

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°2 | Marzo 2023

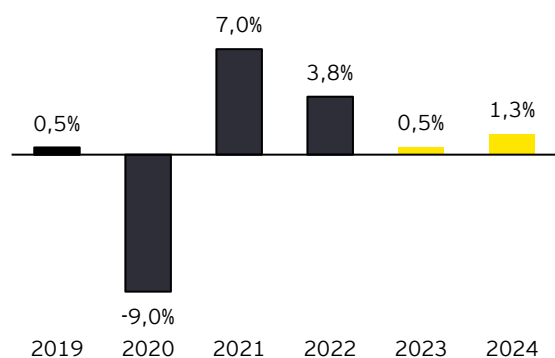
Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
03. Il quadro europeo	8
03.1 Prezzi, politica monetaria e mercato del lavoro	8
03.2 Gli indicatori congiunturali	14
04. L'economia italiana	16
04.1 Prezzi e mercato del lavoro	16
04.2 Approfondimento: salari reali e produttività in Italia	19
05. L'economia italiana: il PIL e previsioni EY	25
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	30
07. Appendice Tecnica	32

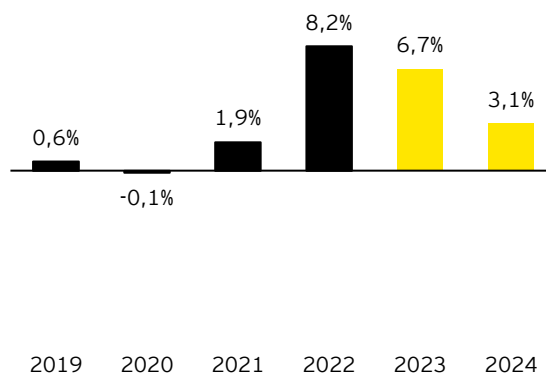
Executive summary

- ▶ La crescita mondiale è attesa rallentare leggermente nel 2023 al 2,6%, dopo il 3,2% registrato nel 2022, per poi accelerare nuovamente a 2,9% nel 2024, valore ancora inferiore alla media 2000-2019 (3,8% annuo).
- ▶ L'inflazione globale è attesa ridursi al 6,6% nel 2023, dall'8,8% registrato nel 2022. Il livello rimane però più elevato rispetto alla media storica 2000-2019, vicino al 4%. Le attese di un'inflazione più contenuta riflettono il calo dei prezzi dell'energia, un alleggerimento delle pressioni sulle catene di fornitura e l'azione energica e coordinata delle banche centrali mondiali.
- ▶ Alcune componenti dell'inflazione, soprattutto in Europa, mostrano tuttavia una forte persistenza. In particolare, continua a crescere l'inflazione *core*, cioè quella al netto dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari freschi. Una maggiore pressione inflattiva nell'Eurozona potrebbe provenire, inoltre, da un possibile aumento dei salari a compensazione della perdita del potere di acquisto dei lavoratori. Ciò potrebbe portare ad un mantenimento più duraturo dell'attuale regime di tassi di interesse da parte della Fed e della BCE.
- ▶ Gli elevati tassi di interesse rischiano di generare pressione nel settore finanziario, come mostrato dalle recenti turbolenze nei mercati. Nonostante questi eventi al momento non riguardino direttamente il territorio europeo e appaiano come eventi isolati, le ripercussioni economiche potrebbero essere tali da avere un impatto anche sulle economie dell'Eurozona.
- ▶ Tassi di interesse così alti, inoltre, costituiscono soprattutto un possibile vincolo alla crescita reale, scoraggiando le scelte di consumo e investimento di famiglie e imprese.
- ▶ Tenendo conto di questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita dello 0,5% nel 2023 e dello 1,3% nel 2024, mentre il tasso di inflazione passerà dal 6,7% del 2023 al 3,1% del 2024. La crescita sarà principalmente trainata dalle esportazioni nette e dagli investimenti, anche grazie al forte impulso fornito dalle risorse previste dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), mentre i consumi sono attesi mostrare una dinamica piatta.
- ▶ Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi sia al ribasso sia al rialzo, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento e all'implementazione del PNRR stesso. Due simulazioni effettuate con il modello di EY su possibili scenari di un impiego parziale dei fondi del PNRR, in linea con gli scostamenti delle spese effettive rispetto a quelle previste fino al 2022, stimano nel 2023 una possibile mancata crescita del PIL.

PIL reale - variazione %, Italia



Prezzi al consumo - variazione %, Italia



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.

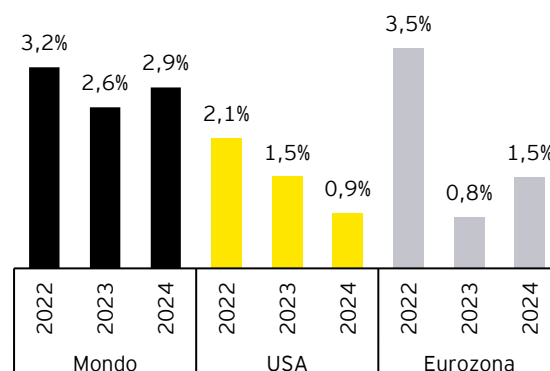
Lo scenario globale

Secondo l'OCSE, il 2022 si chiude con una crescita globale complessiva del 3,2%,¹ un dato inferiore rispetto al 4,5% previsto a dicembre 2021,² ovvero prima dell'invasione russa dell'Ucraina e delle conseguenti tensioni geopolitiche globali, e prima della crisi energetica sperimentata durante la seconda metà dell'anno. Nonostante lo scenario globale rimanga estremamente complesso, le ultime previsioni di crescita del PIL mondiale per il 2023 sono del 2,6%, in leggero rialzo rispetto alle previsioni di fine 2022 (2,2%), per preparare poi la strada ad una crescita mondiale in moderata accelerazione nel 2024 (2,9%).

