S., Koepke, R., Sozzi, A., Verschuur, J. (2023). Climate Change is Disrupting Global Trade, IMF Blog, November 2023.

⁸ Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

⁹ Per il dato europeo si fa riferimento al gas naturale quotato nel Title Transfer Facility (TTF). Per il dato americano si fa riferimento al prezzo spot dell'Henry Hub, Louisiana.

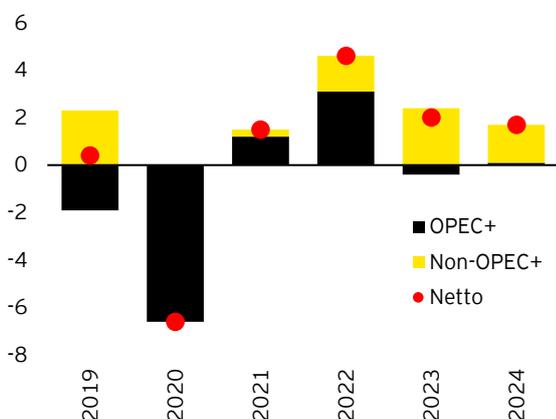
¹⁰ Dollari per barile di petrolio. Un barile equivale a circa 159 litri.

¹¹ Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC). È l'insieme dei paesi esportatori di petrolio, il cui obiettivo è quello di

coordinare e unificare le politiche petrolifere tra i Paesi membri, al fine di garantire prezzi equi e stabili per i produttori di petrolio, una fornitura efficiente, economica e regolare di petrolio ai Paesi consumatori e un'equa remunerazione del capitale per coloro che investono nel settore. I paesi attualmente membri dell'OPEC sono Algeria, Angola, Congo, Guinea Equatoriale, Gabon, Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Nigeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Venezuela. Per maggiori informazioni, https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/24.htm. L'OPEC+ è il gruppo formato dai paesi OPEC e altri paesi esportatori di petrolio, di cui la Russia rappresenta uno dei principali esponenti.

2024 a circa 88 \$/bbl.¹² Questi effetti sono in parte bilanciati dall'aumento dell'offerta da parte dei paesi non-OPEC+, soprattutto degli Stati Uniti.¹³

Figura 8: Variazione nella fornitura di petrolio da parte dei paesi OPEC+ e non-OPEC+ - milioni di barili al giorno



Fonte: Elaborazioni EY su dati International Energy Agency (IEA).

Dall'altro lato, l'allargamento del conflitto in Medio Oriente rischia di porre nuove complicazioni. Si consideri, ad esempio, che per lo stretto di Hormuz (situato tra il Golfo Persico ed il Golfo dell'Oman) passa circa il 30% del commercio di petrolio mondiale, e il 20% di quello di gas naturale. Nonostante al momento l'ipotesi di complicazioni nello stretto sia remota, anche eventi avversi di breve durata potrebbero avere un effetto sull'andamento dei prezzi dell'energia molto importante e, di conseguenza, sulla crescita mondiale. L'OCSE ad esempio stima che, in caso di uno shock che comporti un incremento del prezzo del petrolio del 25% il primo anno, seguito da un aumento del 10% nell'anno successivo, la crescita mondiale si ridurrebbe di 0,4 punti percentuali nel primo anno, con effetti maggiori nelle economie avanzate. A questo poi si unirebbe un aumento dell'inflazione a livello globale di un punto percentuale ed un conseguente aumento dei tassi di interesse di politica monetaria di 50 punti base in diverse economie.¹⁴

¹² U.S. Energy Information Administration, short-term energy outlook, March 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.eia.gov/outlooks/steo/archives/mar24.pdf>.

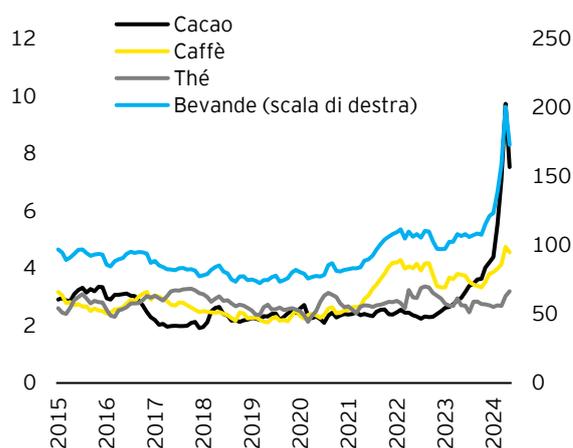
¹³ IMF World Economic Outlook, April 2024.

¹⁴ OECD Economic Outlook, May 2024.

¹⁵ Per maggiori informazioni, <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>.

In riferimento all'andamento dei prezzi agricoli, dopo la sostanziale stasi sperimentata tra dicembre e febbraio 2024, tra marzo e aprile si è assistito ad un incremento importante dell'indice rappresentativo fornito dalla Banca Mondiale, rientrato solo parzialmente a maggio.¹⁵ Considerata la composizione dell'indice, l'aumento è riconducibile ad una crescita esponenziale del prezzo delle bevande, a sua volta trainato da una crescita del prezzo del cacao (che rappresenta, secondo la metodologia della Banca Mondiale, circa il 40% dell'indice). L'aumento del prezzo del cacao si lega ad una minore produzione della materia prima in Costa d'Avorio rispetto alle attese, che ne rappresenta il principale fornitore mondiale, a causa delle piogge abbondanti legate al fenomeno naturale El Niño.¹⁶

Figura 9: indice dei prezzi delle bevande (2010=100) e prezzo delle componenti (\$/Kg)



Fonte: Elaborazioni EY su dati World Bank. Ultimo dato disponibile: maggio 2024.

Il rialzo degli ultimi mesi ha riportato l'indice dei prezzi agricoli ai livelli sperimentati a metà 2022 e, nonostante si sia lontani dai picchi dei primi mesi del 2022, questi rimangono ancora ben al di sopra i livelli registrati nel periodo ricompreso tra il 2015 e l'inizio della crisi pandemica, creando potenziale instabilità sia dal punto di vista dell'inflazione globale sia dal punto di vista della sicurezza alimentare,^{17,18} nonostante il complessivo miglioramento delle

¹⁶ World Bank Blogs, "Beverage prices surge amid supply shortfalls", marzo 2024.

¹⁷ Vos, R., Glauber, J., Hernandez, M., Laborde D. (2022). COVID-19 and Rising Global Food Prices: What's Really Happening? IFPRI. Washington, DC.

¹⁸ WFP & FAO. 2022. Hunger Hotspots: FAO-WFP early warnings on acute food insecurity. October 2022 to January 2023 Outlook.

condizioni di offerta a livello mondiale stia sortendo degli effetti positivi sul livello dei prezzi.¹⁹

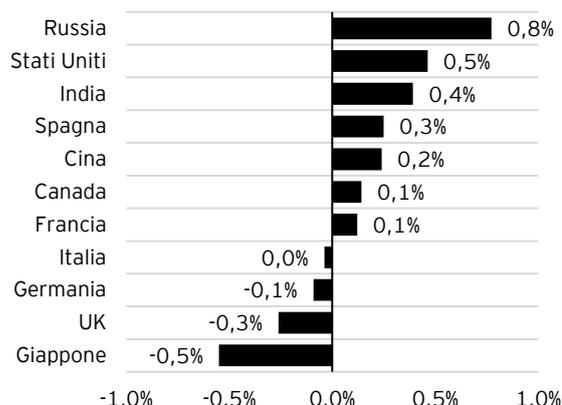
Nonostante le numerose incertezze geopolitiche e i fenomeni naturali che influenzano l'andamento dei prezzi delle materie prime, come è stato precedentemente descritto le attese sono quelle di un'inflazione globale in riduzione.

La riduzione attuale e attesa della crescita del livello dei prezzi è guidata da una contestuale riduzione delle pressioni dei fattori di domanda e offerta che hanno caratterizzato l'andamento dei prezzi nei periodi precedenti. Questo diventa evidente utilizzando approcci econometrici ampiamente diffusi per valutare i contributi all'inflazione da parte dei fattori di domanda e offerta,^{20,21} che suggeriscono come sia le variazioni di prezzo guidate dall'offerta che quelle guidate dalla domanda abbiano contribuito positivamente all'inflazione fino al quarto trimestre del 2023 in numerose economie avanzate. Tuttavia, si noti che rispetto al 2022 i fattori di offerta hanno contribuito in maniera maggiore rispetto ai fattori della domanda.²²

La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati

Come anticipato, la revisione della previsione dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico della crescita globale, specialmente in riferimento al 2024, mostra delle eterogeneità importanti tra le principali economie mondiali.

Figura 10: Revisioni delle previsioni di crescita del PIL al 2024 dell'OCSE a maggio 2024 rispetto a febbraio 2024 (punti percentuali)



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni OECD Economic Outlook febbraio 2024, maggio 2024.

Queste revisioni mostrano uno scenario articolato: da un lato, come ricordato precedentemente, l'OCSE presenta una revisione importante al rialzo per la crescita degli Stati Uniti nel 2024 (0,5 punti percentuali); una revisione positiva si registra anche per la Spagna (0,3 punti percentuali) e per la Francia (0,1 punti percentuali). Al contrario, una revisione al ribasso si evidenzia per Germania (-0,1 punti percentuali) e Regno Unito (-0,3 punti percentuali).

Stati Uniti

Gli Stati Uniti hanno registrato nel primo trimestre del 2024 una crescita dello 0,3% rispetto al trimestre precedente, dopo una crescita al quarto trimestre del 2023 dello 0,8%. Nello specifico, il primo trimestre è stato caratterizzato da una forte crescita dei consumi privati (che passano da una crescita congiunturale dello 0,8% nel quarto trimestre 2023 ad una crescita dello 0,5% nel primo trimestre 2024), che riflettono una crescita eterogenea del consumo di beni e servizi (rispettivamente -0,5% e 1,0%). In riferimento al consumo di beni, si registra una riduzione del consumo di beni non durevoli dello 0,2% ed una riduzione più consistente del consumo di beni durevoli, probabilmente effetto di tassi di

¹⁹ World Bank Global Economic Prospects, January 2024.

²⁰ Shapiro, A. (2022), "A Simple Framework to Monitor Inflation", FRBSF Economic Letters, 2022-15.

²¹ OECD Economic Outlook, Interim Report February 2024.

²² OECD Economic Outlook, May 2024.

interesse sul credito al consumo ancora alti (-1,0%). Una crescita sostenuta si registra invece per gli investimenti privati (0,8%), dopo un trimestre di crescita modesta (0,2%). In riferimento al commercio con l'estero, le esportazioni hanno registrato una crescita congiunturale dello 0,3% a cui si associa una crescita molto più pronunciata delle importazioni (1,9%).²³

I dati più recenti mostrano, inoltre, come ad aprile 2024 la spesa per consumi abbia segnato una leggera contrazione rispetto al mese precedente (-0,1% contro lo 0,4% a marzo e 0,3% a febbraio).²⁴

Nell'analizzare l'andamento dei consumi è interessante notare inoltre che negli ultimi trimestri si è assistito ad un aumento delle insolvenze su carte di credito. Il *Quarterly Report on Household Debt and Credit* relative al primo trimestre del 2024 mostra come, per tutti i debiti diversi dai prestiti agli studenti, la morosità è in costante aumento dal quarto trimestre del 2021, dopo i minimi storici registrati durante la pandemia. Le morosità delle carte di credito, in particolare, hanno superato i livelli pre-pandemia e nel complesso rischiano di aumentare nei prossimi trimestri.²⁵

Questi dati si accompagnano ad un mercato del lavoro dinamico: a maggio, infatti, la crescita del numero di occupati negli Stati Uniti è stata di 272.000 unità rispetto al mese precedente, a cui si affianca un tasso di disoccupazione stabile intorno al 4%.²⁶

Se i dati mostrano una crescita dinamica del mercato del lavoro statunitense, è importante considerare che questo fenomeno non riguarda tutto il paese in modo omogeneo. Le motivazioni sono diverse: la composizione dell'attività economica, ad esempio, ha giocato un ruolo importante (si pensi alle economie locali dove l'attività turistica era preponderante e che hanno quindi subito delle ripercussioni maggiori a causa delle restrizioni del periodo pandemico), così come il momento di diffusione della pandemia (le

prime località colpite dalla pandemia hanno sperimentato dei danni economici maggiori).

Altri fattori alla base di questa mancanza di omogeneità nella ripresa del mercato del lavoro fanno riferimento al dinamismo precedente la pandemia. Molte delle economie che non hanno ancora recuperato i livelli di occupazione precedenti la pandemia erano, ad esempio, caratterizzate da una bassa crescita dell'occupazione anche prima della pandemia stessa. Per esempio, le aree metropolitane che mostrano attualmente un "deficit occupazionale" rispetto al periodo precedente la pandemia hanno registrato una crescita media annua dei posti di lavoro di appena lo 0,5% nei cinque anni precedenti la pandemia, rispetto all'1,5%, in media, delle aree che hanno recuperato i livelli occupazionali precedenti.

Infine, molte località che non hanno ancora recuperato i livelli di occupazione precedenti sono anche caratterizzate da una mancanza di occupati: con la persistente carenza di lavoratori in tutto il paese dopo la pandemia, il reperimento della manodopera è divenuto sempre più difficile, in particolarmente nei luoghi che sperimentano ancora un gap rispetto ai livelli di occupazione pre-pandemia.²⁷

L'attività del comparto industriale e manifatturiero statunitense è stabile o in contrazione: la prima registra, ad aprile 2024, una crescita sostanzialmente nulla rispetto al mese precedente, mentre la seconda registra una contrazione dello 0,3%. In termini tendenziali entrambe la produzione industriale e manifatturiera è in contrazione, con una riduzione rispettivamente dello 0,4% e 0,5% ad aprile 2024.²⁸

In riferimento alle attese di crescita per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di maggio 2024 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa tra un range di -0,49% e +3,41%, con una mediana

²³ Gross Domestic Product, First Quarter 2024 (Second Estimate) and Corporate Profits (Preliminary), <https://www.bea.gov/news/2024/gross-domestic-product-first-quarter-2024-second-estimate-and-corporate-profits>.

²⁴ Bureau of Economic Analysis (BEA), Personal Income and Outlays, April 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2024/personal-income-and-outlays-april-2024>.

²⁵ Haughwout, A., F., Donghoon L., Mangrum, D., Scally, J., van der Klaauw, W., Wang, C. (2024). Delinquency Is Increasingly in the Cards

for Maxed-Out Borrowers. Federal reserve Bank of New York, Liberty Street Economics.

²⁶ U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation Summary. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/bls/news-release/empsit.htm#2024>.

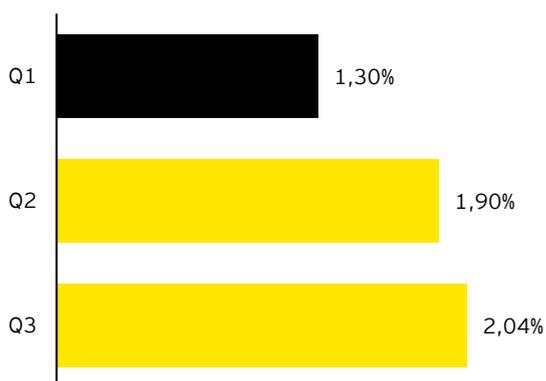
²⁷ Jason R. A., Deitz, R., Hastings, J., Scally, J., (2024). Many Places Still Have Not Recovered from the Pandemic Recession. Federal reserve Bank of New York, Liberty Street Economics.

²⁸ Industrial Production and Capacity Utilization, maggio 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/q17/current/default.htm>.

dell'1,53%,²⁹ a dimostrazione della presenza di forte incertezza sull'andamento dell'attività economica.

Sempre riguardo alle aspettative della Federal Reserve Bank di New York, le previsioni a breve periodo sull'andamento dell'economia statunitense indicano, per il secondo trimestre del 2024, un tasso di crescita annualizzato³⁰ dell'1,90% e del 2,04% per il terzo trimestre.³¹

Figura 11: PIL 2024 - USA, var. % QoQ annualizzata



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Le barre in giallo rappresentano le previsioni disponibili per i prossimi trimestri (New York Fed Staff Nowcast). I tassi di variazione sono annualizzati. Ultimo aggiornamento: 7 giugno 2024.

Regno Unito

Nel Regno Unito si registra una crescita dello 0,6% nel primo trimestre del 2024, successiva alla contrazione dello 0,3% nel quarto trimestre del 2023 e alla modesta crescita dello 0,1% nel terzo trimestre dello stesso anno. La *performance* del primo trimestre è dovuta ad una crescita dei consumi privati (0,2%), dei consumi pubblici (0,3%), e degli investimenti (1,4%).³²

I dati congiunturali mostrano dei segnali di miglioramento: a marzo il settore dei servizi ha

registrato una crescita su base mensile dello 0,5%, a cui ha fatto seguito un'ulteriore crescita, seppur più modesta, dello 0,2% ad aprile rispetto al mese precedente.³³

L'andamento del settore delle costruzioni segue invece un andamento diverso, con una riduzione dell'1,4% della produzione ad aprile 2024; anche la produzione industriale registra una riduzione ad aprile, anche se di minore intensità rispetto a quella delle costruzioni (-0,9%) e successiva ad una crescita dello 0,2% del mese precedente.^{34, 35}

Il tasso di inflazione ha raggiunto il target di inflazione del 2% a maggio, valore inferiore rispetto al dato del mese precedente di 0,3 punti percentuali (2,3%). In calo anche l'inflazione di fondo (*core*), che passa dal 3,9% ad aprile al 3,5% a maggio.³⁶

Cina

Spostandosi sul fronte asiatico, l'economia cinese mostra una crescita nel primo trimestre del 2024 del 5,3% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, a cui corrisponde una crescita congiunturale (rispetto quindi al trimestre precedente) dell'1,6%.³⁷

In riferimento al comparto industriale, nel mese di aprile la produzione industriale è cresciuta del 6,7%, dopo aver registrato nel mese di marzo una crescita del 4,5%. Questa *performance* è in parte dovuta alla crescita importante del comparto automobilistico (16,3%), della manifattura di computer e apparecchiature elettroniche (15,6%), dell'industria chimica (12,3%), e dell'industria della plastica e gomma (10,5%).³⁸

Una contrazione significativa si registra invece per gli investimenti nel settore immobiliare, che da gennaio ad aprile 2024

²⁹ Federal Reserve Bank of New York, Outlook-at-Risk: Real GDP Growth, Unemployment, and Inflation, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/outlook-at-risk#root:growth-at-risk>.

³⁰ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

³¹ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#overview>.

³² Office for National Statistics (ONS), GDP first quarterly estimate, UK: January to March 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/januarytomarch2024>.

³³ Office for National Statistics, Index of Services, UK: April 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/april2024>.

³⁴ Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: April 2024,

<https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/april2024>.

³⁵ Office for National Statistics, Index of Production, UK: April 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/april2024>.

³⁶ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: May 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/may2024>.

³⁷ National Economy Made a Good Start in the First Quarter, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202404/t20240416_1948543.html.

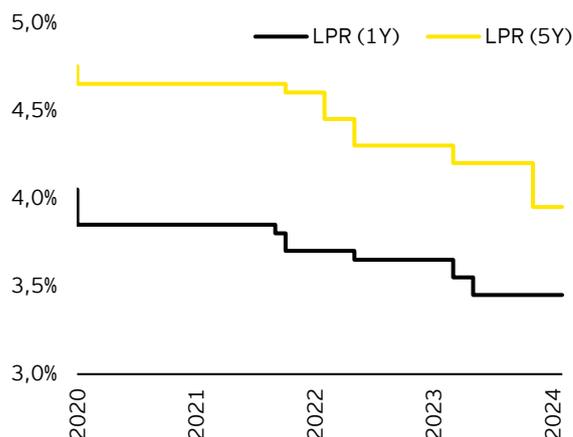
³⁸ Industrial Production Operation in April 2024, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202406/t20240603_1954231.html.

registrano una contrazione del -9,8% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questa tendenza al ribasso è confermata anche dai dati nei mesi precedenti, a dimostrazione di un settore fortemente in crisi.³⁹ Allargando lo spettro di analisi agli investimenti complessivi, la crescita nei primi quattro mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente si attesta al 4,2%, con una crescita soprattutto nell'industria della produzione energetica (26,2%), dell'estrazione (21,3%) e nella manifattura (9,7%).⁴⁰

In riferimento alle vendite al dettaglio, dopo il picco registrato a novembre 2023, la crescita tendenziale (ovvero rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) è andata progressivamente riducendosi. A novembre, infatti, il tasso di variazione tendenziale registrato è stato pari al 10,1%, tasso di crescita che si è costantemente ridotto fino al raggiungimento del 2,3% ad aprile.⁴¹

È importante sottolineare, a questo proposito, che a sostegno dell'attività economica la banca centrale cinese ha posto in essere una politica monetaria espansiva tramite una riduzione dei tassi di interesse di riferimento. Il Loan Prime Rate (LPR, ovvero il tasso preso a riferimento dalle banche commerciali per definire il costo dei prestiti ai clienti con gli standard di credito più elevati) ad uno e cinque anni si attestano rispettivamente al 3,45% e 3,95% a maggio 2024. L'LPR a cinque anni è stato ridotto, nel mese di febbraio 2024, di 25 punti base, una riduzione che fa seguito ad un taglio di 10 punti base a giugno 2023. Rimane invece costante al 2,50% l'MLF (Medium-term policy loan rate, ovvero il tasso al quale le banche commerciali e altre banche - quale la China Development Bank - prendono a prestito dalla banca centrale nel medio termine).⁴²

Figura 12: Loan Prime Rate (LPR) ad 1 e 5 anni, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati People Bank of China. Ultimo dato disponibile: maggio 2024.

Un contributo positivo alla crescita viene inoltre fornito dalle esportazioni nette. Le esportazioni hanno registrato, a maggio 2024, una crescita tendenziale dell'11,2% a fronte di una crescita delle importazioni del 5,2%.⁴³ Il contributo positivo delle esportazioni (maggiori delle importazioni di circa il 30% nel mese di maggio) alla crescita si conferma anche analizzando l'andamento dei primi cinque mesi del 2024, nonostante una crescita delle importazioni lievemente maggiore rispetto a quella delle esportazioni (rispettivamente 6,4% e 6,1%).

Nel complesso quindi si delinea uno scenario internazionale in ripresa ma con elementi di incertezza ancora importanti che caratterizzeranno il panorama economico mondiale nel breve-medio periodo.

³⁹ Investment in Real Estate Development in 2023, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202402/t20240201_1947107.html.

⁴⁰ Investment in Fixed Assets from January to April 2024. Per maggiori informazioni, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202406/t20240604_1954251.html.

⁴¹ Total Retail Sales of Consumer Goods in April 2024. Per maggiori informazioni,

https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202406/t20240603_1954214.html.

⁴² Per maggiori informazioni, <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

⁴³ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/statics/report/preliminary.html>. La crescita delle esportazioni si attesta allo 7,6% se si considerano le esportazioni espresse in dollari, mentre quella delle importazioni si attesta all'1,8%.

Il quadro europeo

Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali

Nel primo trimestre del 2024, l'Eurozona ha registrato una crescita rispetto al trimestre precedente dello 0,3%, dopo un trimestre di contrazione (-0,1 nel quarto trimestre del 2023) ed uno di stagnazione (terzo trimestre del 2023). L'accelerazione del primo trimestre del 2024 è principalmente dovuta ad una *performance* positiva della Spagna, che segna una crescita congiunturale dello 0,7%, e ad una modesta crescita delle altre principali economie dell'Unione Monetaria (nello specifico, una crescita dello 0,2% per la Francia e Germania, e dello 0,3% per l'Italia).

Passando dall'analisi congiunturale ad un'analisi tendenziale (ovvero rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), la Spagna e la Francia si mostrano come i due paesi più dinamici (con una crescita rispettivamente del 2,4% e 1,3%), seguite dall'Italia (0,7%). In contrazione invece l'attività economica tedesca, che segna il terzo trimestre consecutivo di crescita negativa (-0,2% nel primo trimestre del 2024, dopo una crescita negativa dello 0,1% e 0,2% rispettivamente nel terzo e quarto trimestre del 2023). Nel complesso, l'Eurozona segna quindi una crescita tendenziale al primo trimestre del 2024 dello 0,4%.

Figura 13: PIL - indice, 2015=100

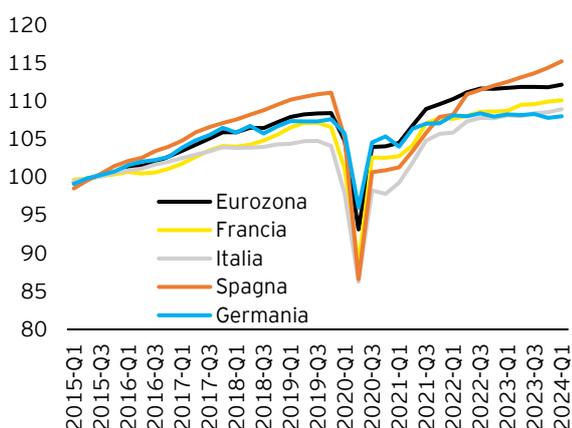
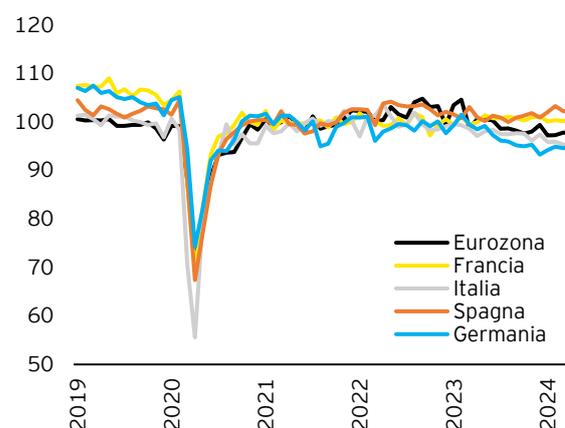


Figura 14: Produzione industriale - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Commissione Europea (*Business and consumer surveys*). Per la produzione industriale si fa riferimento ai codici NACE Rev. 2 B-D (*Mining and quarrying; manufacturing; electricity, gas, steam and air conditioning supply*). Ultimo dato disponibile per il PIL: 2024-Q1; per la produzione industriale: aprile 2024.

In riferimento alla produzione industriale, dopo il dato positivo di febbraio e marzo 2024 (rispettivamente 0,6% e 1,0% rispetto ai mesi precedenti), l'Eurozona ad aprile registra una contrazione congiunturale dello 0,1%. Il dato è principalmente influenzato dalla contrazione sperimentata in Italia (-1,0%, dopo il -0,5% a marzo) a cui si unisce l'andamento non positivo della Spagna (contrazione dell'1,1% a marzo e stagnazione ad aprile) e della Germania (-0,3% a marzo ed una modesta ripresa ad aprile con una crescita dello 0,3%).

La debolezza dell'attività economica e di quella industriale si manifesta anche nelle attese di produzione a tre mesi⁴⁴ e nell'andamento degli ordini per l'industria stessa. In riferimento ai primi, dopo la ripresa successiva alla crisi pandemica, l'indicatore rappresentativo delle attese di produzione si è ridotto fino al raggiungimento di un livello di stabilità negli ultimi mesi. L'andamento degli ordini interni continua la sua

⁴⁴ Per maggiori informazioni circa la metodologia a supporto degli indicatori, https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/4f162b92-e654-4cef-beed-38960dae1b09_en?filename=bcs_user_guide.pdf.

traiettorie discendenti, a dimostrazione di una domanda interna complessivamente ancora debole, mentre gli ordini esterni, nonostante seguano complessivamente la direzione degli ordini interni, mostrano qualche leggero segnale di ripresa negli ultimi mesi.

Come precedentemente accennato, il fattore "domanda" è individuato dalle imprese del comparto industriale dell'Eurozona come principale fattore di ostacolo all'attività produttiva, mentre si sono affievolite le complicazioni dal lato dell'offerta (disponibilità di manodopera qualificata e materiali ed equipaggiamento necessario allo svolgimento dell'attività).

Figura 15: Ordini e attese di produzione per l'industria nei prossimi tre mesi, Eurozona

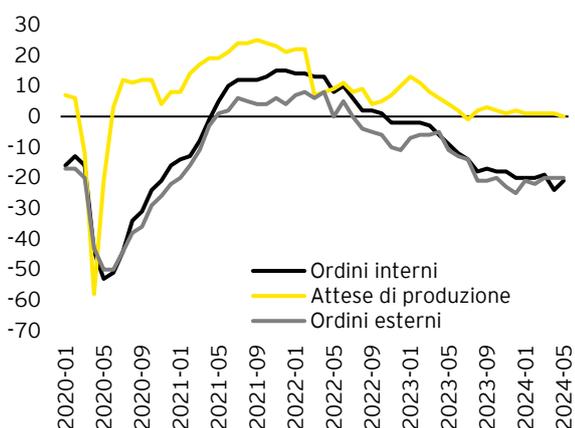
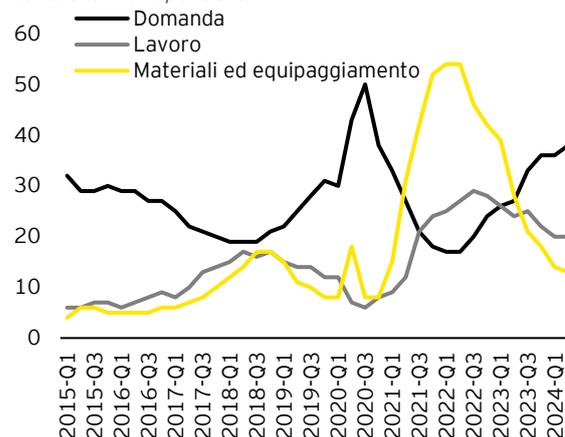


Figura 16: Fattori di ostacolo all'attività dell'industria, Eurozona - % rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (Business and Consumer Surveys). Ultimo dato disponibile per Figura 15: maggio 2024; Figura 16: 2024-Q2.

L'analisi dell'indicatore PMI⁴⁵ per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e più tempestivi dell'andamento dei due principali settori di riferimento dell'economia. Le ultime rilevazioni del PMI manifatturiero mostrano un clima complessivamente poco ottimista, anche se in una fase di miglioramento rispetto a quanto registrato nei primi mesi del 2024. La Spagna rappresenta l'unico dei quattro maggiori paesi dell'Eurozona in cui l'indice PMI manifatturiero ha registrato valori che indicano un'espansione dell'attività (sopra il 50). Nel complesso, quindi, la percezione generale è ancora quella di una generale difficoltà nello svolgimento dell'attività economica nel settore industriale.

Figura 17: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

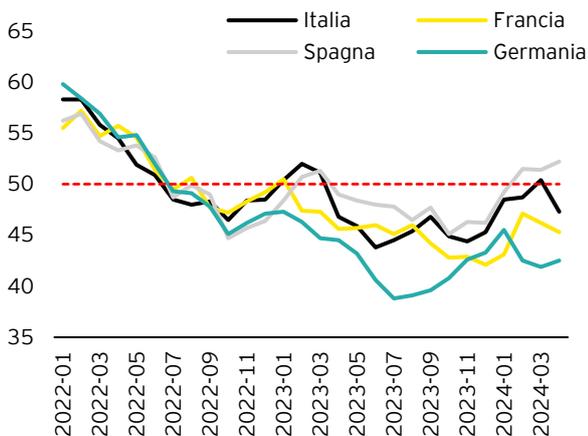
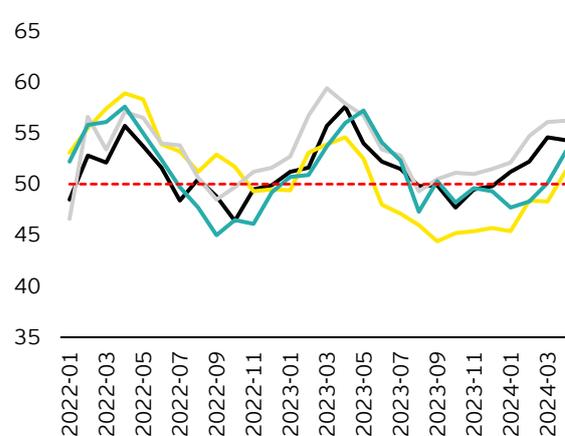


Figura 18: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Global. Ultimo dato disponibile: aprile 2024.

⁴⁵ L'indice PMI (Purchasing Managers' Index) è uno degli indici congiunturali più popolari, ovvero un indice della direzione prevalente delle tendenze economiche nei settori manifatturiero, delle costruzioni e dei servizi, ottenuto grazie ad indagini tempestive condotte sulle aziende più rappresentative dei settori di riferimento. Valori superiori a 50 indicano una tendenza di crescita dell'attività economica, valori inferiori a 50 una sua diminuzione.

Positiva invece la percezione nel settore dei servizi che mostra, per i quattro principali paesi europei, dei valori superiori alla soglia di espansione. Ciò lascia ben sperare per le prospettive di crescita, essendo il settore dei servizi di gran lunga quello con un peso maggiore sul PIL.

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Il meeting della Banca Centrale Europea del 6 giugno 2024 rappresenta un momento importante, ancorché atteso dai mercati, per la politica monetaria dell'Eurozona. Infatti, per la prima volta da luglio 2022, la BCE ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento, per ora di 25 punti base. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale⁴⁶ si attestano quindi rispettivamente al 4,25%, al 4,50% e al 3,75%.⁴⁷

Figura 19: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

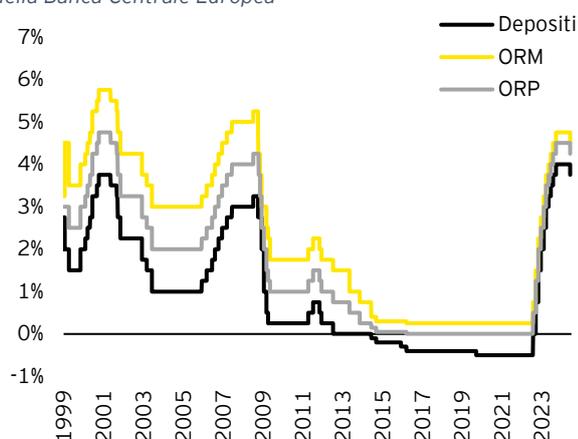
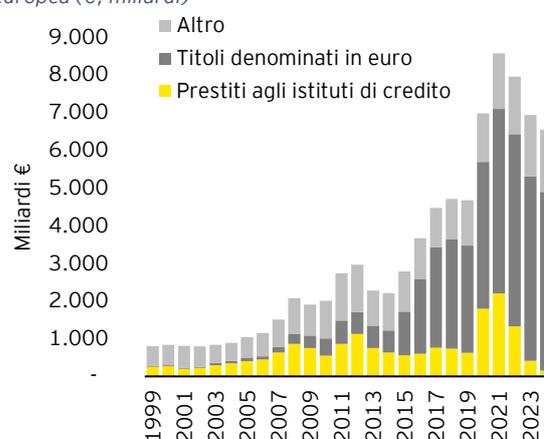


Figura 20: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea. ORM = operazioni di rifinanziamento marginale; ORP = operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso sui depositi fa riferimento ai depositi presso la banca centrale. Voci di bilancio - prestiti agli istituti di credito: si considerano i prestiti agli istituti di credito dell'area dell'euro connessi a operazioni di politica monetaria denominati in euro (tra le diverse voci rientrano le operazioni di rifinanziamento principali e LTRO); titoli denominati in euro: si considerano i titoli denominati in euro di residenti nell'area dell'euro (tra le diverse voci rientrano le attività acquisite per finalità di politica monetaria); altro: tra le diverse voci rientrano l'oro e i crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro. L'ultimo dato disponibile per il 2024 fa riferimento al *weekly financial statement* del 7 giugno 2024.