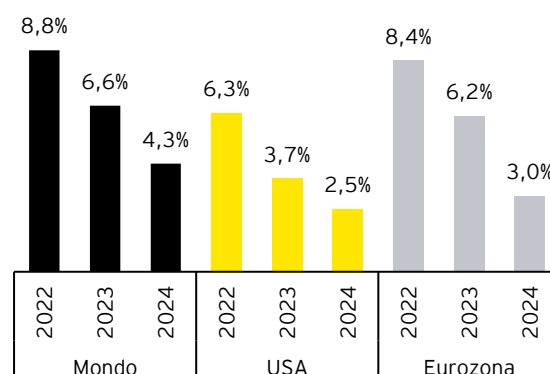
In riferimento alla dinamica dei prezzi, dopo l'impennata registrata nel 2022 che ha portato una crescita dei prezzi al consumo dell'8,8% a livello mondiale, l'inflazione è attesa scendere nel 2023 e 2024 rispettivamente al 6,6% e al 4,3%, ritornando gradualmente su livelli più moderati, nonostante ancora maggiori rispetto alla media degli anni precedenti.³

Seppur modesta, la revisione al rialzo delle previsioni di crescita è proprio legata al generale miglioramento della dinamica inflazionistica sperimentato negli ultimi mesi del 2022, dovuto ad una riduzione dei prezzi dell'energia a fine 2022, alle politiche restrittive delle banche centrali,⁴ e ad un alleggerimento delle pressioni lungo le catene di fornitura con una conseguente ripresa attesa degli scambi mondiali.

PIL reale - crescita YoY



Prezzi al consumo - crescita YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati OECD Economic Outlook March 2023, IMF World Economic Outlook January 2023. La variazione dei prezzi al consumo per il mondo fa riferimento alle ultime proiezioni disponibili del Fondo Monetario Internazionale, mentre tutti gli altri valori fanno riferimento agli ultimi dati disponibili dell'OCSE.

¹ OECD Economic Outlook, Interim Report March 2023.

² OECD Economic Outlook, December 2021.

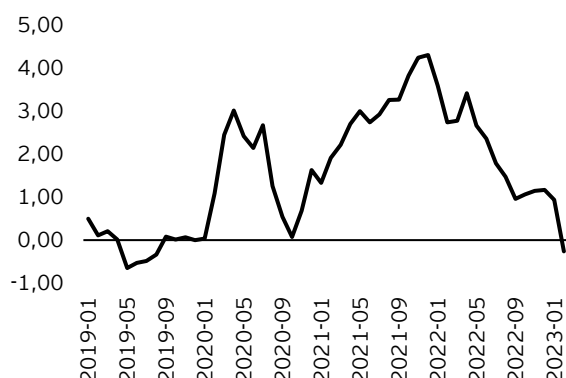
³ Variazione annuale dei prezzi al consumo 2010-2019 per mondo = 3,6%; USA = 1,8%; Eurozona = 1,4%. Fonte: IMF WEO October 2022.

⁴ International Monetary Fund, *Global Economy to Slow Further Amid Signs of Resilience and China Re-opening* (gennaio 2023).

È interessante, infatti, notare come febbraio 2023 sia il primo mese dal 2020 in cui le difficoltà lungo le catene del valore, riassunte nel *Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)*⁵ - ovvero l'indice creato dalla Federal Reserve Bank di New York per monitorare le pressioni lungo le catene di fornitura - si siano significativamente ridotte, in linea con i valori registrati prima della pandemia. Resta, comunque, l'incertezza legata all'allentamento delle restrizioni in Cina e al possibile nuovo aumento dei contagi COVID, che potrebbe tradursi in nuove pressioni lungo le *supply chain*.⁶

Nel valutare correttamente l'indice in analisi, è importante inoltre sottolineare come questo mostri le pressioni legate al solo andamento dell'offerta: se infatti si considera l'indicatore comprensivo anche delle dinamiche dal lato della domanda, le pressioni sulle catene del valore erano in diminuzione già dalla fine del 2022.⁷

Global Supply Chain Pressure index

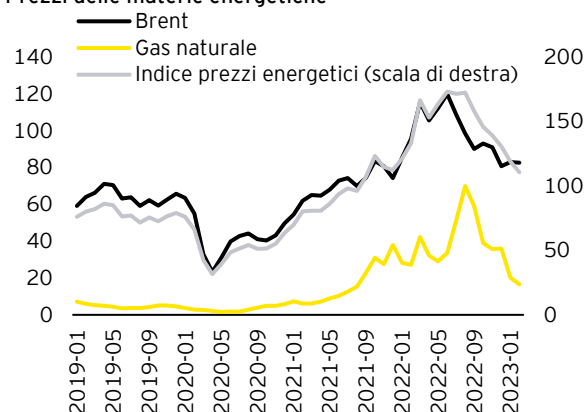


Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York.

In riferimento all'andamento dei prezzi dell'energia, la discesa già sperimentata negli ultimi mesi del 2022 continua il suo percorso anche nei primi mesi del 2023, attenuando la dinamica che ha caratterizzato l'anno precedente. Il prezzo del gas naturale in Europa, ad esempio, è tornato ai livelli della seconda metà del 2021,

mentre i prezzi del petrolio (per esempio il Brent) sono tornati in linea con i livelli di inizio 2022 (82,7 \$/bbl a febbraio 2023 contro 85,5 \$/bbl a gennaio 2022).

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). L'indice dei prezzi energetici considera il prezzo di diverse materie prime a livello globale (ad esempio, il prezzo del petrolio greggio, come il Brent e il WTI, del carbone e del GNL). Gli indici si riferiscono al mercato globale. Ultimo dato disponibile: febbraio 2023.

Nonostante la crescita globale sia prevista accelerare nel 2024, le preoccupazioni legate al contesto geopolitico e la stretta monetaria applicata dalle maggiori banche centrali mondiali continuano a rendere comunque incerte le prospettive di crescita.