Nonostante nelle ultime proiezioni della Banca Centrale Europea le stime per l'inflazione siano state riviste al ribasso (in particolare per il 2024) principalmente grazie ad un minore contributo dei prezzi dell'energia, la BCE si attende un'inflazione nell'Eurozona al 2,3% nel 2024, ancora quindi lievemente superiore all'obiettivo di stabilità dei prezzi (2%). A questo si prevede seguiranno, nel 2025 e 2026, dei tassi di inflazione al 2,0% e 1,9% rispettivamente. Sebbene la maggior parte delle componenti dell'inflazione core (inflazione di fondo) stiano registrando un rallentamento della crescita, le pressioni sui prezzi rimangono elevate, in parte anche a causa della crescita del monte salari⁴⁸ (che registra una crescita nominale tendenziale nel quarto trimestre del 2023 del 6,4%). La cautela nella riduzione dei tassi di interesse e, di conseguenza, nel mantenimento di condizioni di finanziamento restrittive, trova quindi

⁴⁶ Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che la BCE fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Questo tasso definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale. Gli altri due tassi di riferimento sono il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM). Il tasso sulle ORP definisce il costo al quale le banche possono ottenere credito dalla banca centrale con scadenza a una settimana. Se le banche necessitano di liquidità overnight, possono ricorrere alle operazioni di rifinanziamento marginale corrispondendo un tasso più elevato. Per maggiori informazioni, si rimanda a

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html.

⁴⁷ ECB, Monetary policy decisions, 6 June 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240606~2148ecdb3c.en.html>.

⁴⁸ ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2024. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202403_ecbstaff~f2f2d34d5a.en.html.

giustificazione nel mantenere l'inflazione lungo la traiettoria discendente attuale, evitando una potenziale nuova accelerazione del livello dei prezzi.

Coerentemente con le proiezioni fornite dalla Banca Centrale Europea di un'inflazione in calo nella prima metà del 2024 i tassi di interesse sono stati ridotti, e secondo le ultime indagini dei *professional forecasters* ci si attendono ulteriori riduzioni del tasso relativo alle operazioni di rifinanziamento principali fino al raggiungimento del 3,5% nel quarto trimestre dell'anno, 3% nel 2025 e 2,5% nel 2026.⁴⁹ Nonostante queste siano le attese degli operatori, è importante sottolineare che non è scontato che la Banca Centrale Europea segua questo percorso, considerato che, come affermato dal governatore della BCE, "i tassi di interesse dovranno rimanere restrittivi per tutto il tempo necessario a garantire la stabilità dei prezzi in modo duraturo. In altre parole" sarà necessario "tenere il piede sul freno ancora per un po', anche se non [...] con la stessa forza di prima." Le scelte di politica monetaria, infatti, dipenderanno sostanzialmente da tre fattori, ovvero (i) una discesa del tasso di inflazione verso livelli coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi, (ii) un attenuarsi delle pressioni sui prezzi e (iii) la conferma dell'efficacia della politica monetaria nel contenere l'inflazione.⁵⁰

Come già annunciato nei meeting precedenti, la BCE affianca ad un aumento dei tassi di interesse di riferimento anche una riduzione degli asset in bilancio. In riferimento all'APP,⁵¹ la consistenza del portafoglio sta diminuendo ad un ritmo misurato e prevedibile, con l'Eurosistema che non reinveste più i pagamenti principali dei titoli in scadenza. In riferimento al PEPP,⁵² il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire i pagamenti di capitale dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PEPP nella prima metà del 2024. Nella seconda metà dell'anno, intende ridurre il portafoglio PEPP di 7,5 miliardi di euro in media al mese (attualmente il valore cumulato degli acquisti sotto il programma PEPP ammonta a circa 1.700 miliardi di euro), interrompendo i reinvestimenti alla fine del 2024. Una riduzione di questa entità e ritmo si traduce in una riduzione dei reinvestimenti di circa 45 miliardi di euro nella seconda metà dell'anno: questa scelta non sembra aver avuto ripercussioni significative sull'andamento dei tassi di interesse dei paesi membri dell'Unione Monetaria.

Se si considerano gli acquisti netti avvenuti tra luglio 2022, mese in cui avvenne il primo rialzo dei tassi di interesse di politica monetaria, fino ai giorni nostri (maggio 2024), è possibile delineare una classifica sull'intensità della riduzione dell'acquisto di debito pubblico da parte della Banca Centrale stessa tramite i due programmi di riferimento (PSPP e PEPP) per i diversi paesi dell'Eurozona. Da un lato, Germania, Italia e Portogallo rappresentano i tre principali paesi per ammontare, espresso come percentuale sul PIL, di vendite di titoli di debito pubblico da parte della BCE (rispettivamente per un ammontare pari a circa il 2,4%, 2,8% e 3,3% del PIL), dall'altro, paesi quali la Slovenia, l'Estonia, Cipro e Malta beneficiano ancora del programma di acquisto di titoli di debito pubblico, con acquisti netti positivi seppur inferiori all'1% del loro PIL.

⁴⁹ ECB Survey of Professional Forecasters, second quarter of 2024. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/ecb.spf2024q2~804a80b66b.en.html.

⁵⁰ Why we adjusted interest rates, Christine Lagarde, 8 June 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog240608~aa46b5f2a0.en.html>.

⁵¹ L'Asset Purchase Programme (APP) della BCE fa parte di un pacchetto di misure non convenzionali di politica monetaria che comprende anche operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e che è stato avviato a metà 2014 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'ammontare di accomodamento necessario a garantire la stabilità dei prezzi. Il programma è composto da: Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), Public Sector Purchase Programme (PSPP), Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3). Per maggiori informazioni, si rimanda a <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.it.html>.

⁵² Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) della BCE è una misura non standard di politica monetaria avviata nel marzo 2020 per contrastare i rischi potenziali al corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria a seguito dello scoppio della pandemia. Il PEPP è un programma temporaneo di acquisto di attività del settore privato e pubblico. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

Figura 21: Acquisti netti di debito pubblico da luglio 2022 a maggio 2024 (% su PIL 2023)

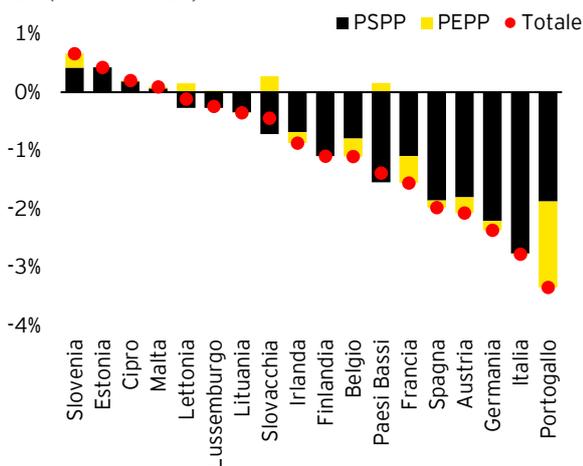
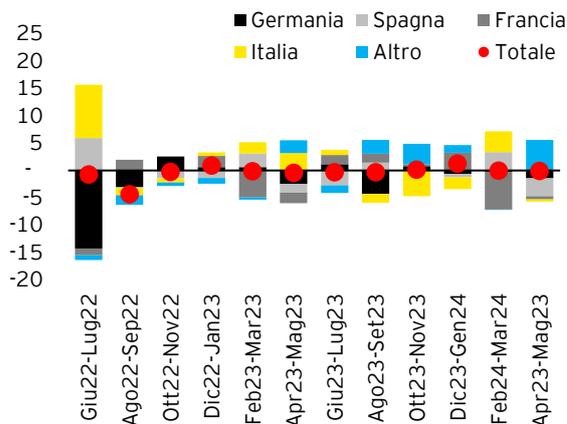


Figura 22: Acquisti netti di titoli di debito pubblico tramite PEPP (miliardi, €)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Banca Centrale Europea.

Se da un lato l'aumento dei tassi di interesse ha sicuramente avuto un effetto nel contenere i consumi e gli investimenti nell'Eurozona, con il conseguente effetto di ridurre i tassi di inflazione, allo stesso tempo è importante considerare che i forti effetti negativi della politica monetaria sulla crescita attesi da molti all'inizio del ciclo di stretta monetaria non si sono materializzati. Questo è stato possibile grazie a diversi elementi: in primo luogo, le maggiori banche centrali, tra cui la Fed e la BCE, dopo che le aspettative di inflazione hanno iniziato a salire hanno innalzato i tassi di interesse nominali, determinando tassi reali più bassi sostenendo così l'attività economica; in secondo luogo, le famiglie hanno potuto attingere ai consistenti risparmi accumulati durante la pandemia per limitare l'impatto dell'aumento del costo del denaro; in terzo luogo, le caratteristiche dei mercati dei mutui e delle abitazioni nel corso del decennio precedente la pandemia (caratterizzati da bassi tassi di interesse) hanno limitato l'effetto dell'aumento dei tassi.⁵³

In riferimento a questo ultimo aspetto, infatti, alcuni elementi possono aver ridotto l'intensità del *pass-through* dell'aumento dei tassi di interesse di politica monetaria all'economia reale tramite il mercato immobiliare, quale ad esempio la prevalenza di mutui a tasso variabile o tasso fisso e la quota di famiglie con mutui. Nello specifico, la politica monetaria ha tanto più effetto sull'attività economica tanto minore è la quota di mutui a tasso fisso. Ciò è dovuto al fatto che i proprietari di immobili vedono i loro pagamenti mensili aumentare con i tassi di politica monetaria se i loro tassi relativi al loro mutuo si adeguano. Al contrario, le famiglie con mutui a tasso fisso non registrano alcuna differenza immediata nei loro pagamenti mensili quando cambiano i tassi di politica monetaria. Gli effetti della politica monetaria sono inoltre più pronunciati nei paesi in cui il valore complessivo dei mutui rispetto al valore degli immobili è più alto, e nei paesi in cui il debito delle famiglie è elevato in rapporto al PIL. In tali contesti, più famiglie saranno esposte alle variazioni dei tassi, e gli effetti saranno più forti se il loro debito è più elevato rispetto ai loro asset. Anche le caratteristiche del mercato immobiliare sono importanti: la trasmissione della politica monetaria è più efficace dove l'offerta di immobili è limitata. Ad esempio, tassi di interesse più bassi riducono il costo di indebitamento e tendono ad aumentare la domanda di immobili. Dove l'offerta è limitata, questo può comportare un aumento dei prezzi degli immobili stessi. Questo porterà come risultato un aumento della ricchezza delle famiglie, potenzialmente aumentando i consumi, ancor più nel momento in cui il valore dell'immobile può essere utilizzato come garanzia per ulteriori prestiti.⁵⁴

La politica monetaria restrittiva posta in essere dalla Banca Centrale Europea per rallentare la crescita del livello dei prezzi si è tradotta in un aumento del costo dei prestiti bancari a famiglie ed imprese (società non finanziarie). Dopo una riduzione costante del costo dei prestiti nel periodo compreso tra il 2012 (crisi

⁵³ IMF World Economic Outlook, April 2024.

⁵⁴ Andaloussi, M. B., Biljanovska, N., De Stefani, A., Mano, R. C. (2024). Housing is One Reason Not All Countries Feel Same Pinch of Higher Interest Rates. IMF Blog, April 2024.

dei debiti sovrani) e gli inizi del 2022 (periodo immediatamente successivo alla pandemia), il tasso di interesse applicato ai principali attori economici aveva sperimentato infatti una crescita senza precedenti.

Nello specifico, ad aprile 2024 il costo dei prestiti bancari per le società non finanziarie è superiore al 5%, nonostante sia in lenta discesa negli ultimi mesi. Nonostante il picco di ottobre 2023 (5,3%), non si sono tuttavia raggiunti i livelli sperimentati nella seconda metà del 2008, quando il costo dei prestiti aveva raggiunto il 6% circa. Meno pronunciata la crescita del costo dei prestiti per le famiglie che, nonostante avesse seguito negli anni precedenti un percorso simile a quello sperimentato dal costo per le società non finanziarie, nel 2023 si è mantenuto su livelli più contenuti, anche se molto elevati se confrontati con il recente passato. In riferimento alle famiglie, la funzione di prestito a cui si riferisce il tasso di interesse maggiore è quella del credito al consumo (7,9% ad aprile 2024), seguito da altri scopi (5,3%) e acquisto di un'abitazione (3,8%).

Figura 23: Costo dei prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie, Eurozona

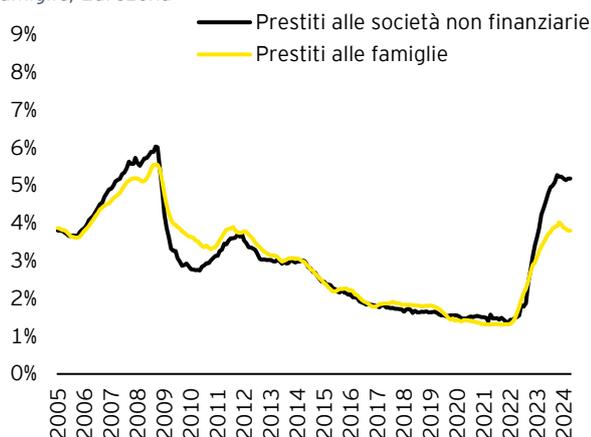
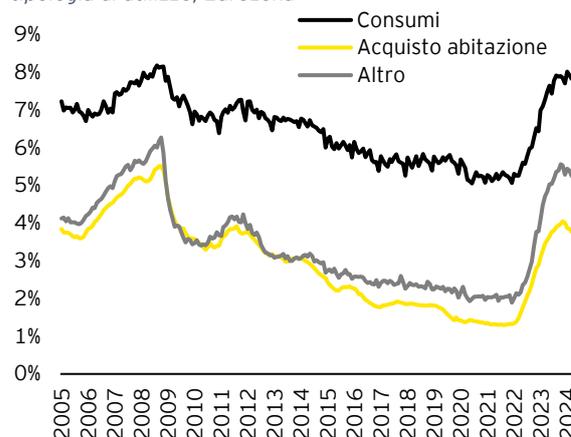


Figura 24: Costo dei prestiti bancari alle famiglie per tipologia di utilizzo, Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (BCE). Ultimo dato disponibile: aprile 2024.

Con riferimento all'andamento del credito, l'ultima indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey) mostra come le banche dell'Eurozona abbiano segnalato un ulteriore lieve inasprimento netto degli standard di credito per i prestiti o le linee di credito alle imprese nel primo trimestre del 2024 (percentuale netta di banche del 3%).⁵⁵ Questo dato è inferiore a quello che le banche avevano previsto nell'indagine del trimestre precedente (9%).⁵⁶ L'inasprimento netto è un riflesso principalmente di quanto registrato in Germania e in alcuni altri paesi, mentre le altre economie non hanno riportato variazioni nello standard di credito. La percezione del rischio delle banche è stata la principale causa dell'inasprimento netto, mentre il costo dei fondi e i vincoli di bilancio, la concorrenza e la tolleranza al rischio hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro. La percezione del rischio fa riferimento principalmente ad una generale debolezza della situazione e delle prospettive economiche, insieme al rischio di credito per le imprese legato alla loro situazione finanziaria.

In riferimento al credito alle famiglie, per la prima volta dal quarto trimestre del 2021 le banche dell'Eurozona hanno segnalato un moderato allentamento netto degli standard di credito sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (percentuale netta di banche pari a -6%). L'allentamento netto è arrivato dopo che le banche avevano segnalato un leggero inasprimento degli standard di credito nel trimestre precedente (2%) ed è in contrasto con l'inasprimento che le banche avevano previsto (8%) nel trimestre precedente. Da un lato, la concorrenza e la tolleranza al rischio delle banche sono stati i principali fattori alla base dell'allentamento netto degli standard di credito per i prestiti finalizzati all'acquisto di una abitazione; dall'altro, la percezione del rischio, il costo dei fondi e i vincoli di bilancio hanno avuto un impatto sostanzialmente neutro.

⁵⁵ The euro area bank lending survey - First quarter of 2024.

⁵⁶ The euro area bank lending survey - Fourth quarter of 2023.

In riferimento all'andamento del mercato del lavoro, questo continua a mostrare segni di robustezza anche se in leggero raffreddamento. Uno strumento che permette di analizzare la sua dinamica è la curva di Beveridge, che indaga la relazione tra tasso di disoccupazione e posti vacanti nell'economia (*job vacancy rate*⁵⁷), restituendo così informazioni sullo stato di salute dell'economia stessa e sulle caratteristiche del mercato del lavoro.

La relazione tra le due variabili in analisi è generalmente una relazione inversa: ad un più elevato tasso di disoccupazione, infatti, generalmente si accompagna un *vacancy rate* minore, e viceversa. Analizzando la dinamica della curva di Beveridge nei tre periodi principali che hanno caratterizzato gli ultimi 15 anni, ovvero il periodo compreso tra il 2010 ed il 2014 (successivo alla crisi finanziaria e comprensivo della crisi dei debiti sovrani), il periodo compreso tra il 2015 ed il 2020 (comprensivo della pandemia) ed il periodo compreso tra il 2021 ed il 2023 (periodo successivo alla pandemia e caratterizzato da un aumento dell'incertezza a causa di eventi geopolitici avversi), è possibile ottenere delle informazioni interessanti.

Il segmento della curva di Beveridge relativo al periodo 2021-2023 è infatti caratterizzato da una pendenza maggiore rispetto a quello dei due periodi precedenti, a dimostrazione di un mercato del lavoro in cui le aziende fanno maggiore fatica nel trovare la manodopera necessaria allo svolgimento delle loro attività. Questo si traduce, a sua volta, in maggiore potere contrattuale dei lavoratori, che può portare ad un maggiore aumento dei salari nelle contrattazioni salariali. Negli ultimi trimestri si è inoltre assistito ad un calo del *vacancy rate*, segnale di un parziale raffreddamento del mercato del lavoro, che rimane però caratterizzato da un tasso di disoccupazione ai minimi storici (vicino al 6% a fine 2023). L'andamento descritto del mercato del lavoro nell'Eurozona ha un effetto duplice sul tasso di inflazione: da un lato, infatti, la riduzione del *vacancy rate* si traduce in minori pressioni al rialzo dei salari, che riduce a sua volta il supporto che questi ultimi possono dare ai consumi e quindi all'aumento dei prezzi; dall'altro la diminuzione del tasso di inflazione si traduce in un aumento del reddito reale delle famiglie, con potenziali impatti positivi sui consumi e, di conseguenza, sul rialzo dei prezzi.