Analizzando la strategia delle principali banche centrali, si nota infatti come stiano tutte portando avanti una politica monetaria fortemente restrittiva di contrasto all'inflazione, con la sola eccezione della Turchia.⁸ Se da un lato questa scelta di politica monetaria "coordinata" si fonda sulla necessità di combattere gli alti livelli di inflazione, l'azione congiunta potrebbe ostacolare la crescita in modo più pronunciato nelle economie avanzate, a causa dell'impatto negativo dell'innalzamento dei tassi sulle scelte di consumo

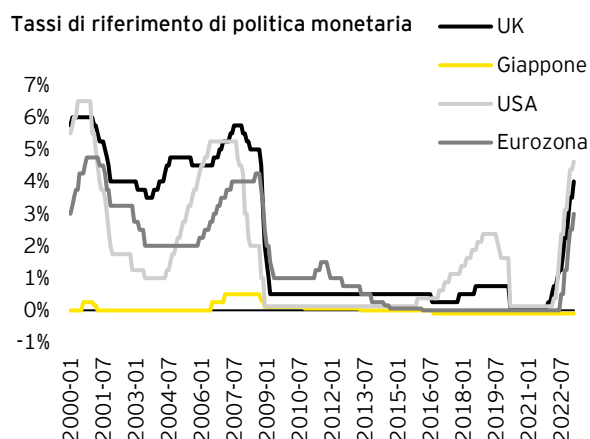
⁵ Per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview>.

⁶ Federal Reserve Bank of New York, *Global Supply Chain Pressure Index: The China Factor*.

⁷ Federal Reserve Bank of New York, *How Have Swings in Demand Affected Global Supply Chain Pressures?* (febbraio 2023).

⁸ Si fa riferimento alle 38 banche centrali mappate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali. Nello specifico si considera Argentina, Australia, Brasile, Canada, Svizzera, Cile, Cina, Colombia, Cechia, Danimarca, Regno Unito, Hong Kong SAR, Croazia, Ungheria, Indonesia, Israele, India, Islanda, Giappone, Corea del Nord, Macedonia del Nord, Messico, Malesia, Norvegia, Nuova Zelanda, Perù, Filippine, Polonia, Romania, Serbia, Russia, Arabia Saudita, Svezia, Tailandia, Turchia, Stati Uniti, Area Euro, Sudafrica.

e investimento.⁹ Al fine di massimizzare l'azione della politica monetaria, risulta inoltre fondamentale creare una sinergia con la politica fiscale. Questo è ancor più importante nei paesi dell'Eurozona, caratterizzati da una forte eterogeneità e mancanza di un sistema fiscale unico.



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca dei Regolamenti Internazionali.

In riferimento agli Stati Uniti, l'attività economica ha segnato una crescita del 2,9% nel quarto trimestre del 2022 rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, dopo una crescita del 3,2% nel terzo trimestre. La leggera decelerazione dell'attività economica rispetto al trimestre precedente è dovuta principalmente all'indebolimento della domanda interna e alla diminuzione delle esportazioni.¹⁰ L'aumento dei tassi di riferimento di politica monetaria continua, anche se a velocità diversa: nell'incontro del 22 marzo 2023, infatti, la Federal Reserve ha annunciato un aumento dei tassi di interesse di 25 punti base, in linea con la decisione del meeting di febbraio 2023 e mostrando una decelerazione rispetto all'andamento registrato dalla seconda metà del 2022.

È importante sottolineare come il contesto di elevati tassi di interesse si stia traducendo in maggiore stress per il settore finanziario, come mostrato dai recenti avvenimenti relativi ad

alcune istituzioni finanziarie. In alcuni casi, tali istituzioni possono essere infatti vulnerabili all'aumento dei tassi di interesse, che possono per esempio tradursi in una riduzione del valore delle posizioni obbligazionarie.

Sebbene le vicende delle ultime settimane possano sembrare dei casi isolati, si teme comunque un possibile deterioramento della fiducia del settore privato verso il settore bancario, rappresentando tali vicende dei campanelli di allarme relativi alla potenziale debolezza del settore bancario e di quello finanziario in condizioni di mercato così volatili, incerte e con tassi di interesse elevati. Nell'area dell'euro beneficiano di una regolamentazione più stringente rispetto all'ultima crisi finanziaria e di un buon coordinamento delle istituzioni con obiettivi di vigilanza bancaria e di analisi dei rischi, ma eventi di mercato isolati pongono comunque dei rischi quando ad essere coinvolti sono istituti finanziari definiti "sistemici".¹¹

Le prospettive di crescita globali, infine, sono legate anche all'andamento dell'economia cinese, soprattutto a causa della sua centralità nelle catene del valore e nello schema degli scambi mondiali. Come accennato, già dalla fine del 2022 la Cina ha cominciato il suo programma di rientro delle *zero-covid policy*, ovvero di quelle misure mirate a contenere la pandemia nel paese. Se da un lato la riapertura dell'economia cinese è attesa contribuire positivamente alla ripresa dell'economia mondiale, dall'altro è possibile che la riapertura porti con sé un aumento dei prezzi delle materie prime necessarie all'attività produttiva, quali energia e metalli. La Cina, infatti, rappresenta una quota considerevole del consumo di materie prime quali alluminio, rame, nickel, carbone (circa il 60% del totale del consumo mondiale di ciascuna di queste materie prime), ma anche cotone, mais e fertilizzanti (tra il 20 ed il 30% del consumo mondiale).¹²

La revoca delle misure restrittive di contenimento della pandemia, avvenuta il 7 dicembre, è attesa giocare un ruolo importante per la ripartenza dell'economia. A dicembre il PMI dell'Ufficio Nazionale di Statistica cinese¹³, che ha rilevato l'ultima parte del mese (quando le infezioni erano

⁹ OECD Economic Outlook, Volume 2022 Issue 2, <https://doi.org/10.1787/f6da2159-en>.

¹⁰ U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), *Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2022 (Advance Estimate)*.

¹¹ Si veda la lista prodotta dal Financial Stability Board: <https://www.fsb.org/2022/11/2022-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/>.

¹² OECD Economic Outlook, Interim Report March 2023: A Fragile Recovery.

¹³ National Bureau of Statistics of China, Purchasing Managers Index.

in aumento), ha subito un forte calo, per poi risalire nei mesi successivi a livelli record se paragonati a quanto registrato nel 2022. Anche gli indicatori di mobilità giornaliera delle città cinesi hanno evidenziato un forte calo a dicembre, seguito però da una timida ripresa a gennaio. La crescita si è attestata al 2,9% su base annua nell'ultimo trimestre del 2022, contro il 3,9% del terzo trimestre: questa minore attività economica si è tradotta in una minore pressione sui prezzi.

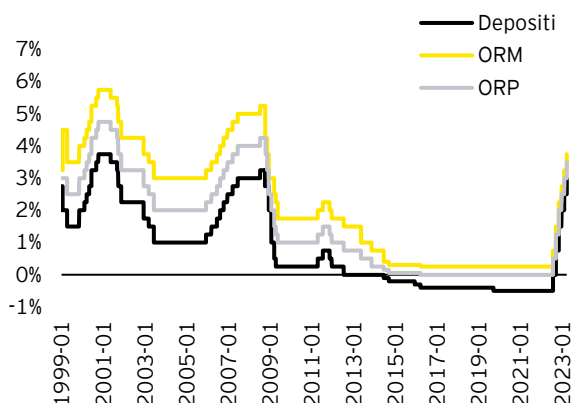


Il quadro europeo

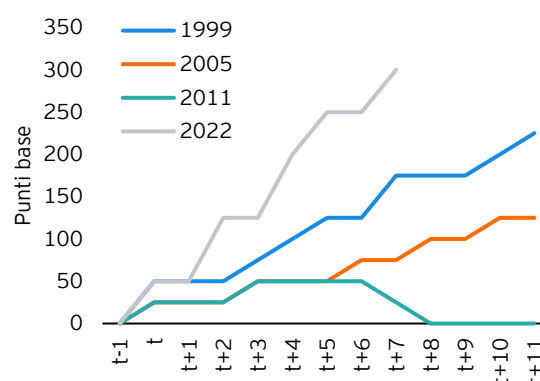
Prezzi, politica monetaria e mercato del lavoro

L'aumento dei tassi di interesse nell'Eurozona continua a passo significativo. Il 16 marzo 2023 il consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare di 50 punti base i tassi di interesse chiave di politica monetaria. 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 centrale¹⁴ sono stati portati rispettivamente al 3,50%, al 3,75% e al 3,00%, con effetto dal 22 marzo 2023. La portata dell'ultimo aumento dei tassi di riferimento è simile a quella già sperimentata nell'ultimo meeting del 2 febbraio 2023 e non esclude incrementi futuri. L'andamento della stretta monetaria nell'Eurozona non ha paragoni nella storia della moneta unica: se infatti si prendono a riferimento gli altri periodi in cui la Banca Centrale Europea ha applicato una politica monetaria restrittiva, si nota come la velocità attuale dell'aumento dei tassi sia quasi doppia rispetto ai casi precedenti.

Tassi di politica monetaria - BCE



Velocità di aumento del tasso sui depositi



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. Grafico a destra: il tempo t rappresenta l'anno in cui avviene il primo incremento del tasso sui depositi dopo una riduzione dei tassi. Punto base = punto percentuale/100 (1 punto base = 0,01%).

È importante notare come il cambio di rotta della politica monetaria, ormai in atto dal 2022 a livello europeo e globale, stia generando delle pressioni significative sul sistema finanziario internazionale, come testimoniato dalle turbolenze sui mercati nelle ultime settimane. Eventi di questo tipo possono avere ripercussioni sulla crescita dell'economia globale minando la fiducia nel sistema finanziario, ancor più se fanno riferimento a banche di importanza sistemica. Banche di tale importanza sono presenti anche all'interno dell'Eurozona, ma i rischi di eventuali stress appaiono al momento ridotti, anche grazie

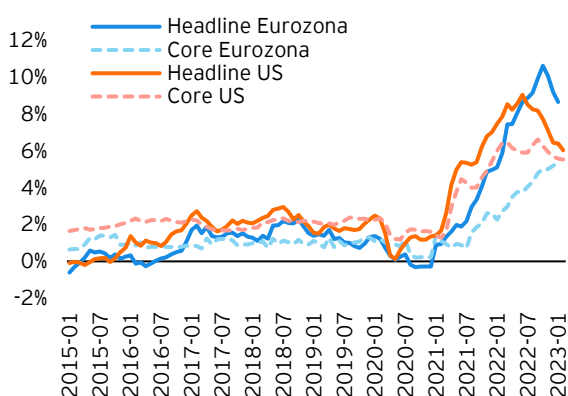
¹⁴ Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che la BCE fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Questo tasso definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno 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.

all'efficacia di apposite divisioni all'interno del Sistema Europeo di Banche Centrali focalizzate sulla supervisione bancaria e su temi di politica macroprudenziale, che hanno come obiettivo ultimo il mantenimento della stabilità finanziaria.¹⁵