Figura 25: Curva di Beveridge, Eurozona

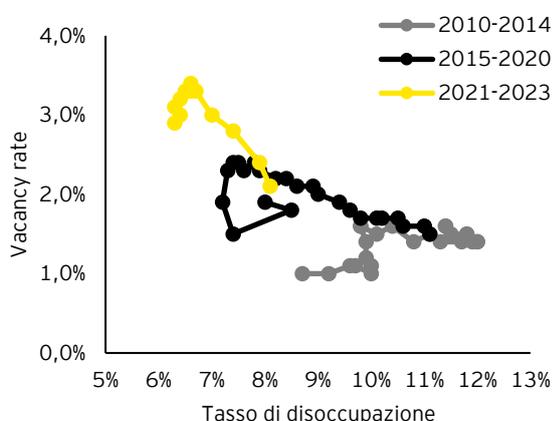
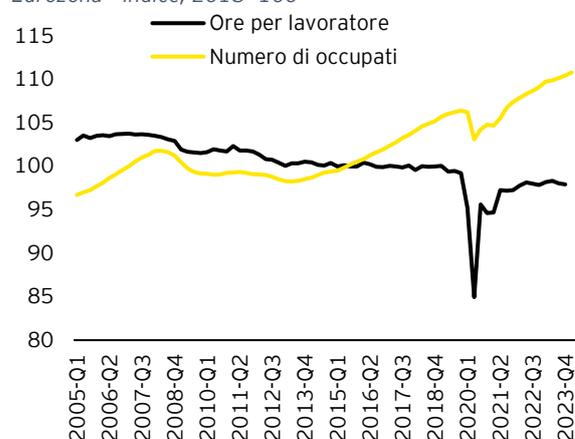


Figura 26: Ore per lavoratore e numero di occupati, Eurozona - indice, 2015=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Sempre in riferimento al mercato del lavoro, anche il numero di occupati continua ad aumentare, raggiungendo i massimi storici dal 1995 (circa 170 milioni di persone occupate nel primo trimestre 2024⁵⁸). È interessante però notare che, nonostante l'aumento del numero di occupati, il numero di ore lavorate per occupato è in calo, ad indicare una trasformazione del mercato del lavoro.

⁵⁷ Il *job vacancy rate* è definito come rapporto tra numero di posti vacanti e la somma tra numero di posti occupati e numero di posti vacanti. Una posizione vacante è definita come un posto retribuito che è di nuova creazione, non occupato o che sta per diventare vacante (i) per il quale il datore di lavoro sta prendendo provvedimenti attivi ed è pronto a prendere ulteriori misure per trovare un candidato idoneo al di fuori dell'impresa interessata; e (ii) che il datore di lavoro intende riempire immediatamente o entro un periodo di tempo specifico. Per maggiori informazioni, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job_vacancy_rate_\(JVR\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Job_vacancy_rate_(JVR)).

⁵⁸ Si considerano sia occupati dipendenti che autonomi. Per maggiori informazioni, https://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/namq_10_esms.htm.

Questo fenomeno non riguarda solo gli ultimi trimestri, ma rappresenta una tendenza strutturale di lungo periodo,⁵⁹ come mostrato dalla figura 26, e non riguarda solo le economie dell'Eurozona: le ore di lavoro medie nelle economie sviluppate sono state in calo a lungo termine sin dal XIX secolo, ad esempio dimezzandosi tra il 1870 e il 2000 in Germania.⁶⁰ Più in generale, le ore di lavoro medie nei paesi dell'OCSE sono diminuite di circa lo 0,5 per cento all'anno tra il 1870 e i primi anni 2000, con gli Stati Uniti del dopoguerra che costituiscono un'eccezione importante.⁶¹ La riduzione strutturale del numero di ore lavorate è stato approfondito anche in diversi rapporti dell'OCSE;^{62,63} numerosi studi hanno rinvenuto, oltre all'aumento dei diritti dei lavoratori, anche nel progresso tecnologico uno dei principali fattori a supporto della diminuzione delle ore di lavoro medie negli ultimi duecento anni.⁶⁴

La dinamica dei prezzi al consumo rimane positiva, con un'inflazione in calo, anche se a velocità ridotta rispetto a quanto registrato dopo il raggiungimento del picco nella seconda metà del 2022 (ad aprile 2024 si è registrato un aumento del livello dei prezzi pari al 2,4% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, valore simile a quanto registrato a marzo e inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto al dato registrato a febbraio).

Figura 27: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % YoY

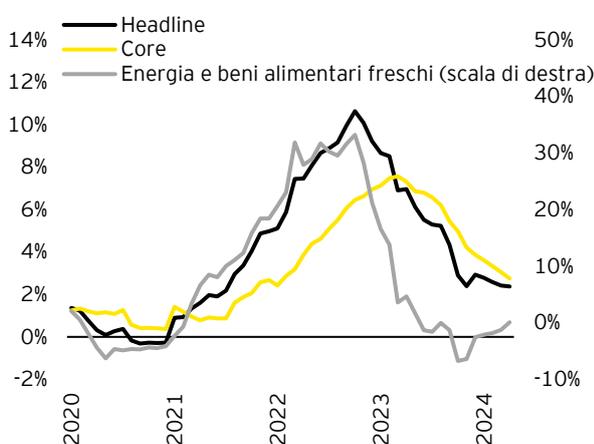
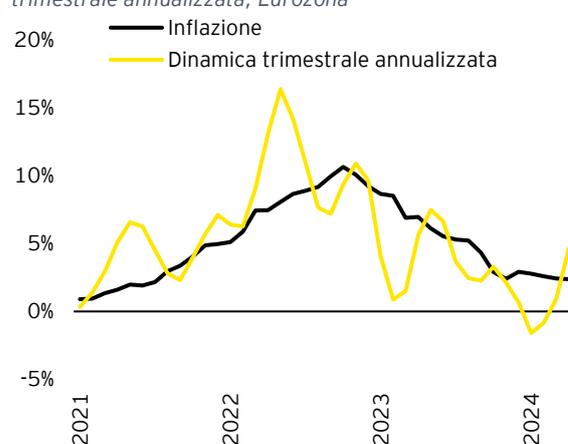


Figura 28: Inflazione headline (var. % YoY) e dinamica trimestrale annualizzata, Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. La misura *headline* considera tutti i beni nel paniere di calcolo della variazione dei prezzi; la misura *core* considera i beni del paniere *headline* al netto di energia e beni alimentari freschi. I tassi fanno riferimento ai tassi armonizzati. L'andamento ciclico è calcolato come tasso di variazione congiunturale annualizzato sui valori trimestrali. Ultimo dato disponibile: aprile 2024.

È interessante notare come, nell'Eurozona, l'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)⁶⁵ continui a registrare dei valori maggiori rispetto all'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi). Un fenomeno simile si è avuto durante la crisi pandemica, quando il prezzo dell'energia si è ridotto significativamente a causa del rallentamento dell'attività economica mondiale: un tasso di inflazione *core* maggiore del tasso di inflazione *headline* sta ad indicare, infatti, un tasso di variazione della componente di fondo superiore a quella dell'energia e dei beni alimentari freschi. Ad aprile 2024 l'inflazione annuale *core* si attesta al 2,8%, contro il 3,0% del mese scorso ed il 3,3% di febbraio.

⁵⁹ Astinova, D., Duval, R., Hansen, N. J., Park, B., Shibata, I., Toscani, F. (2024). Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe. International Monetary Fund, Working Paper, WP/24/2, January 2024.

⁶⁰ Messenger, J. C., Sangheon, L., McCann, D., (2007). Working Time Around the World: Trends in Working Hours, Laws, and Policies in a Global Comparative Perspective, International Labour Organization, Routledge, May 2007.

⁶¹ Boppart, T., Krusell, P., (2020). Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective. The University of Chicago Press, January 2020, 128 (1), 118-157.

⁶² OECD, "Working Hours: Latest Trends and Policy Initiatives," in "OECD Employment Outlook 1998: June" OECD Employment Outlook, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1998, pp. 153-188.

⁶³ OECD, "Working Time and Its Regulation in OECD Countries: How Much Do We Work and How?," in "OECD Employment Outlook 2021: Navigating the COVID-19 Crisis and Recovery" OECD Employment Outlook, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, July 2021.

⁶⁴ Greenwood, J., Vandenbroucke, G., (2005). Hours Worked: Long-Run Trends. NBER, Working Paper 11629.

⁶⁵ Si fa riferimento alla definizione di inflazione di fondo dell'ISTAT, che considera l'indice dei prezzi al consumo al netto delle variazioni dei beni energetici e dei beni alimentari freschi.

Anche un altro indicatore della dinamica dell'inflazione, cioè il tasso di variazione trimestrale annualizzato, mostra dei segnali positivi, con valori in linea con quanto sperimentato nel 2021. Sebbene l'analisi dell'inflazione sia tipicamente rivolta a una frequenza annuale (il livello dei prezzi di uno specifico mese rispetto a quello di un anno precedente), per cercare di comprendere meglio le dinamiche dell'inflazione vale la pena di esaminare anche quello che spesso viene definito *momentum*. Da un lato, infatti, l'analisi annuale implica necessariamente una certa inerzia nella misurazione dell'inflazione stessa, data l'elevata sovrapposizione su base mensile nei calcoli dell'inflazione annuale. Allo stesso tempo, spostando l'attenzione sulla frequenza disponibile più elevata, cioè mensile, si corre il rischio di aumentare il "rumore" della serie analizzata, visto il ruolo dei fattori stagionali e idiosincratici nei dati mensili. L'analisi proposta, quindi, si pone nel mezzo di queste due possibilità.⁶⁶

Nel parlare di tasso di inflazione è importante ricordare che il dato dell'Eurozona rappresenta sostanzialmente una media delle dinamiche dei paesi membri dell'Unione Monetaria. Esiste, di conseguenza, una certa eterogeneità nei tassi di inflazione tra i diversi stati: a maggio 2024, ad esempio, il tasso di inflazione (rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) calcolato sugli indici armonizzati in Italia è stato dello 0,8%, contro il 3,8% della Spagna. Le diverse dinamiche sono da attribuirsi a molteplici fattori sottostanti. Analizzando i contributi all'inflazione dei principali paesi membri dell'Eurozona, infatti, si notano delle differenze importanti: in Italia, ad esempio, la componente energetica continua a contribuire alla riduzione dell'inflazione (contributo negativo pari a -1,1 punti percentuali), diversamente da quanto accade in Francia e Spagna (con un contributo positivo rispettivamente di 0,5 e 0,8 punti percentuali). In Germania, invece, il contributo dei beni energetici è stato, nel mese di maggio, sostanzialmente nullo, mentre consistente è stato il contributo dei servizi (2,1 punti percentuali).

Ad una riduzione del tasso di inflazione negli ultimi mesi, si affianca anche una riduzione del tasso di inflazione *core*, anche se a velocità ridotta. Bisogna però considerare la possibilità che alcuni degli elementi di fondo possano mostrare delle dinamiche differenti rispetto a quelle attese nel breve e medio periodo, quali ad esempio una crescita del costo del lavoro più rapida o un livello più alto dei margini di profitto delle imprese.

In conclusione, nonostante un andamento non particolarmente dinamico nel primo trimestre, l'attività dell'economia dell'Eurozona è attesa migliorare nel corso del 2024: ad una riduzione dell'inflazione, infatti, ci si attende una crescita dei salari per un recupero del reddito reale perso in questi anni, crescita che dovrebbe sostenere i consumi privati. A sostenere i consumi ci sono anche le dinamiche positive sul mercato del lavoro. Se da un lato, infatti, la riduzione del *vacancy rate* porta ad un potenziale allentamento delle pressioni sui salari, fornendo così a sua volta una minore spinta ai consumi, dall'altro la bassa disoccupazione sostiene i consumi stessi. Quest'ultimo fenomeno potrebbe però generare una ulteriore spinta alla crescita dei prezzi, con una potenziale ripresa dell'inflazione, e da qui la cautela delle banche centrali nel delineare la traiettoria discendente dei tassi di interesse.

⁶⁶ Underlying inflation, Lecture by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, Trinity College Dublin.

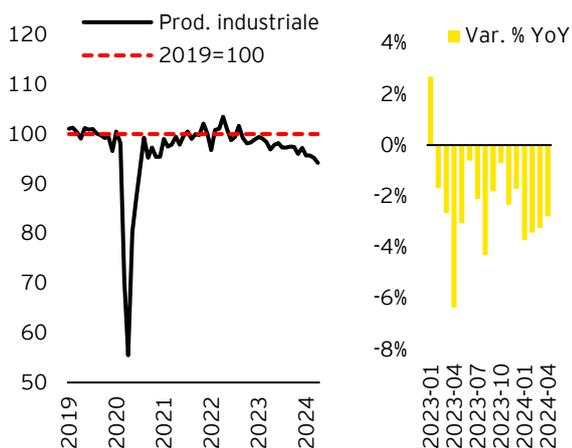
L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale in Italia

La debolezza dell'attività industriale in Italia perdura nei primi mesi del 2024. Nel suo complesso, la produzione industriale rimane ancora sotto il livello registrato nell'anno precedente la pandemia (2019) e mantiene la sua traiettoria discendente. Nello specifico, ad aprile 2024 la produzione del comparto industriale è circa 6 punti percentuali inferiore rispetto a quanto registrato nel 2019, con una variazione mensile del -1,0%.

Aprile segna inoltre il quindicesimo mese di contrazione tendenziale, ovvero di crescita negativa rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, con una riduzione del 2,9% rispetto ad aprile 2023.⁶⁷ Alla base di questo andamento negativo sono da citare i maggiori prezzi dell'energia rispetto al periodo pre-pandemia e una debolezza dei principali partner commerciali verso i quali l'Italia esporta prodotti manifatturieri (quali la Germania).

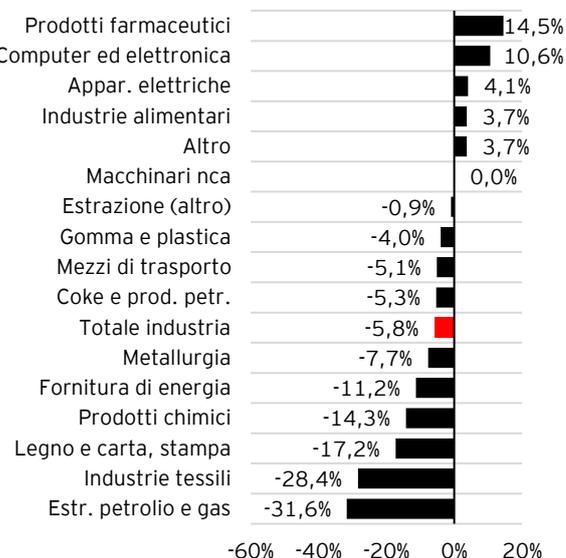
Figura 29: Indice di produzione industriale, Italia - indice (media 2019=100) e var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: aprile 2024.

Scendendo nel dettaglio dei comparti industriali, è possibile individuare quali sono quelli che ancora oggi presentano delle difficoltà nello svolgimento dell'attività (riflesso in un livello di produzione industriale minore rispetto a quello del 2019) e quali invece sono riusciti a recuperare ed eventualmente superare i livelli di produzione pre-crisi pandemica.

Figura 30: Indice della produzione industriale per comparti industriali, Italia - var. % aprile 2024 rispetto alla media 2019



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

A questo proposito, l'industria dei prodotti farmaceutici, la fabbricazione di computer e prodotti elettronici, e la produzione di apparecchiature elettriche rappresentano i primi tre comparti industriali per performance positiva ad aprile 2024 rispetto alla produzione media del 2019, con una crescita rispettivamente del 14,5%, 10,6% e 4,1%.

All'opposto invece si evidenzia come il comparto dell'estrazione del petrolio greggio e gas naturale, assieme alle industrie tessili, all'industria dei prodotti in legno e carta, e alla

⁶⁷ ISTAT, produzione industriale aprile 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.istat.it/it/archivio/298098>.

produzione di prodotti chimici siano ancora lontani dai livelli pre-crisi (con una produzione inferiore del rispettivamente del 31,6%, 28,4%, 17,2% e 14,3%).

Spostando l'attenzione sul settore dei servizi, che rappresenta circa il 72% del valore aggiunto in Italia, è possibile notare come nel complesso ci sia stata una sostanziale ripresa del volume del fatturato negli ultimi anni, con una crescita, rispetto al 2021, di circa il 9%.

Questo dato presenta una certa eterogeneità tra le diverse componenti del settore dei servizi, nonostante complessivamente si registri una direzione positiva per i principali sotto-settori.

Figura 31: Indice del volume del fatturato dei servizi, Italia - var. % marzo 2024 rispetto alla media 2021



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Alloggio e ristorazione: Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione; Trasporto e magaz.: Trasporto e magazzinaggio; Attività professionali: Attività professionali, scientifiche e tecniche richieste dal regolamento STS; Informazione e com.: Servizi di informazione e comunicazione; Noleggio e altro: Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese; Att. Immobiliari: Attività immobiliari; Commercio: Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli.

Nello specifico è interessante notare come i servizi di alloggio e ristorazione stiano crescendo ad un ritmo elevato, con una crescita a marzo 2024 rispetto ai valori medi del 2021 di circa il 52%. Più contenuti invece i tassi di crescita dei servizi di trasporto e magazzinaggio e dell'informazione e comunicazione (rispettivamente 12,2% e 10,3%). L'unico settore che non ha ancora recuperato i valori registrati

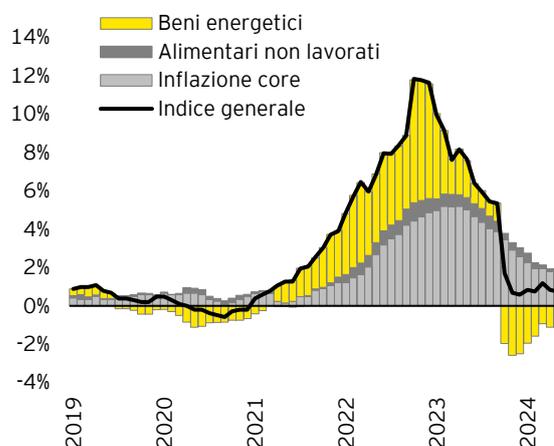
nel 2021 è quello del commercio (al dettaglio e all'ingrosso), che mostra un volume del fatturato inferiore di circa il 2,6%.

L'andamento dei prezzi in Italia

Dopo il periodo di stabilità e la leggera inversione di gennaio 2024 rispetto all'andamento decrescente degli ultimi mesi del 2023, il tasso di inflazione si è nuovamente attestato, a maggio 2024, intorno a valori inferiori all'1% (0,8%).