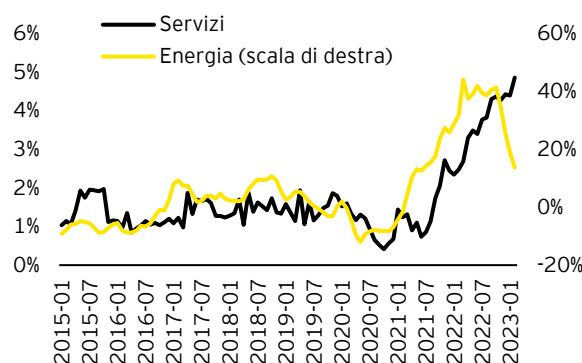
All'aumento dei tassi di interesse, la BCE affianca anche altri strumenti di politica monetaria. Sulla base della decisione di dicembre 2022, a febbraio 2023 il consiglio direttivo ha esposto le modalità dettagliate per ridurre le disponibilità di titoli dell'Eurosistema sotto APP (*Asset Purchase Programme*)¹⁶ attraverso il reinvestimento parziale dei pagamenti di capitale dei titoli in scadenza. I rimborsi mensili nell'ambito dell'APP tra marzo e giugno del 2023 avranno il ritmo di deflusso medio deciso di 15 miliardi di euro al mese, mentre il ritmo successivo sarà determinato nel tempo. La parte eccedente i deflussi superiori ai 15 miliardi di euro saranno invece reinvestimenti, garantendo così che l'Eurosistema mantenga una presenza continua sul mercato.¹⁷

La stretta monetaria trova giustificazione in un tasso di inflazione ancora molto elevato. A questo proposito è però importante considerare le due diverse dinamiche dell'inflazione *headline* (variazione dei prezzi considerato tutto il paniere di beni di riferimento) e *core* (o "componente di fondo", cioè la variazione dei prezzi del paniere dei beni al netto della variazione dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari freschi) negli ultimi mesi nell'Eurozona.

Inflazione headline e core



Componenti dell'indice dei prezzi al consumo, Eurozona - Servizi ed energia



Fonte: Elaborazioni EY su dati OECD, 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. Ultimo dato disponibile: febbraio 2023.

La prima, infatti, sembra aver invertito il trend di crescita sperimentato dagli inizi del 2021, rappresentando in ogni caso un aumento dei prezzi ma a velocità ridotta rispetto a quanto registrato precedentemente. Il rallentamento della crescita dei prezzi dell'energia nell'area euro è dovuto non solo ad una diminuzione effettiva dei prezzi energetici, ma anche ad un ampio "effetto base" al ribasso.¹⁸

¹⁵ Per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>

¹⁶ 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>.

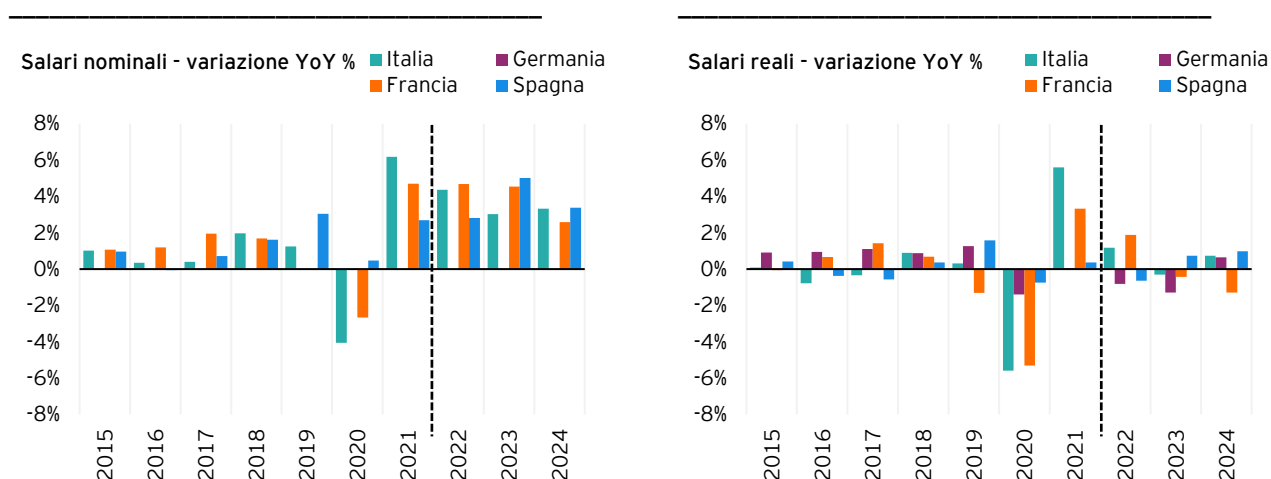
¹⁷ ECB decides on detailed modalities for reducing asset purchase programme holdings, febbraio 2023. Per maggiori informazioni, si rimanda a <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.pr230202~1a4ecbe398.en.html>.

¹⁸ Nella misura dell'inflazione si confrontano generalmente le variazioni dei prezzi da un anno all'altro. Nel 2022 i prezzi sono stati eccezionalmente alti a causa delle tensioni geopolitiche con la Russia. Confrontando i prezzi più bassi di oggi e con quei livelli molto più elevati, le differenze appaiono marcate. Questo fenomeno è noto come "effetto base". Per maggiori informazioni, ECB Economic Bulletin, Issue 1 / 2023.

Questo scenario di riduzione dei prezzi dell'energia nell'Eurozona deve però considerare potenziali nuove sanzioni a prodotti energetici russi, come quelle recentemente imposte sui prodotti raffinati del petrolio, che ne potrebbero ridurre la discesa nel breve/medio periodo.¹⁹

In riferimento all'inflazione *core*, si nota come, diversamente da quanto appena descritto per l'inflazione *headline*, questa continui a salire, a dimostrazione della presenza di altre componenti che spingono in alto il livello dei prezzi, oltre alla componente energetica. Si deve considerare, inoltre, che la trasmissione degli aumenti di prezzo attraverso le catene del valore richiede del tempo: i maggiori costi dell'energia sopportati dalle imprese richiedono tempo per essere "scaricati" a valle della catena del valore e in risultare quindi in un aumento dei prezzi al consumo. Ciò aumenta la probabilità di una potenziale persistenza dell'inflazione anche con il venir meno delle pressioni sul mercato energetico.²⁰

Tale persistenza potrebbe anche risultare da "*second round effects*" derivanti dall'aumento delle retribuzioni, a compensazione del crollo dei redditi reali delle famiglie negli ultimi trimestri. L'eurozona, quindi, potrebbe dover affrontare un tipo diverso di inflazione legata non più all'andamento dei prezzi dell'energia ma all'andamento dei salari. I salari nominali sono attesi mantenere un tasso di crescita rilevante nel 2023 e 2024, il che si tradurrà in un modesto aumento dei salari reali nel 2024 nelle principali economie europee, con la sola eccezione della Francia.



Fonte: Elaborazioni EY su dati AMECO. Le previsioni cominciano dal 2022.

Per quanto concerne la dinamica del numero di occupati, dopo il calo a seguito della pandemia (un calo di circa il 2% nel totale dell'economia tra il quarto trimestre del 2019 ed il primo trimestre del 2021), nel quarto trimestre del 2021 l'Eurozona è tornata ai livelli precedenti la crisi pandemica. È altrettanto interessante però notare come si registrino andamenti diversi nell'industria e nei servizi: nonostante la direzione delle due curve sia la stessa, l'occupazione nell'industria ha impiegato circa un anno in più per tornare ai livelli pre-crisi (circa 33 milioni di occupati nel secondo trimestre del 2022) rispetto al settore dei servizi (circa 101 milioni di occupati nel terzo trimestre del 2021).

Alla base di un mercato del lavoro così dinamico c'è una disponibilità di posti di lavoro elevata: questo è quello che mostra il *job vacancy rate*,²¹ ovvero il rapporto tra i posti di lavoro non occupati e i posti di lavoro complessivi, che ha raggiunto i massimi nel secondo trimestre del 2022 (circa 2,9% per l'industria e

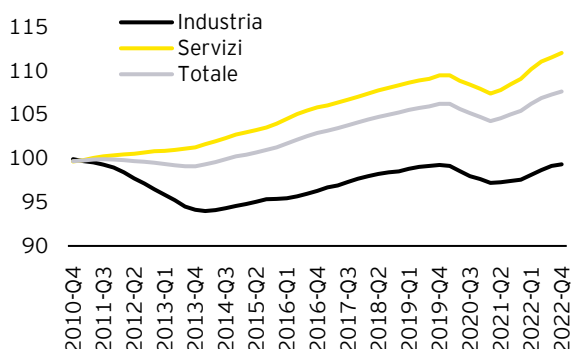
¹⁹ Spiegazione delle sanzioni UE nei confronti della Russia, Consiglio europeo. Per maggiori informazioni, si rimanda a <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/sanctions-against-russia-explained/>.

²⁰ Inflation Diagnostics, ECB, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221125~d34babdf3e.en.html>.

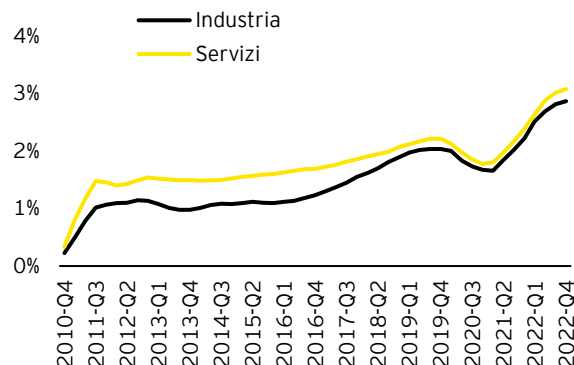
²¹ Un posto di lavoro non occupato è definito come un posto retribuito appena creato, non occupato o in procinto di diventare vacante per i quali il datore di lavoro (1) si sta attivando ed è disposto a trovare un candidato idoneo al di fuori dell'impresa interessata (2) intende riempire immediatamente o entro un determinato periodo di tempo. $\text{Job vacancy rate} = \frac{\text{numero dei posti di lavoro non occupati}}{(\text{numero di posti di lavoro occupati} + \text{numero dei posti di lavoro non occupati})} \times 100$. Per ulteriori informazioni, si rimanda a [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)).

3,1% per i servizi al quarto trimestre del 2022). Il numero di posti a disposizione si sta però lentamente riducendo nel terzo trimestre del 2022, il che si potrebbe riflettere in un raffreddamento del mercato del lavoro. Rimane però importante sottolineare che, anche se in leggero calo negli ultimi trimestri, questi dati rimangono ai massimi da più di dieci anni.

Numero di occupati, Eurozona - media mobile a 4 periodi, indice 2010Q4=100



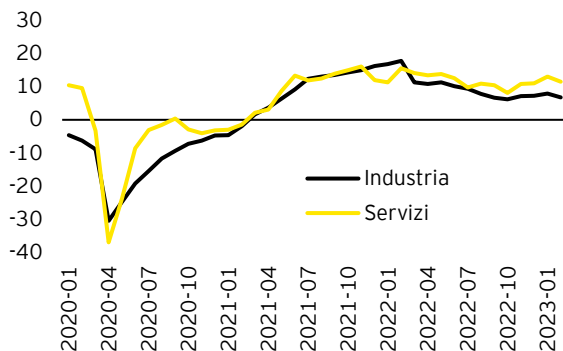
Job vacancy rate, Eurozona - media mobile a 4 periodi



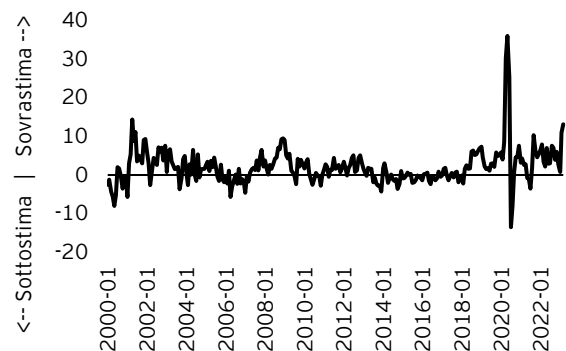
Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Job vacancy rate = numero dei posti di lavoro non occupati / (numero di posti di lavoro occupati + numero dei posti di lavoro non occupati) * 100. Ultimo dato disponibile: quarto trimestre 2022.