Se la moderata accelerazione del ritmo di crescita del livello dei prezzi è stato un riflesso della dinamica dei prezzi dei beni energetici regolamentati, la cui riduzione annuale di gennaio è stata attenuata a causa dell'effetto statistico dovuto al confronto con gennaio 2023,⁶⁸ a maggio 2024 un contributo importante alla riduzione del tasso di inflazione è provenuto da una riduzione della componente energetica non regolamentata (i beni energetici regolamentati hanno mostrato invece una crescita annuale dello 0,7%).

Figura 32: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: maggio 2024.

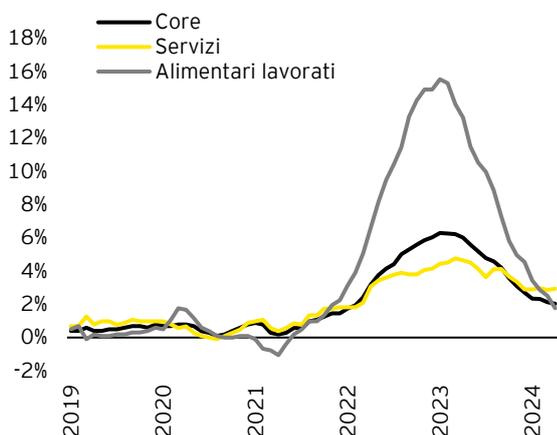
A maggio 2024 l'inflazione core è passata dal 2,1% registrato nel mese precedente, al 2,0%, principalmente grazie ad una riduzione della componente di alimentari lavorati, che continua lungo la traiettoria discendente delineata già dalla prima metà del 2023. A titolo di esempio, si

⁶⁸ Prezzi al consumo, Gennaio 2024, ISTAT. Per maggiori informazioni, https://www.istat.it/it/files//2024/02/CS_Prezzi-al-consumo_Prov_Gennaio2024.pdf.

consideri che da gennaio 2024 l'inflazione della componente degli alimentari lavorati si attestava al 4,5%, mentre a maggio è scesa all'1,8%.

Più persistente la componente dei servizi, che rimane intorno al 3% dall'inizio dell'anno (2,9% a maggio, simile a quanto registrato ad aprile).

Figura 33: Inflazione core e componenti, Italia - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: maggio 2024.

Se l'andamento dell'inflazione al momento appare incoraggiante e si mostra in linea con un processo di normalizzazione, allo stesso tempo è importante considerare che l'attuale situazione geopolitica pone dei rischi sull'andamento dell'inflazione stessa anche in Italia.

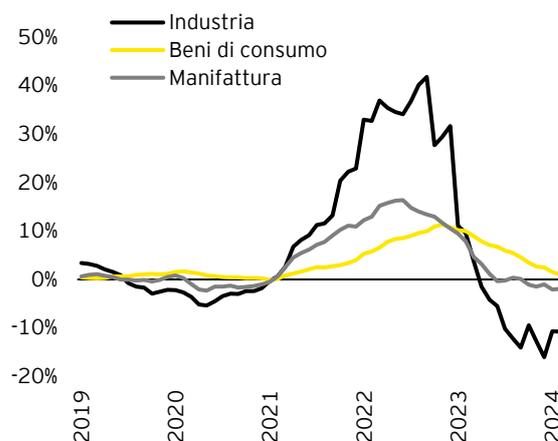
Nello specifico, la necessità per le navi che trasportano merci di dover percorrere tratte più lunghe, al fine di evitare potenziali rischi legati alla difficile situazione geopolitica, può portare ad un incremento dei costi di trasporto i quali, a loro volta, si traducono in maggiori costi di importazione. Al fine di quantificare questi effetti, nel Documento di Economia e Finanza del 2024 sono stati delineati due scenari: un primo scenario in cui l'aumento dei prezzi del nolo dei container per la rotta est Asia/Cina-Mediterraneo aumenta ma per un periodo limitato (tra marzo e giugno 2024), ed un secondo scenario in cui lo shock è più persistente (fino alla fine del 2024). Nel complesso, il prezzo dei noli in questi due scenari è atteso aumentare per un valore all'interno di un intervallo compreso tra il 62% ed il 125%, con un effetto negativo sul PIL massimo del -0,2%, soprattutto come conseguenza di un calo dei consumi (-0,3 p.p.), ed un aumento del

deflatore dei consumi dello 0,2% (principalmente dovuto ad un aumento del deflatore delle importazioni dello 0,8%).⁶⁹

L'andamento dell'indice dei prezzi al consumo potrebbe essere spiegato in parte anche dall'andamento dell'indice dei prezzi alla produzione. L'indice dei prezzi alla produzione per l'industria, infatti, registra valori negativi dall'aprile del 2023, principalmente trainati dall'andamento dei prezzi alla produzione relativi all'energia.

Analizzando l'indice dei prezzi alla produzione per destinazione dei prodotti, si nota come la variazione dell'indice rifletta sostanzialmente la variazione dell'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno, un elemento positivo per l'andamento dei prezzi al consumo in Italia. Seppur con diversa intensità, anche la variazione dell'indice riferito al mercato estero è in territorio negativo (da settembre 2023).

Figura 34: Indice dei prezzi alla produzione - Italia, var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: marzo 2024.

Il tema dei prezzi è inoltre strettamente collegato al mercato del lavoro: si pensi ad esempio che un aumento del livello dei prezzi si traduce, generalmente, in una richiesta di adeguamento salariale, che a sua volta si traduce in un potenziale aumento dei consumi delle famiglie, con il rischio di ulteriori pressioni sul livello dei prezzi se il meccanismo non è

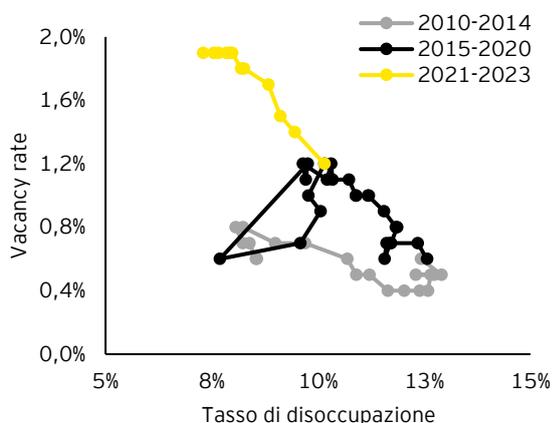
⁶⁹ Documento di Economia e Finanza, 2024. Focus: Una stima dell'impatto delle recenti tensioni nel Mar Rosso.

compensato dall'effetto prezzo negativo sulla domanda.

Così come visto per l'analisi del mercato del lavoro nell'Eurozona, la curva di Beveridge offre degli spunti interessanti sull'attuale stato del mercato del lavoro in Italia. Scomponendo la dinamica della curva di Beveridge nei tre periodi di riferimento, ovvero 2010-2014, 2015-2020, 2021-2023, si nota come nel terzo periodo il *vacancy rate* abbia raggiunto valori mai sperimentati prima, mentre il tasso di disoccupazione si è avvicinato, per poi scendere sotto, al livello del 2010 (a fine 2023 il tasso di disoccupazione era intorno al 7,3%).

Quello che distingue, quindi, il segmento della curva di Beveridge del periodo 2021-2023 rispetto a quello degli altri due periodi è principalmente l'elevato valore del *vacancy rate*, a dimostrazione di un mercato del lavoro in cui i datori di lavoro fanno fatica a reperire le risorse necessarie allo svolgimento dell'attività economica.

Figura 35: Curva di Beveridge, Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

È interessante, inoltre, notare come negli ultimi trimestri del 2023 la pendenza della curva di Beveridge si sia sostanzialmente ridotta, mantenendo quindi un *vacancy rate* sostanzialmente costante ed un tasso di disoccupazione in calo.

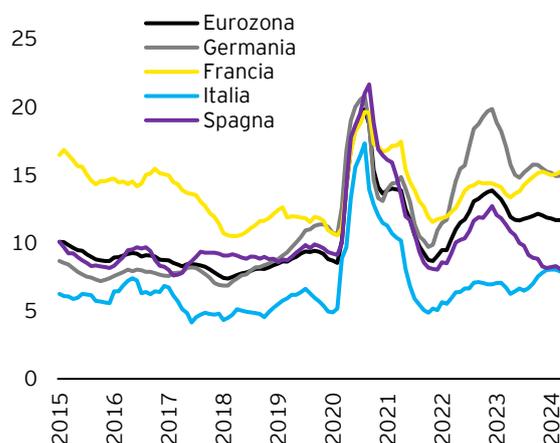
Nel complesso, quindi, nonostante un'economia italiana non particolarmente vivace, il mercato del lavoro sembra mostrare un dinamismo non immediatamente spiegabile

dall'attuale condizione economica del paese. Ad aprile 2024, infatti, il numero di occupati è stato pari a circa 24 milioni, il valore più alto dal 2004 e in crescita costante dal 2021.⁷⁰ Le Business and Consumer Surveys pubblicate dalla Commissione Europea mostrano inoltre le aspettative, tanto nel settore industriale quanto in quello dei servizi, di un aumento del livello dell'occupazione, anche se in rallentamento rispetto ai trimestri precedenti.

Una delle possibili spiegazioni a supporto della diversa *performance* del mercato del lavoro e dell'economia in generale può essere rinvenuta nel fenomeno del *labour hoarding*, ovvero a quel fenomeno per cui le imprese, nel fronteggiare una fase di rallentamento della domanda, rivedono la produzione e le ore lavorate prima di procedere alla diminuzione dei livelli occupazionali.

Anche a questo proposito le Business and Consumer Surveys pubblicate dalla Commissione Europea offrono un quadro interessante di questo fenomeno per l'Italia, soprattutto se confrontato con i restanti principali paesi dell'Eurozona.

Figura 36: Labour Hoarding - Percentuale di imprese che si attendono una riduzione della produzione ed un mantenimento/aumento dei livelli occupazionali



Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea. I valori rappresentati fanno riferimento all'intera economia. Ultimo dato disponibile: maggio 2024.

Dal 2022 l'Italia mostra una percentuale crescente di imprese che sperimentano una riduzione della produzione accompagnata da un mantenimento o aumento dei livelli occupazionali, valori che però non si discostano

⁷⁰ Per maggiori informazioni, <https://www.istat.it/it/archivio/297661>.

in maniera significativa dall'andamento storico degli ultimi dieci anni. È interessante inoltre notare come l'Italia presenti i valori più bassi tra i principali paesi dell'Eurozona, con Francia e Germania significativamente al di sopra della media dell'Eurozona.

Se il reperimento della giusta manodopera rappresenta un impedimento nello svolgimento dell'attività economica in Eurozona, maggiore di quanto non lo fosse nel periodo immediatamente precedente alla crisi pandemica, è importante considerare che esistono delle differenze tra i paesi membri, queste non sembrano spiegare in modo chiaro le eterogeneità nella dinamica del mercato del lavoro tra i paesi dell'Eurozona.

La maggior parte degli occupati è infatti inserita nel settore dei servizi (circa l'80% in Italia e Germania, e circa l'85% in Spagna e Francia), settore che mostra le stesse difficoltà nel reperimento della manodopera in Italia e in Germania. Quello che ci si sarebbe aspettato dall'analisi congiunta dei dati sarebbe stato quello di una maggiore difficoltà nel settore dei servizi in Germania (e in Francia) di reperimento della manodopera necessaria, ma l'analisi dei dati della Commissione Europea non sembra sostenere questa ipotesi.

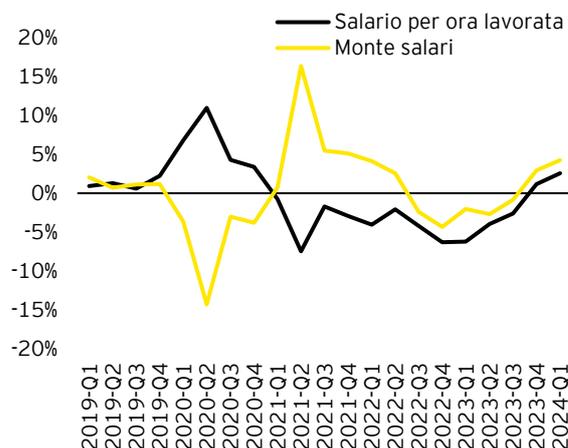
L'aumento del numero di occupati ha sostenuto la dinamica del monte salari in Italia. Se da un lato infatti maggiori tassi di inflazione si sono tradotti in una riduzione del valore reale dei salari, con conseguente riduzione del potere d'acquisto dei lavoratori, allo stesso tempo la dinamica positiva del mercato del lavoro ha permesso di ridurre parzialmente gli effetti negativi grazie ad un aumento degli occupati e, di conseguenza, un aumento dei salari aggregati distribuiti.

In aggregato, quindi, l'effetto negativo dell'inflazione è stato meno accentuato di quanto non sia stato sperimentato per il singolo lavoratore. L'analisi dell'andamento dei salari reali per ora lavorata mostra questa dinamica in modo chiaro, rendendo evidente come questi siano stati in contrazione dal 2021 e solo nell'ultimo trimestre siano tornati a crescere, cominciando a recuperare quanto perso precedentemente.

Analizzando la crescita dei salari reali e del monte salari reali dal 2019 è possibile analizzare quali siano stati gli effetti della crisi pandemica e dell'inflazione sul mercato del lavoro. La crisi

pandemica ha portato ad una riduzione del numero di occupati in Italia, con conseguente riduzione del monte salari reali; successivamente l'aumento dell'inflazione ha ridotto i salari per ora lavorata, effetto parzialmente ridotto in aggregato dall'aumento del numero di occupati.

Figura 37: Salario reale per ora lavorata e monte salari reali, Italia - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. I valori reali sono ottenuti deflazionando i valori nominali con il deflatore dei consumi delle famiglie e delle istituzioni senza scopo di lucro.

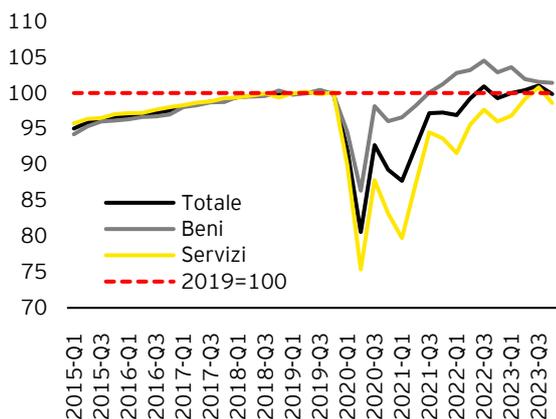
L'effetto dell'inflazione sui salari reali ha portato ad una riduzione dei consumi delle famiglie di beni e servizi, i quali, dopo la flessione registrata a seguito della crisi pandemica, sono tornati ai livelli del 2019 solo tra il 2022 ed il 2023. È interessante a questo proposito sottolineare come i consumi abbiano avuto un andamento diverso a seconda della destinazione di spesa, con alcune voci che hanno recuperato la perdita registrata nel 2020 in maniera più repentina di altre.

Nello specifico, l'analisi dei dati sulla spesa per consumi finali delle famiglie in Italia mostra come il consumo di beni sia tornato ai livelli pre-pandemia dopo circa un anno (terzo trimestre del 2021) dal raggiungimento del minimo (nel secondo trimestre del 2020), diversamente da quanto sperimentato per i servizi, che sono tornati ai livelli medi del 2019 solo nel terzo trimestre del 2023 (per poi ridursi nuovamente).

Scendendo nel dettaglio dei beni e servizi, si nota come esista una eterogeneità all'interno delle diverse voci di spesa. Da un lato, infatti, le spese in comunicazione, ricreazione e cultura, e sanità sono quelle che hanno mostrato una dinamica più accelerata rispetto alle altre

categorie, con una crescita rispettivamente del 18%, 11% e 7% nell'ultimo trimestre del 2023 rispetto al 2019; dall'altro, voci quali il vestiario e calzature, alberghi e ristoranti, e alimentari e bevande non alcoliche sono ancora relativamente lontani dai valori pre-crisi (rispettivamente per una percentuale del 8%, 5% e 3%).

Figura 38: Spesa per consumi finali delle famiglie, Italia - indice, 2019=100

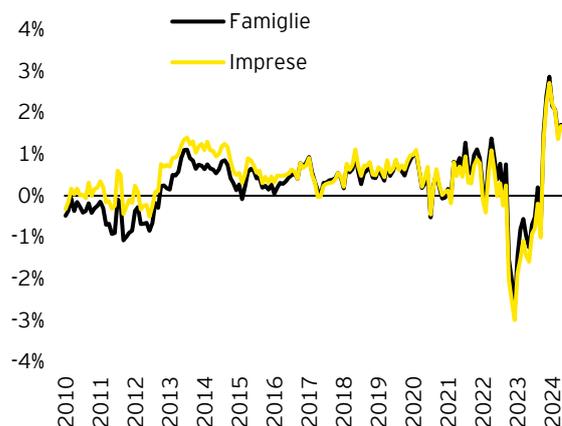


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: 2023-Q4.

È importante inoltre ricordare che nel periodo successivo alla pandemia i consumi sono stati in parte sostenuti dal risparmio forzoso accumulato durante il periodo pandemico, quando l'incertezza e l'impossibilità fisica di mantenere i livelli di consumo precedenti il 2020 sono risultati in un accumulo di risorse da parte delle famiglie italiane.

Un ulteriore elemento da considerare nell'analisi dell'andamento dei consumi e, allargando il perimetro di analisi, degli investimenti, è l'andamento dei tassi di interesse reali (ovvero depurati dell'inflazione). La bassa inflazione registrata in Italia negli ultimi mesi, infatti, ha comportato un aumento dei tassi di interesse reali rispetto al complesso delle economie dell'Eurozona, rendendo più costoso l'indebitamento. Tassi di interesse così elevati possono risultare in una maggiore compressione dei consumi e degli investimenti nei prossimi trimestri.

Figura 39: Differenziale dei tassi di interesse reali per famiglie ed imprese in Italia rispetto all'Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. I tassi di interesse reali sono stati calcolati utilizzando l'inflazione relativa ai tassi di inflazione armonizzati. I tassi di interesse per le famiglie fanno riferimento all'acquisto di una abitazione. Ultimo dato disponibile: aprile 2024.