La dinamicità del mercato del lavoro è rappresentata anche da indicatori "soft", cioè legati ad indagini. Sono eloquenti, a questo proposito, i dati di indagine della Commissione Europea (*Business and consumer surveys*), che mostrano delle aspettative positive di occupazione a tre mesi nel settore dell'industria e dei servizi. Tali indagini indicano due punti interessanti: il primo riguarda la ripresa post-pandemia e la resilienza delle attese di occupazione nonostante le incertezze legate allo scenario geopolitico ed economico; il secondo riguarda la coincidenza tra le aspettative sull'occupazione e le valutazioni *ex-post* dell'andamento dell'occupazione stesso. Quest'ultimo aspetto è possibile analizzarlo incrociando le attese di occupazione nei tre mesi successivi all'indagine e la valutazione dell'andamento dell'occupazione nei tre mesi precedenti: sottraendo l'una all'altra si ottiene una rappresentazione di quanto le aspettative di occupazione siano sovra o sottostimate. Si nota come, nei primi mesi del 2020, ci si attendesse un impatto poco significativo sulla pandemia (sovrastima dell'andamento dell'occupazione) e come successivamente le attese siano crollate, a dimostrazione di aspettative più fosche di quanto poi si fosse effettivamente verificato. Gli ultimi mesi del 2022 ed i primi del 2023 sono stati caratterizzati da aspettative positive, con potenziale revisione al rialzo delle aspettative sulla dinamica salariale.

Aspettative sull'occupazione nei prossimi 3 mesi - Eurozona



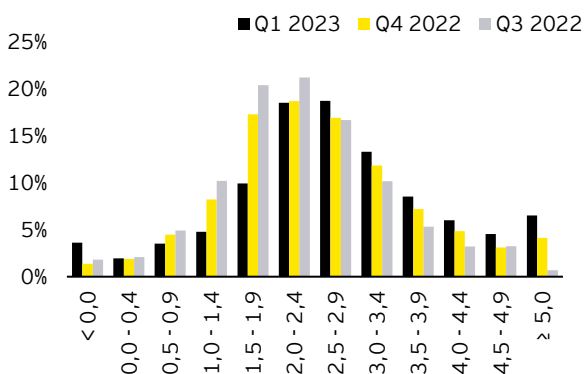
Percezione sull'occupazione nel settore dei servizi - Eurozona



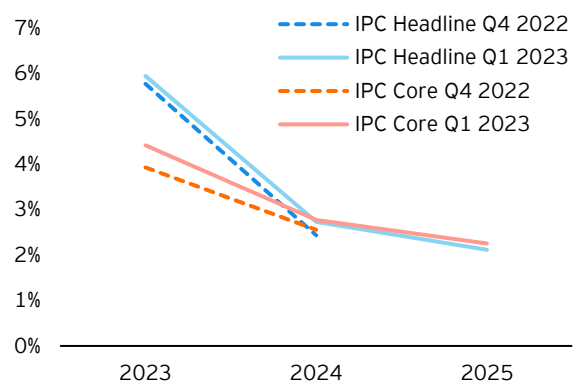
Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (*Business Consumer Surveys*). Le aspettative sull'occupazione mostrano per ogni mese la valutazione dell'andamento dei tre mesi precedenti e le attese per i tre mesi successivi. La percezione sulle attese è calcolata come differenza tra la percezione dell'andamento dell'occupazione nei tre mesi precedenti l'indagine e aspettative sull'occupazione per i tre mesi futuri portati avanti di tre mesi, al fine di confrontare la percezione "attuale" con le aspettative dei tre mesi precedenti. Ultimi dati disponibili: febbraio 2023.

Le potenziali pressioni sull'andamento dei prezzi legate al mercato del lavoro trovano riscontro anche nelle attese di inflazione raccolte nell'indagine della BCE (*Survey of Professional Forecasters*), in leggero aumento rispetto a quanto atteso nelle precedenti edizioni dell'indagine. Le attese sull'inflazione core per il 2023 e il 2024 sono state riviste al rialzo rispettivamente al 4,4% e al 2,8%, con revisioni di 0,5 e 0,2 punti percentuali. Le attese per il 2025 sono del 2,3%, e le revisioni riflettono attese di effetti indiretti più forti e ampi del previsto e un aumento più alto della crescita salariale prevista.²² Questi dati mostrano, inoltre, come le aspettative degli operatori professionisti siano ancorate nel lungo periodo all'obiettivo di inflazione della Banca Centrale Europea al 2%, a dimostrazione di come la politica monetaria stia sortendo effetti positivi sulle aspettative degli operatori.

Distribuzione di probabilità su attese di inflazione per il 2024 (headline)



Attese di inflazione



Fonte: Elaborazioni EY su dati ECB (*Survey of Professional Forecasters*, primo trimestre 2023). IPC: indice dei prezzi al consumo.