Nel complesso è quindi possibile affermare che l'attività economica italiana rimane sostanzialmente debole, con un comparto industriale in difficoltà ed il settore dei servizi che mostra un dinamismo più spiccato. La robustezza del mercato del lavoro potrebbe sostenere i consumi, effetto tuttavia smorzato dalla soltanto debole ripresa dei salari reali e, secondo diverse stime, dall'esaurimento dell'eccesso di risparmio accumulato nel periodo pandemico. Ci si attende quindi che i consumi saranno ancora caratterizzati da un andamento non particolarmente vigoroso.

Approfondimento: investimenti e produttività

Messaggi principali:

- 1. Il tema della produttività del lavoro in Italia è un tema cruciale per la crescita del paese. Gli elementi alla base della sua dinamica sono molteplici, uno dei quali è dato dagli investimenti. La crescita della produttività in Italia in confronto a quella degli Stati Uniti è stata maggiore nel periodo in cui gli investimenti complessivi, espressi come percentuale sul PIL, erano maggiori rispetto a quelli negli Stati Uniti.*
- 2. In Italia gli investimenti produttivi, ovvero gli investimenti al netto di quelli residenziali, si sono ridotti tra il 2008 ed il 2014 in proporzione al PIL, per poi recuperare negli anni successivi. Confrontando questo dato con quello statunitense si denota una differenza importante.*
- 3. Tra gli investimenti produttivi rientrano quelli in tecnologia, fattore fondamentale di sviluppo della produttività. Negli ultimi anni gli investimenti in intelligenza artificiale negli Stati Uniti sono stati di dimensione totalmente differente rispetto a quella degli altri principali paesi mondiali, dell'Unione Europea e dell'Italia. È necessario che l'Italia non perda questo treno di potenziale sviluppo, nonostante gli effetti di questa tecnologia sulla crescita della produttività e dell'economia nel lungo periodo sembrano essere meno significativi di quanto ci si potrebbe attendere.*
- 4. Altri fattori, quali il settore istituzionale del soggetto che investe e la dimensione delle imprese, possono giocare un ruolo importante nel definire gli effetti positivi degli investimenti sulla produttività.*

In un contesto di elevati tassi di interesse, il tema dell'andamento degli investimenti ricopre un ruolo centrale, in quanto è una delle principali voci dell'economia influenzate dal costo del denaro. Gli investimenti rappresentano, allo stesso tempo, un fattore fondamentale per la crescita della produttività e quindi per la crescita economica del paese nel suo complesso. La relazione positiva tra gli investimenti e la crescita della produttività è stata lungamente studiata e documentata, e fonda le sue radici in una vasta e lunga letteratura economica⁷¹ ed istituzionale.⁷²

Il confronto dell'andamento storico degli investimenti tra Italia e Stati Uniti è un primo elemento interessante per investigare il rapporto tra investimenti e produttività del lavoro, fornendo inoltre qualche spunto sulle dinamiche alla base del debole andamento della produttività stessa (qui espressa come PIL per ora lavorata) in Italia. Il motivo alla base del confronto tra Italia e Stati Uniti è legato principalmente al fatto che gli Stati Uniti sono un paese con una crescita della produttività particolarmente dinamica: dal 1995 al 2022, infatti, la produttività del lavoro è aumentata di circa il 56%, a fronte di una crescita in Italia di circa il 9%. Questo fa degli Stati Uniti un punto di riferimento per cercare di investigare alcune delle potenziali cause alla base dell'andamento della produttività in Italia.

Tra gli anni '60 ed i primi anni '90, l'Italia ha registrato una quota di investimenti sul PIL significativamente maggiore rispetto a quella degli Stati Uniti, come mostra la figura 40. Questa quota, vicina al 30% per l'Italia negli anni '60, è andata progressivamente riducendosi nel corso degli anni, allineandosi, intorno alla fine del '900, ai livelli statunitensi. Dall'altra parte, l'analisi dell'andamento della produttività del lavoro ci mostra come, nel periodo ricompreso tra il 1970 e la prima metà degli anni '90, quest'ultima sia cresciuta in Italia in maniera tale da recuperare i livelli registrati negli Stati Uniti.

⁷¹ Si faccia riferimento, a questo proposito, a Solow, R. M. (1962). Technical progress, capital formation, and economic growth. *The American Economic Review*, 52(2), 76-86.; Romer, P. M. (1990). Capital, labor, and productivity. *Brookings papers on economic activity*. Microeconomics, 1990, 337-367; Stiroh, K. J. (2001). What drives productivity growth?. *Economic Policy Review*, 7(1).

⁷² Si faccia riferimento, a questo proposito, a fonti recenti quali OECD Compendium of Productivity Indicators 2024, OECD Compendium of Productivity Indicators 2023.

Figura 40: Investimenti - % su PIL

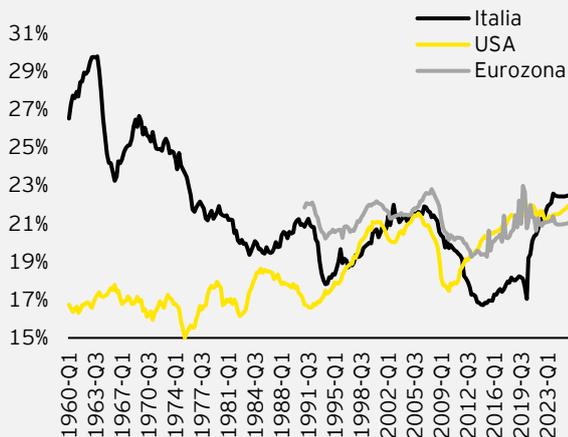
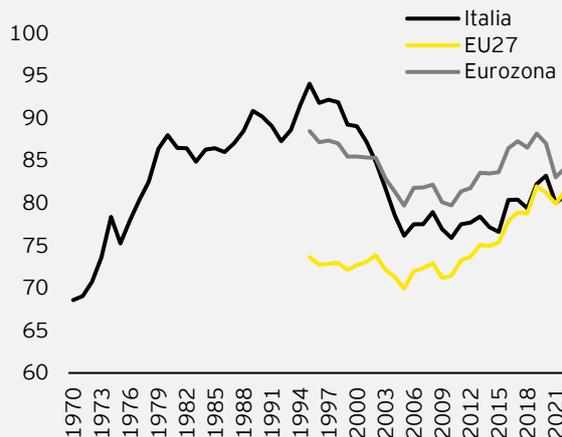


Figura 41: PIL per ora lavorata (USA=100)



Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE, Eurostat.

Gli anni successivi sono stati però caratterizzati da un conseguente allargamento del divario nella produttività oraria dei due paesi, mentre tra il 2005 ed il 2015 il gap tra produttività oraria in Italia e negli Stati Uniti è rimasto poi pressoché simile, per ridursi in parte negli anni più recenti.

Confrontando la dinamica della produttività e degli investimenti sembrerebbe possibile affermare che, nel momento in cui l'Italia presentava una quota di investimenti sul PIL maggiore rispetto agli Stati Uniti, il divario di produttività è andato riducendosi, ovvero la produttività oraria cresceva più velocemente in Italia che negli Stati Uniti; successivamente, quando la quota di investimenti sul PIL in Italia è andata avvicinandosi a quella statunitense, la crescita della produttività rispetto a quella degli Stati Uniti si è stabilizzata e successivamente ridotta, per poi ricominciare a riaccelerare quando la quota degli investimenti su PIL per l'Italia è tornata ad aumentare.

Parlando di investimenti, un ulteriore elemento da considerare ai fini della produttività è la tipologia di investimenti posti in essere, ovvero verso quale categoria di asset vengono canalizzate le risorse. Le principali categorie, infatti, fanno riferimento alle risorse biologiche coltivate, ai prodotti di proprietà intellettuale, alle costruzioni (abitazioni e altri edifici e strutture) ed ai macchinari e attrezzature. Queste categorie possono inoltre essere raggruppate in due macrocategorie, ovvero gli investimenti residenziali (investimenti in abitazioni) e gli investimenti produttivi (dentro la quale rientrano tutte le restanti categorie).

Figura 42: Investimenti lordi e componenti, Italia - var. % YoY

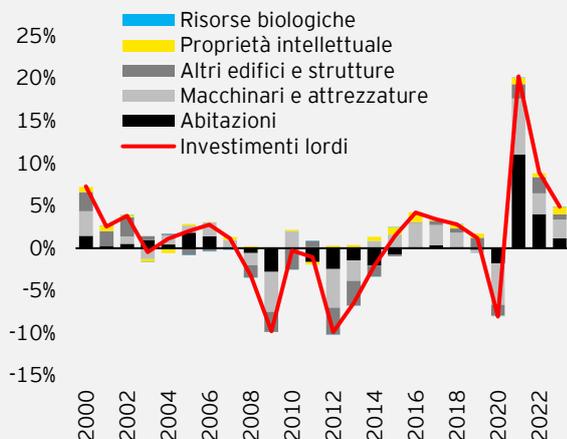
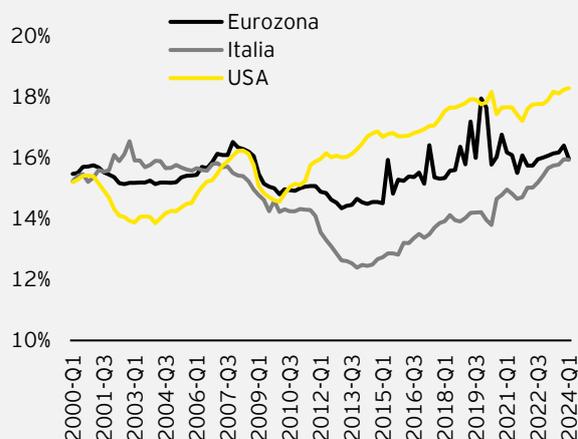


Figura 43: Investimenti produttivi - % su PIL



Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE.

Analizzando l'andamento degli investimenti produttivi in rapporto al PIL, il confronto con gli Stati Uniti e con il resto dell'Eurozona fornisce ulteriori informazioni sull'andamento degli investimenti stessi. Infatti, successivamente alla grande crisi finanziaria del 2007, gli investimenti produttivi in Italia sono stati, in percentuale del PIL, sempre inferiori rispetto a quanto registrato negli Stati Uniti. L'importanza della tipologia di investimenti nell'analisi della produttività è importante e testimoniato da numerosi studi: si pensi ad esempio agli investimenti in tecnologia, che sono dimostrati avere un effetto positivo sull'aumento della produttività.⁷³ Questo fattore potrebbe quindi rappresentare un ulteriore elemento alla base delle difficoltà di recupero del gap di produttività oraria tra gli Stati Uniti e l'Italia.

Sempre in riferimento agli investimenti in tecnologia, negli ultimi anni gli Stati Uniti hanno mostrato un'attenzione importante nell'investire nell'intelligenza artificiale. Su questo fronte, il confronto rispetto all'Unione Europea e all'Italia appare impietoso: secondo l'Artificial Intelligence Index Report 2024 dell'Università di Stanford, nel 2023 gli investimenti privati in intelligenza artificiale hanno raggiunto negli Stati Uniti i 67 miliardi di dollari, a fronte di investimenti nell'Unione Europea per circa 6 miliardi di dollari.⁷⁴ L'Italia, nella classifica per dimensione di investimenti privati, non è mostrata, facendo intendere un ammontare di investimenti di dimensione non significativo rispetto agli altri paesi elencati. Una classifica simile si mostra, inoltre, per gli investimenti di venture capital in intelligenza artificiale: anche qui gli Stati Uniti mostrano un netto distacco rispetto ad altre principali economie, con un investimento al 2023 di circa 55 miliardi di dollari a fronte di un investimento nell'Unione Europea di circa 8 miliardi di dollari (0,1 miliardi di dollari per l'Italia).

Figura 44: Investimenti privati in intelligenza artificiale - miliardi, \$, 2023

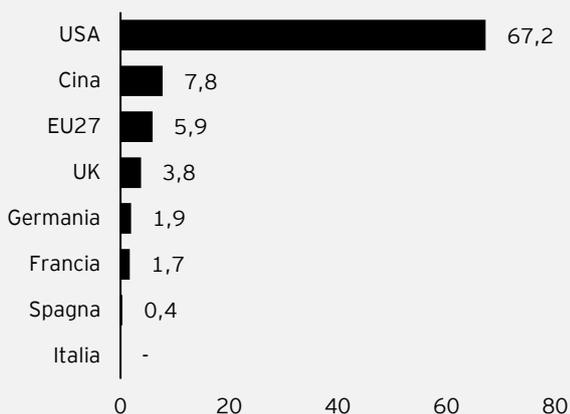
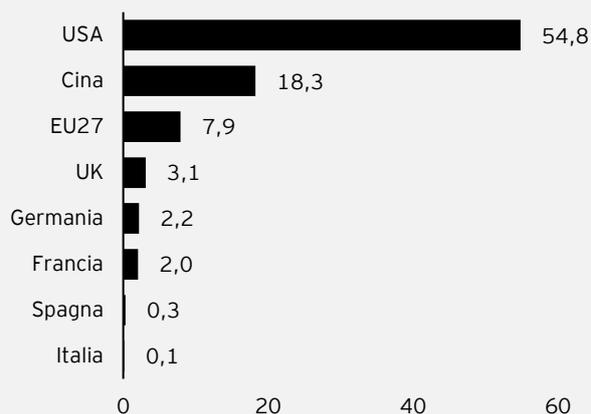


Figura 45: Investimenti di venture capital in intelligenza artificiale - miliardi, \$, 2023



Fonte: Elaborazioni EY su dati Artificial Intelligence Index Report 2024 (Stanford), OECD.

Parlando di intelligenza artificiale e produttività è importante sottolineare come, nonostante le attese siano quelle di una vera e propria rivoluzione nel modo in cui numerose attività saranno svolte in futuro, alcuni studi recenti hanno mostrato come gli effetti dell'IA sulla produttività del lavoro nel lungo periodo potrebbero essere nel complesso limitati (una stima recente di uno dei più importanti economisti al mondo descrive un impatto sulla crescita della *total factor productivity*⁷⁵ compresa tra lo 0,55% e lo 0,71% in 10 anni, con un conseguente aumento del PIL intorno all'1%).⁷⁶ È inoltre da considerare che lo studio fa

⁷³ A titolo di esempio, si faccia riferimento a Dedrick, J., Gurbaxani, V., & Kraemer, K. L. (2003). Information technology and economic performance: A critical review of the empirical evidence. *ACM Computing Surveys (CSUR)*, 35(1), 1-28; Biagi, F. (2013). *ICT and Productivity: A Review of the Literature*, Institute for Prospective Technological Studies Digital Economy Working Paper, No. 2013/09, ISBN 978-92-79-33678-2, European Commission, Joint Research Centre (JRC); Zolas, N., Kroff, Z., Brynjolfsson, E., McElheran, K., Beede, D. N., Buffington, C., Goldschlag, N., Foster, L., Dinlersoz, E. (2021). *Advanced technologies adoption and use by us firms: Evidence from the annual business survey (No. w28290)*. National Bureau of Economic Research.

⁷⁴ Artificial Intelligence Index Report 2024, Stanford University.

⁷⁵ La TFP riflette la produzione per unità di un certo insieme di fattori produttivi: un aumento della TFP riflette un guadagno nella quantità di produzione che non deriva da un aumento dell'uso dei fattori produttivi. Di conseguenza, la TFP rivela gli effetti congiunti di molti fattori, tra cui le nuove tecnologie, i guadagni di efficienza, le economie di scala, l'abilità manageriale e i cambiamenti nell'organizzazione della produzione. Per maggiori informazioni, https://agridata.ec.europa.eu/Qlik_Downloads/InfoSheetSectorial/infoC27.html.

⁷⁶ Acemoglu, D. (2024). *The Simple Macroeconomics of AI (No. w32487)*. National Bureau of Economic Research.

riferimento all'economia statunitense che, come visto, è il principale paese per investimenti in questo ambito.

Un ulteriore elemento importante da considerare nella relazione tra investimenti e produttività riguarda anche il settore istituzionale a cui sono attribuibili specifici investimenti. A questo proposito, però, la letteratura economica mostra evidenze contrastanti: da un lato, infatti, si afferma un ruolo positivo degli investimenti pubblici sulla produttività delle imprese,⁷⁷ dall'altro questa relazione non sembrerebbe sempre verificata.⁷⁸ In altri casi ancora, la relazione positiva tra investimenti pubblici e produttività sarebbe condizionata al tipo di investimento posto in essere: è questo il caso della distinzione tra investimenti in ambito militare e non-militare. Questi ultimi svolgono, infatti, un effetto positivo diretto e indiretto nella crescita della produttività: il primo legato alla maggiore disponibilità di capitale pubblico a supporto dell'attività privata; il secondo riferito alla complementarità tra capitale pubblico e privato nell'attività produttiva, in quanto un aumento dello stock di capitale pubblico aumenterebbe il ritorno economico del capitale privato che, a sua volta, incentiverebbe un aumento degli investimenti privati.⁷⁹

Figura 46: Quota di investimenti pubblici sul totale

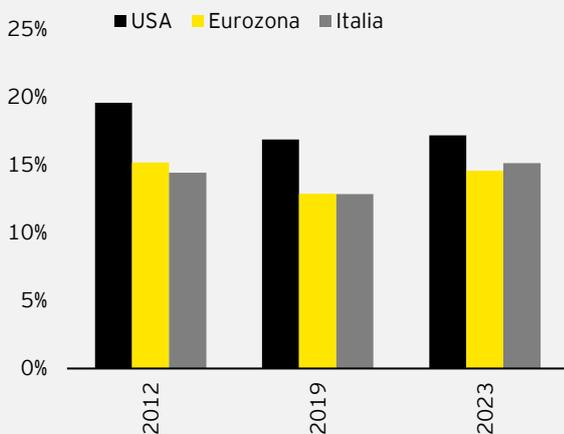
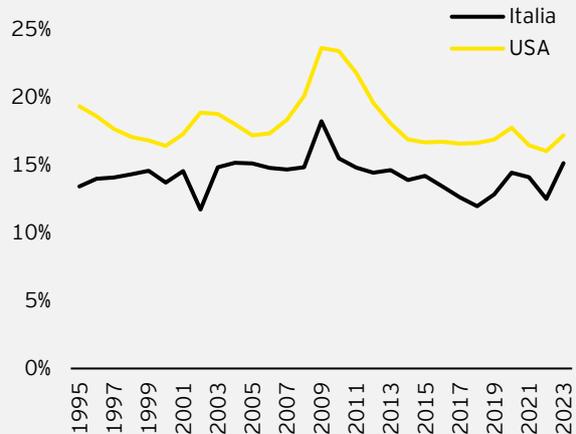


Figura 47: Quota di investimenti pubblici sul totale



Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE, Eurostat.

In ogni caso è importante sottolineare come, analizzando l'andamento degli investimenti per settore istituzionale in Italia e Stati Uniti, appare evidente come questi ultimi abbiano mantenuto una quota di investimenti pubblici maggiore rispetto all'Italia e rispetto all'Eurozona nel complesso.

Tabella 1: Produttività per addetto per dimensione di impresa

	Austria	Belgio	Germania	Spagna	EU27	Francia	Italia	Paesi Bassi	Polonia
0-9	62.3	95.2	84.7	41.0	55.6	72.5	48.7	98.9	20.5
10-49	96.8	126.1	81.9	61.7	74.2	85.1	78.5	143.7	36.6
50-249	119.4	134.8	95.6	79.4	96.9	98.3	106.3	253.1	48.2
>250	131.9	144.1	126.4	85.3	116.0	121.2	125.2	128.3	65.4
Totale	102.4	124.7	103.6	64.8	87.0	100.0	81.1	142.0	41.3

Minore produttività Maggiore produttività

Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE. La scala dei colori si basa sull'analisi per singolo paese, non rendendo quindi i colori confrontabili tra diversi paesi.

Un ulteriore tema da trattare in riferimento al rapporto tra investimenti e produttività riguarda la dimensione delle imprese. Analizzando infatti la produttività del lavoro (qui espressa come PIL per

⁷⁷ Si faccia riferimento, ad esempio, a Munnell, A. H. (1990). Why has productivity growth declined? Productivity and public investment. *New England economic review*, (Jan), 3-22; Bom, P. R., & Ligthart, J. E. (2014). What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?. *Journal of economic surveys*, 28(5), 889-916.

⁷⁸ Holtz-Eakin, D. (1992). Public-sector capital and the productivity puzzle. NBER Working Paper Series, Working Paper No. 4122.

⁷⁹ Aschauer, D. A. (1989). Public investment and productivity growth in the Group of Seven. *Economic perspectives*, 13(5), 17-25.

occupato) per dimensione di impresa, si nota come, in media, ad una maggiore dimensione corrisponda una maggiore produttività.

Le spiegazioni alla base di questo fenomeno possono essere diverse: mantenendo però il focus sugli investimenti, è importante considerare che le piccole imprese sperimentano delle maggiori difficoltà di accesso al credito, il che si può tradurre in un maggiore ostacolo agli investimenti, rendendo le piccole imprese a minor intensità di capitale.⁸⁰

Tabella 2: Percentuale di imprese per dimensione sul totale

	Austria	Belgio	Germania	Spagna	EU27	Francia	Italia	Paesi Bassi	Polonia
0-9	29%	32%	19%	34%	30%	27%	43%	29%	38%
10-49	20%	14%	21%	19%	19%	15%	19%	16%	16%
50-249	17%	15%	17%	13%	15%	12%	13%	16%	14%
>250	34%	39%	42%	33%	36%	46%	25%	40%	32%
Totale	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

■ Valore minori ■ Valori maggiori

Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. La scala dei colori si basa sull'analisi per singolo paese, non rendendo quindi i colori confrontabili tra diversi paesi.

La minore produttività può essere quindi in parte spiegata tramite la struttura del sistema economico italiano, principalmente composto da piccole imprese, che in generale presentano una produttività minore rispetto alle grandi imprese.^{81,82}

In ogni caso, che le piccole imprese siano in media meno produttive delle medie e grandi imprese non è un fenomeno sempre verificato: in alcuni casi, soprattutto nel settore dei servizi, le piccole imprese possono mostrare una produttività maggiore rispetto alle imprese più grandi, grazie alla loro flessibilità, tendenza ad essere più innovative,⁸³ e grazie ad altri elementi positivi specialmente in termini di capitale umano - ad esempio, capacità manageriali.⁸⁴ Nel complesso, però, è da sottolineare come sia stato verificato che il ritorno sulla produttività delle competenze manageriali aumenta all'aumentare della dimensione dell'impresa.⁸⁵

In conclusione, quindi, è possibile affermare che gli investimenti sono uno dei fattori alla base della crescita della produttività. Sono numerosi, inoltre, gli elementi da considerare nell'approfondire il legame tra investimenti e produttività, tra i quali la tipologia di investimenti, il settore istituzionale che investe, e la dimensione di impresa. Una futura riduzione dei tassi di interesse può tradursi in uno stimolo agli investimenti, con potenziali effetti positivi sulla ripresa della produttività in Italia e, di conseguenza, della crescita economica nel medio e lungo termine.

⁸⁰ Si faccia riferimento, a questo proposito, a Gerlach-Kristen, P., O'Connell, B., & O'Toole, C. (2015). Do credit constraints affect SME investment and employment?. *The Economic and Social Review*, 46(1, Spring), 51-86; Kuntchev, V., Ramalho, R., Rodríguez-Meza, J., & Yang, J. S. (2013). What have we learned from the enterprise surveys regarding access to credit by SMEs?. *World Bank Policy Research Working Paper*, (6670).

⁸¹ Chen, S., & Lee, D. (2023). Small and vulnerable: SME productivity in the great productivity slowdown. *Journal of Financial Economics*, 147(1), 49-74.

⁸² Marchese, M., Giuliani, E., Salazar-Elena, J. C., & Stone, I. (2019). Enhancing SME productivity: Policy highlights on the role of managerial skills, workforce skills and business linkages.

⁸³ Andrews, D., Criscuolo, C. and Gal, P. (2015), "Frontier Firms, Technology Diffusion and Public Policy", *OECD Productivity Working Papers*, No. 2, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5f391ba9-en>.

⁸⁴ Criscuolo, C., Gal, P., Leidecker, T. and Nicoletti, G. (2021), "The human side of productivity: Uncovering the role of skills and diversity for firm productivity", *OECD Productivity Working Papers*, No. 29, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5f391ba9-en>.

⁸⁵ Baker, G. P., & Hall, B. J. (2004). CEO incentives and firm size. *Journal of Labor Economics*, 22(4), 767-798.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Il primo trimestre del 2024 ha registrato una crescita congiunturale dello 0,3%, che si riflette in una crescita tendenziale (rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) dello 0,7%. La crescita congiunturale è la risultante di una crescita di simile portata (0,3%) dei consumi delle famiglie, una crescita degli investimenti (0,5%) ed una crescita delle esportazioni (0,6%) ed una riduzione significativa delle importazioni (-1,7%). Dal punto di vista tendenziale, i consumi delle famiglie sono sostanzialmente rimasti invariati (0,1%), mentre gli investimenti e le esportazioni hanno registrato dei tassi di crescita più sostenuti (rispettivamente 4,0% e 1,9%). Le importazioni rimangono in contrazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-3,4%).⁸⁶

In riferimento ai consumi privati, nonostante abbiano sperimentato una crescita decisamente sottotono, la loro crescita torna nuovamente in territorio positivo, dopo il -1,4% del quarto trimestre 2023. Il rallentamento dei consumi è dovuto principalmente alla riduzione negli ultimi anni del potere di acquisto delle famiglie come conseguenza dell'alta inflazione, a tassi di interesse ancora elevati, e ad una riduzione dell'"extra-risparmio" generato durante il periodo della pandemia, che ha sostenuto in parte i consumi nei trimestri precedenti.

Figura 48: Componenti del PIL, Italia - contributi alla crescita, punti percentuali

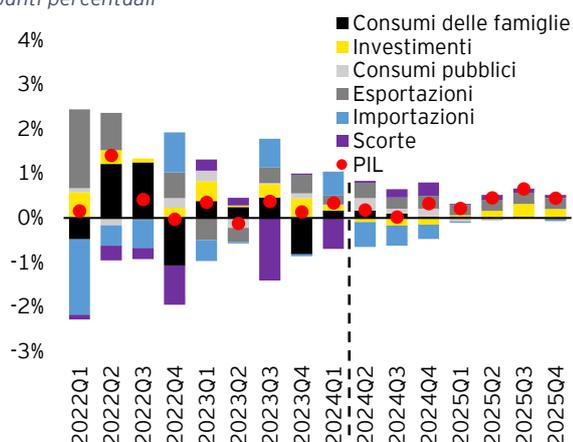
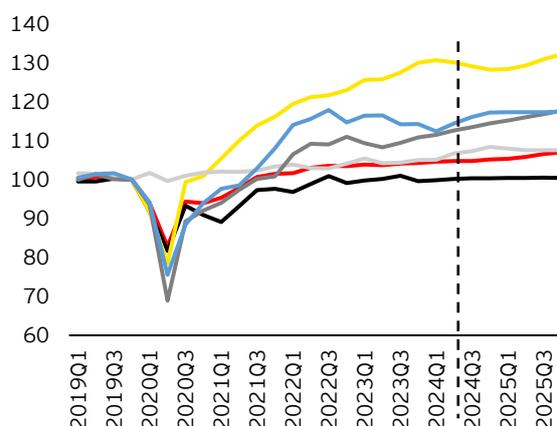


Figura 49: Componenti del PIL, Italia - indice, 2019-Q4 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat e previsioni EY. Le previsioni EY cominciano dal primo trimestre 2024. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

La dinamica dei consumi si riflette anche nell'andamento delle importazioni, che si riducono portando un contributo positivo alla crescita del PIL. Dall'altra parte, in riferimento agli investimenti, gli elevati tassi di interesse e l'incertezza generale continuano a pesare sulla loro dinamica, che in ogni caso rimane anch'essa positiva. Le esportazioni beneficiano, invece, di una ripresa del commercio internazionale.

Sulla base delle informazioni riportate nelle sezioni precedenti e degli ultimi dati disponibili, è possibile delineare le prospettive di EY per l'economia italiana. Dopo la crescita registrata nel primo trimestre 2024, ci si attende una crescita del PIL modesta nel secondo trimestre del 2024, seguita poi da una stasi e ripresa nell'ultimo trimestre, con una chiusura dell'anno allo 0,8%. Il 2025 sarà invece caratterizzato da una crescita più dinamica (1,3%).

⁸⁶ ISTAT, Conti economici trimestrali, I trimestre 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.istat.it/it/files//2024/05/CET-24q1.pdf>.

Si stima che la *performance* del 2024 sarà legata ad una crescita nulla dei consumi e da una ripresa degli investimenti (1,8%), a cui si aggiunge un contributo positivo importante delle esportazioni nette (circa 1,2 punti percentuali). Il 2025 sarà invece caratterizzato da una leggera accelerazione dei consumi (0,3% la crescita stimata rispetto all'anno precedente) e da una decelerazione degli investimenti (0,5%), principalmente a causa della riduzione sempre più marcata degli effetti positivi degli incentivi fiscali (ad esempio, superbonus 110%) e a tassi di interesse reale più elevati.

Tabella 3: Previsioni sull'economia italiana

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PIL, var. %	-9,0%	8,3%	4,0%	0,9%	0,8%	1,3%
Consumi delle famiglie, var. %	-10,4%	5,5%	4,9%	1,2%	0,0%	0,3%
Investimenti, var. %	-8,0%	20,3%	8,9%	4,9%	1,8%	0,5%
Esportazioni, var. %	-14,3%	14,1%	11,0%	0,5%	3,2%	3,1%
Importazioni, var. %	-12,7%	15,6%	13,5%	-0,2%	-0,3%	2,0%
Tasso di disoccupazione	9,3%	9,5%	8,1%	7,7%	7,1%	6,9%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	-0,1%	1,9%	8,2%	5,6%	1,4%	2,0%
Deficit, % del PIL	-9,3%	-8,7%	-8,3%	-7,2%	-3,7%	-2,7%
Debito pubblico, % del PIL	155,1%	147,3%	140,4%	137,1%	136,8%	134,7%

Fonte: previsioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM". L'area in grigio rappresenta l'orizzonte di previsione. Le variazioni del PIL e delle sue componenti sono calcolati sui valori espressi in termini reali. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

In riferimento al mercato del lavoro, questo si presenta in salute e mostra un tasso di disoccupazione nei due anni di analisi (2024 e 2025) in riduzione da valori più vicini all'8% a valori intorno al 7%. In miglioramento anche le stime riguardanti l'inflazione, che si prevede ridursi dal 5,6% del 2023 all'1,4% nel 2024 per poi riaccelerare leggermente al 2,0% nel 2025.

Il deficit pubblico è atteso al 3,7% nel 2024 e 2,7% nel 2025, mentre il rapporto del debito pubblico sul PIL risentirà della scarsa crescita del PIL nominale, attestandosi intorno al 134,7% nel 2025. Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento, sia al ribasso che al rialzo.

Scendendo nel dettaglio degli investimenti, agli elevati tassi di interesse si aggiunge anche la riduzione degli incentivi, con conseguente effetto negativo sugli investimenti privati. Nello specifico, nel 2024 e 2025 gli investimenti privati in abitazioni sono previsti registrare una crescita seguita poi da una forte contrazione (2,9% e -13,5% rispettivamente); dinamiche diverse per gli investimenti in fabbricati e strutture non residenziali (rispettivamente 2,9% e 4,8%) e per i macchinari (-1,6% nel 2024 e ripresa nel 2025, con un tasso di crescita del 5,0%). Un diverso *trend* invece si registra per i beni intangibili, che rappresentano sempre più un elemento chiave e distintivo delle imprese per mantenere la loro competitività sul mercato. Tali investimenti (che includono ad esempio investimenti in ricerca e sviluppo, software) continuano infatti a crescere, anche se l'ammontare complessivo rimane ancora ridotto rispetto al totale degli investimenti e quindi il loro "effetto traino" è nel complesso ancora poco rilevante, benché il loro apporto sia fondamentale per il sistema economico (ad esempio in riferimento alla produttività).⁸⁷ In uno scenario di investimenti privati in contrazione nel 2025, gli investimenti pubblici, previsti crescere del 10,5% nel 2025, rappresentano quindi il vero motore degli investimenti nazionali.

⁸⁷ Greco, R. (2023). A structural analysis of productivity in Italy: a cross-industry, cross-country perspective. Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper, Number 825, December 2023.

A questo proposito è quindi importante sottolineare il ruolo del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) per la crescita non solo nel medio-lungo periodo, grazie ad un innalzamento della crescita potenziale in parte dovuto al complesso programma di riforme parte del Piano, ma anche nel breve periodo. Il PNRR rappresenta un elemento importante propulsivo in un contesto di investimenti privati frenati dagli elevati tassi di interesse e di consumi deboli.

Le previsioni appena descritte assumono, infatti, l'effettiva implementazione delle riforme e dei progetti del PNRR secondo le informazioni disponibili nella Relazione sullo Stato di Attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza della Corte dei Conti di maggio 2024⁸⁸ e nella Quarta Relazione sullo Stato di Attuazione del PNRR di febbraio 2024.⁸⁹ In quest'ultima si mostra una spesa complessiva tra il 2020 e il 2023 di circa 43 miliardi contro i circa 46,6 miliardi disponibili secondo l'ultima programmazione temporale disponibile nel documento condiviso dalla Corte dei Conti. Partendo da questa informazione, è possibile assumere che la differenza tra quanto speso e quanto ottenuto alla fine del 2023 venga utilizzato negli anni successivi.

Figura 50: Cronoprogramma PNRR (miliardi, €)

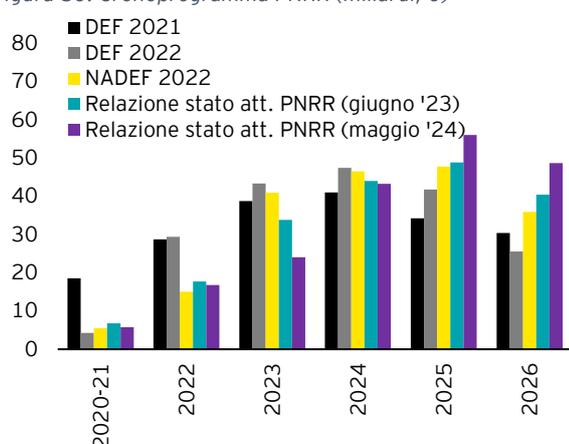


Tabella 4: Cronoprogramma PNRR (miliardi, €)

	DEF 2021	DEF 2022	NADEF 2022	Relaz. 06/23	Relaz. 05/24
2020-21	18,5	4,3	5,5	6,8	5,8
2022	28,7	29,4	15,0	17,7	16,8
2023	38,7	43,3	40,9	33,8	24,1
2024	41,0	47,4	46,5	44,0	43,2
2025	34,2	41,7	47,7	48,8	56,0
2026	30,4	25,5	35,9	40,4	48,6
Totale	191,5	191,5	191,5	191,5	194,4

Fonte: Elaborazioni EY su fonti istituzionali.

Tenuto conto del contesto appena descritto, possiamo delineare degli scenari per identificare le potenziali ripercussioni sulla crescita di una parziale implementazione del piano nei prossimi anni. Nello specifico, l'esercizio di analisi degli impatti del PNRR sulla crescita nei possibili scenari di implementazione è stato svolto nel seguente modo:

1. La differenza tra le risorse effettivamente di competenza al 2023 e quelle presenti nell'ultimo cronoprogramma (differenza di circa 3,6 miliardi) è stata assunta di competenza degli anni successivi (dal 2024 al 2026) e distribuita negli anni in maniera equa.
2. Le somme di competenza degli anni successivi al 2023 sono state poi suddivise per categorie di spesa, tenuto conto dei dettagli nella Quarta Relazione. Nello specifico si assume la seguente distribuzione delle risorse: per acquisto di beni e servizi il 33% della spesa totale; per investimenti pubblici il 46%; per prestazioni sociali l'1%; per concessioni di incentivi ad unità produttive il 19%; e per altre finalità di spesa l'1%.
3. Si è assunto un ritardo nella spesa effettiva degli investimenti pubblici ("time to spend"), considerati i necessari adempimenti burocratici, di circa quattro trimestri, in linea con quanto assunto in un lavoro della Commissione Europea (Pfeiffer et al., 2021).⁹⁰

⁸⁸ Relazione sullo Stato di Attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Per maggiori informazioni, <https://www.corteconti.it/Download?id=7c438424-a7db-4a5f-99a0-3e55c2875447>.

⁸⁹ Quarta Relazione sullo Stato di Attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Per maggiori informazioni, <https://www.italiadomani.gov.it/content/soqei-ng/it/it/strumenti/documenti/archivio-documenti/quarta-relazione-al-parlamento-sullo-stato-di-attuazione-del-pia.html>.

⁹⁰ Pfeiffer, P., & Varga, J. (2021). Quantifying spillovers of next generation EU investment (No. 144). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission. Questo lavoro fa a sua volta riferimento a Leeper, E.M., T.B. Walker, and S-C.S. Yang, 2010, Government Investment and Fiscal Stimulus, Journal of Monetary Economics, 57, 1000-12.

4. A questo scenario (*baseline*) si affiancano due ulteriori scenari in cui si assume un'implementazione parziale del PNRR. Nello specifico:
- Scenario 1:** implementazione del piano al 70% della stima delle risorse programmate per il 2024 e 90% al 2025;
 - Scenario 2:** implementazione del piano al 50% della stima delle risorse programmate per il 2024 e 70% al 2025.

Figura 51: PIL reale e scostamento della crescita nei due scenari rispetto alla baseline, Italia (milioni di € e punti percentuali)

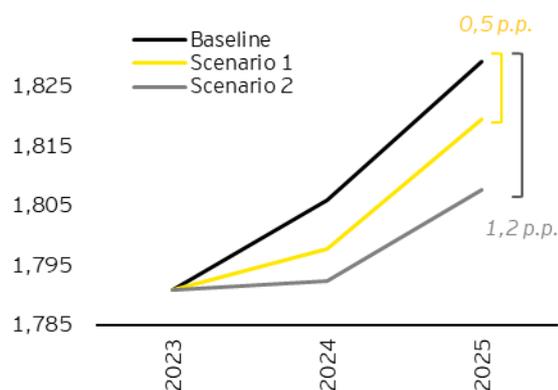


Tabella 552: Crescita del PIL reale negli scenari di simulazione, Italia - var. %

	2024	2025
Baseline	0,8%	1,3%
Scenario 1	0,4%	1,2%
Scenario 2	0,1%	0,9%

Fonte: Elaborazioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM". Le percentuali rappresentano lo scostamento nei due scenari rispetto allo scenario baseline (0,5% nello Scenario 1; 1,2% nello Scenario 2).

Tenendo in considerazione questi due scenari, si stima che nello Scenario 1 il PIL registrerebbe una crescita dello 0,4% nel 2024 ed una crescita dell'1,2% nel 2025. Ciò si tradurrebbe in una crescita cumulata al 2025 minore di 0,5 punti percentuali rispetto alla baseline.

Nello Scenario 2, l'economia italiana sperimenterebbe una crescita sostanzialmente nulla (0,1%) nel 2024 e dello 0,9% nel 2025. Ciò si tradurrebbe in una crescita cumulata al 2025 minore di 1,2 punti percentuali rispetto alla baseline. Come già accennato, quindi, le risorse del PNRR rappresentano una leva importante della crescita del PIL italiano nel 2024 e nel 2025, in un contesto di elevati tassi di interesse che scoraggiano consumi ed investimenti privati. L'elemento cruciale è che tali risorse vengano spese in maniera produttiva anche per stimolare la crescita di medio-lungo periodo.



Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni sopra descritte si basano su una serie di assunzioni che delineano lo scenario di riferimento. Nello specifico si considerano le seguenti ipotesi:

- ▶ **Domanda estera di beni italiani:** si ipotizza una ripresa nel 2024 della domanda estera di beni italiani, con una ulteriore accelerazione nel 2025 fino ad una crescita superiore al 3%;
- ▶ **Gas naturale:** si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 10,0 \$/mmbtu entro la fine del 2024, e intorno agli 11,0 \$/mmbtu entro la fine del 2025;
- ▶ **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio intorno agli 84\$ al barile alla fine del 2024,⁹¹ e che scenda progressivamente nel 2025 fino ai 78\$ al barile;
- ▶ **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,09;
- ▶ **Spesa pubblica:** si considerano come punto di partenza le proiezioni contenute nell'ultima Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze,⁹² modificate tenuto conto delle nostre stime relative all'allocazione delle risorse del PNRR;
- ▶ **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza un percorso di riduzione dei tassi di interesse che porterà, entro la fine del 2024, una riduzione di 0,5 punti percentuali dei tassi di riferimento, ed una ulteriore riduzione di 0,75 punti nel 2025. Ci si attende inoltre che il tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) segua un andamento simile, ma mostrando un differenziale in progressiva crescita con il tasso a breve termine.

Le assunzioni sono formulate sulla base dei dati disponibili al 14 giugno 2024. I dati dell'analisi sono aggiornati al 14 giugno 2024.

Infine, considerando lo scenario attuale e la fortissima incertezza, di seguito vengono elencati alcuni rischi al ribasso e al rialzo a supporto di una visione più completa di ciò che potrebbe accadere in futuro.

Rischi al rialzo

- ▶ **Riduzione delle tensioni geopolitiche:** le tensioni relative ai conflitti attualmente in corso, e nello specifico quello russo-ucraino ed israelo-palestinese, potrebbero ridursi nel breve/medio termine, riducendo di conseguenza l'instabilità nel quadro macroeconomico, con potenziali ripercussioni positive sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ **Mercato del lavoro:** minore pressione della componente salariale sul livello dei prezzi, riducendo il rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- ▶ **Politica monetaria:** accelerazione dell'allentamento di politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea e minore pressione sulla domanda interna;
- ▶ **Riadattamento delle catene di fornitura:** un riadattamento più veloce delle catene del valore a livello europeo e globale comporterebbe una minore pressione lungo le stesse, portando con sé una maggiore sicurezza di approvvigionamento e del commercio mondiale;

⁹¹ Si fa riferimento al prezzo del Brent.

⁹² Documento di economia e finanza, Nota di aggiornamento, 2023.

- ▶ Accelerazione della domanda estera: maggiore crescita economica per partner commerciali importanti quali Cina e Stati Uniti, che si tradurrebbe in un contributo maggiore del commercio estero alla crescita italiana.

Rischi al ribasso

- ▶ Aumento delle tensioni geopolitiche: il conflitto Russia-Ucraina potrebbe non trovare soluzione nel breve/medio periodo, perpetuando la precarietà geopolitica. A questo si potrebbe aggiungere un aggravarsi della questione israelo-palestinese, che, in caso di coinvolgimento di altri paesi, avrebbe ripercussioni umanitarie ed economiche ancora più significative, con potenziali conseguenze negative sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ Impatto più forte del previsto sull'economia reale della politica monetaria restrittiva: la BCE e le altre banche centrali mondiali potrebbero mantenere/inasprire la politica monetaria restrittiva per più tempo del previsto, in caso di inflazione persistente nelle diverse economie. Questo può tradursi in un rischio di bassa crescita prolungata, dovuto a minori consumi e investimenti scoraggiati dagli alti tassi di interesse;
- ▶ Stress nel sistema finanziario: gli alti tassi di interesse possono tradursi in maggiore stress per le istituzioni finanziarie, con conseguente impatto sui risparmiatori e un inasprimento delle condizioni di credito, tanto negli Stati Uniti quanto nell'Eurozona;
- ▶ Elevato debito pubblico: l'aumento del debito pubblico successivo alla pandemia, assieme agli attuali alti tassi di interesse, pone nuove sfide alla sua sostenibilità nelle economie dell'Eurozona, specialmente in quelle più indebitate come l'Italia. Questo potrebbe tradursi, in ultima istanza, in maggiori rischi di stress nei mercati finanziari;
- ▶ PNRR: il mancato raggiungimento completo degli obiettivi del PNRR e la sua parziale attuazione potrebbe rallentare il ritmo di crescita degli investimenti, e quindi dell'economia italiana nel suo complesso; il tema potrebbe avere anche delle ripercussioni sul PIL potenziale e quindi sulle prospettive di crescita a medio-lungo periodo;
- ▶ Economie emergenti: l'aumento dei tassi di interesse a livello mondiale può avere un impatto sulle economie emergenti tramite diversi canali (bassa crescita degli Stati Uniti; deprezzamento delle valute dei paesi emergenti, con conseguente potenziale aumento dei tassi di interesse per evitare un eccessivo deprezzamento, maggiore fragilità finanziaria);
- ▶ Canali di trasmissione di politica monetaria: alcuni fattori strutturali quali la presenza di una percentuale elevata di famiglie indebitate a tasso fisso, o di un'economia dove il settore dei servizi risulta preponderante, possono ostacolare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, richiedendo così più tempo per esplicare i propri effetti;⁹³
- ▶ Maggiori sofferenze nel settore immobiliare: il mantenimento dei tassi di interesse ad un livello elevato può aggiungere ulteriore pressione sul mercato immobiliare, scoraggiando gli acquisti di abitazioni ed immobili;
- ▶ Crescita meno sostenuta per Cina e Stati Uniti: una crescita meno sostenuta di Cina e Stati Uniti potrebbe risultare in una crescita della domanda estera di beni italiani ridotta;
- ▶ Elezioni negli Stati Uniti: le elezioni di novembre 2024 negli Stati Uniti aumentano l'incertezza circa i potenziali svolgimenti e attese future sulle principali questioni geopolitiche.

⁹³ ECB, the risks of a stubborn inflation, giugno 2023, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230619_1~2c0bdf2422.en.html.

Appendice tecnica

HEY-MOM: Hybrid EY MOdel for the Macroeconomy⁹⁴

La realizzazione di un nuovo modello macro-econometrico ha richiesto l'ottimizzazione di un inevitabile trade-off fra costruire un modello che enfatizzi l'informazione dei dati (come i modelli ARIMA e VAR, che non fanno uso alcuno della teoria economica) o un modello attento alle sole fondamenta su cui si basano le sue relazioni (nel caso estremo, i modelli RBC-DSGE calibrati che non pongono attenzione ai dati delle loro variabili).⁹⁵ Questo trade-off è stato sottolineato più volte in letteratura, si vedano ad esempio le riflessioni in Granger (1999) e Pagan (2003).

Nella costruzione di HEY-MOM si è cercato di non trascurare nessuno dei due ingredienti di cui sopra (teoria economica e dati), nel tentativo di produrre un modello ibrido con un attento bilanciamento nella specificazione di relazioni (a) basate su comportamenti economici microfondati e al contempo (b) attente nella applicazione di rigorose tecniche di valutazione dell'informazione statistica. Un esempio di modello ibrido è costituito da MARTIN, il modello attualmente in uso presso la Banca Centrale Australiana (cfr Cusbert e Kendall, 2018).

In estrema sintesi, il ruolo di HEY-MOM è quello di unificare la struttura analitica della macroeconomia in EY. Per far questo, il modello si riferisce ai principali aggregati dell'economia italiana, fondato su dati empirici, di natura non-monetaria, con relazioni esplicite di lungo periodo fra le variabili che studia, e orientato prevalentemente alla definizione di previsioni di breve periodo (su un orizzonte di due anni).

Le fondamenta economiche

La rigidità nel movimento dei prezzi e dei salari implica una rigidità nella velocità con cui i sistemi macroeconomici si agguistano a seguito di shock inattesi. Quindi, da un lato nel modello la domanda di mercato guida le fluttuazioni di breve periodo, come delineato dalle teorie Keynesiane, mentre nel lungo periodo le determinanti di offerta guidano lo stato dell'economia.

L'output di lungo periodo (il potenziale dell'economia) dipende dall'effetto congiunto di trend nella produttività totale dei fattori, nell'offerta e durata in ore del lavoro e, infine, dallo stock di capitale. Questi fattori sono combinati da una tecnologia di tipo "Cobb-Douglas" con rendimenti di scala costanti. La domanda di fattori produttivi è quella che minimizza il costo dato un livello di output programmato nel contesto di una economia in cui valgono forme di competizione oligopolistica, in cui le imprese sono libere di fissare i prezzi sulla base di un margine sul costo del lavoro e, a quei prezzi, sono disposte a fronteggiare collettivamente qualsiasi livello di domanda di mercato. I salari sono definiti sulla base di una "curva di Phillips" guidata da inerzia del tasso di inflazione, produttività del lavoro, e dalla distanza fra tasso di disoccupazione effettiva e naturale (definito dallo stato di lungo periodo del mercato del lavoro). L'output effettivo è composto dalle seguenti voci di domanda interna e estera: consumi privati (delle famiglie) e pubblici; investimenti privati e pubblici per tipo di bene (fabbricati residenziali e non, macchinari e impianti, e spese in ricerca e sviluppo); importazioni ed esportazioni.

In ogni periodo, il gap fra prodotto effettivo e potenziale retroagisce sui prezzi (attraverso le variazioni dei margini) che, a loro volta, interagiscono con le componenti di domanda. In questo modo viene raggiunto l'equilibrio fra domanda e offerta.

⁹⁴ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

⁹⁵ "ARIMA" sta per "Autoregressive integrated moving average", "VAR" per "Vector autoregression", "RBC-DSGE" per "Real Business Cycle - Dynamic Stochastic General Equilibrium".

Le tecniche di valutazione dei dati

La velocità con cui le dinamiche economiche sopra delineate evolvono nel tempo viene stimata con metodi econometrici basati sulle serie storiche effettive delle variabili di interesse del modello.

A questo scopo, il modello utilizza una combinazione degli approcci della London School of Economics e della rivisitazione di Fair (2004) dell'approccio della Cowles Commission di Yale. La sintesi realizzata in HEY-MOM utilizza metodi di cointegrazione (Engle e Granger, 1987, e Johansen, 1995) per stimare relazioni di lungo periodo fra variabili non stazionarie (Dickey e Fuller, 1979), interpretabili alla luce della teoria economica e identificate da relazioni di stato i cui parametri sono stimati sulla base di modelli a correzione dell'errore (Hendry et al., 1984, e Pesaran et al., 2001). In assenza di esogeneità di alcune variabili esplicative del modello, le relazioni sono prima ispezionate seguendo l'approccio di stima delle variabili strumentali, e poi stimate definitivamente a tre stadi (Hsiao, 1997).

Il risultato complessivo è un modello composto di 74 equazioni, delle quali 29 stocastiche e 45 identità contabili. Le previsioni e le analisi svolte sono condizionali alla delineazione di scenari per 65 variabili esogene classificabili in: strumenti di politica fiscale e monetaria, blocco estero, e indicatori congiunturali.

Riferimenti bibliografici

- ▶ Cusbert, T. e E. Kendall (2018), "Meet MARTIN, the RBA's New Macroeconomic Model", Reserve Bank of Australia Bulletin, March.
- ▶ Dickey, D. A. e W. A. Fuller (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Journal of the American Statistical Association, Vol. 74, pp. 427-431.
- ▶ Engle, R. F. e C. W. J. Granger (1987), "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing", Econometrica, Vol. 55, pp. 251-276.
- ▶ Fair R. C. (2004), Estimating How the Macroeconomy Works, Harvard University Press.
- ▶ Granger, C.W.J. (1999), Empirical Modeling in Economics: Specification and Evaluation, Cambridge University Press.
- ▶ Hendry, D. F., A. R. Pagan e J. D. Sargan (1984), "Dynamic specification", in Z. Griliches e M. D. Intriligator (ed.), Handbook of Econometrics, Vol. II, North Holland.
- ▶ Hsiao, C. (1997) "Cointegration and dynamic simultaneous model", Econometrica, Vol. 65, No. 3, pp. 647-670.
- ▶ Johansen, S. (1995), Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models, Oxford University Press.
- ▶ Pagan, A. R. (2003), "Report on modelling and forecasting at the Bank of England", Quarterly Bulletin, Bank of England, Spring.
- ▶ Pesaran, M.H., Y. Shin and R. J. Smith (2001), "Bounds approaches to the analysis of level relationships", Journal of Applied Econometrics, Vol. 16, pp. 289-326.

EY | Building a better working world

EY esiste per costruire un mondo del lavoro migliore, aiutare a creare valore nel lungo termine per i clienti, le persone e la società, e costruire fiducia nei mercati finanziari.

Supportati dall'uso di dati e tecnologia, i team di EY in oltre 150 Paesi creano fiducia attraverso servizi di revisione e aiutano i clienti a crescere, trasformarsi e portare avanti il business.

Operando nel campo della revisione, consulenza, assistenza fiscale e legale, strategia e transaction i professionisti di EY si pongono le migliori domande per trovare risposte innovative alle complesse sfide che il mondo si trova oggi ad affrontare.

"EY" indica l'organizzazione globale di cui fanno parte le Member Firm di Ernst & Young Global Limited, ciascuna delle quali è un'entità legale autonoma. Ernst & Young Global Limited, una "Private Company Limited by Guarantee" di diritto inglese, non presta servizi ai clienti. Maggiori informazioni su raccolta e utilizzo dei dati da parte di EY e sui diritti individuali che ricadono sotto la legislazione sulla protezione dei dati sono disponibili su ey.com/IT/privacy. Le Member Firm di EY non prestano servizi legali dove non è consentito dalle normative locali. Per maggiori informazioni sulla nostra organizzazione visita ey.com.

© 2024 EY Advisory S.p.A.
All Rights Reserved.

ED None

Questa pubblicazione contiene informazioni di sintesi ed è pertanto esclusivamente intesa a scopo orientativo; non intende essere sostitutiva di un approfondimento dettagliato o di una valutazione professionale. EYGM Limited o le altre member firm dell'organizzazione globale EY non assumono alcuna responsabilità per le perdite causate a chiunque in conseguenza di azioni od omissioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente pubblicazione. Per qualsiasi questione di carattere specifico, è opportuno consultarsi con un professionista competente della materia.

ey.com/IT

Contatti

Mario Rocco

Partner, Valuation, Modelling and Economics Leader, EY
mario.rocco@it.ey.com

Alberto Caruso

Senior Manager, EY
alberto.caruso@it.ey.com

Luca Butiniello

Senior Analyst, EY
luca.butiniello@it.ey.com