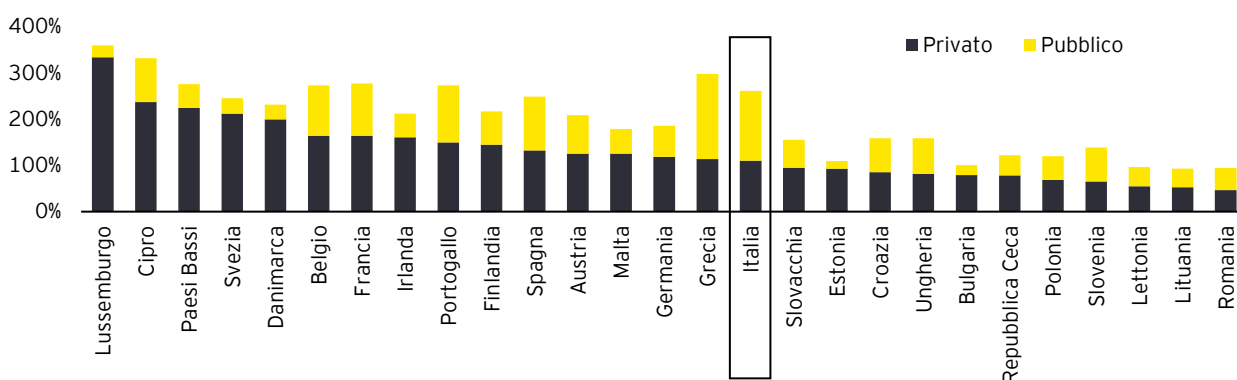
Come già anticipato, le dinamiche del mercato del lavoro appena descritte e la attesa trasmissione degli aumenti dei prezzi attraverso le catene del valore rischiano di prolungare la persistenza dell'inflazione nel 2024, il che a sua volta potrebbe costringere la BCE a mantenere una politica monetaria restrittiva per un

²² The ECB Survey of Professional Forecasters, First quarter of 2023.

periodo più lungo di quanto ci si potesse aspettare qualche mese fa. Tassi di interesse crescenti rischieranno di disincentivare fortemente gli investimenti e i consumi, aggiungendo pressione sulla sostenibilità dei debiti, sia pubblici che privati.

A questo proposito è infatti interessante notare come, se i paesi del “sud Europa” sono caratterizzati da un elevato rapporto debito pubblico su PIL (come nel caso dell'Italia e della Grecia), è allo stesso tempo importante sottolineare come i paesi del “nord” (e non solo) siano invece caratterizzati da un ampio debito privato: è questo il caso dei Paesi Bassi e della Svezia. In un contesto di elevata inflazione e relativo aumento dei tassi di interesse il livello di debito privato è di particolare importanza: un recente studio della Banca dei Regolamenti Internazionali ha infatti dimostrato come i paesi con un elevato rapporto del debito privato su PIL abbiano maggiori probabilità di sperimentare stress nel settore finanziario in caso di elevati tassi di inflazione e in un regime di stretta monetaria.²³

Debito pubblico e debito privato (% PIL, 2022 Q3)



Fonte: Elaborazioni EY su dati ECB. Il debito privato considera i debiti delle famiglie, delle istituzioni senza scopo di lucro e delle istituzioni non finanziarie.

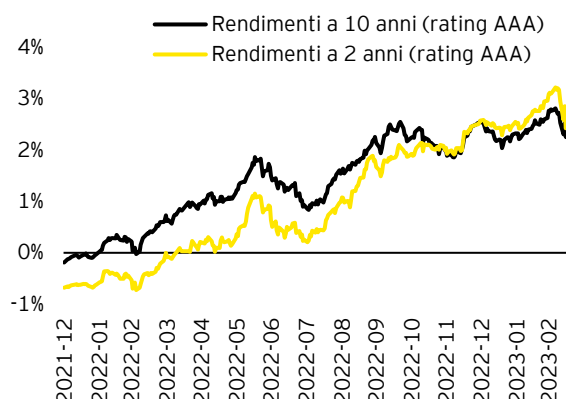
Di particolare interesse, infine, risulta essere l'andamento della curva dei rendimenti per l'Eurozona: dalla fine del 2022, infatti, si è assistito ad una inversione della curva, ovvero ad una riduzione dei tassi di interesse sui titoli a lungo termine sotto quelli dei titoli a breve termine. In condizioni economiche normali, gli investitori sono infatti ricompensati con tassi di interesse più elevati per la detenzione di obbligazioni per periodi di tempo maggiori.²⁴

L'interpretazione dei segnali forniti dall'inversione della curva dei rendimenti rimane in ogni caso difficile, e lascia spazio a diverse tesi. In prima battuta, infatti, è importante sottolineare come l'analisi sia resa complicata dalla difficile costruzione della curva stessa nell'Eurozona, composta da economie eterogenee, in contrapposizione a quanto accade per gli Stati Uniti. Inoltre, analizzando i segnali passati di un'eventuale inversione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti, è possibile affermare che, se da un lato ogni recessione portava con sé un'inversione della curva dei rendimenti, non è possibile affermare il contrario, ovvero non sempre ad un'inversione si accompagnava ad una recessione. Questa relazione è ancora meno evidente nell'Eurozona, ma resta un segnale di “anomalie” sul mercato finanziario e un potenziale indicatore, se non di una recessione attesa, di un forte rallentamento.

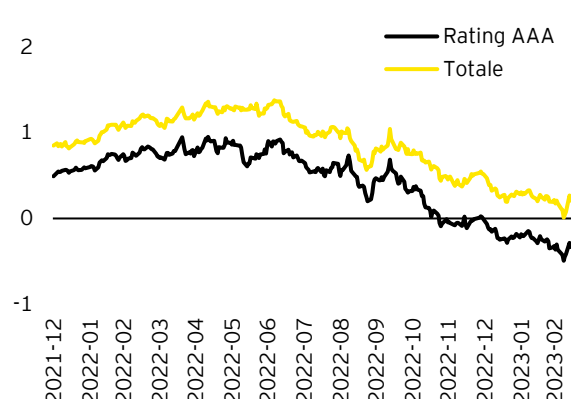
²³ Boissay, F., Borio, C., Leone, C. S., Shim, I., (2023). Prudential policy and financial dominance: exploring the link, BIS Quarterly Review, March 2023.

²⁴ World Economic Forum, *What does an inverted yield curve look like and what does it signal about an economy?*, <https://www.weforum.org/agenda/2022/12/inverted-yield-curve-signal-economy-euro-dollar/>.

Curve dei rendimenti dei titoli con rating AAA



Differenziale dei rendimenti (10y-2y, p.p.)



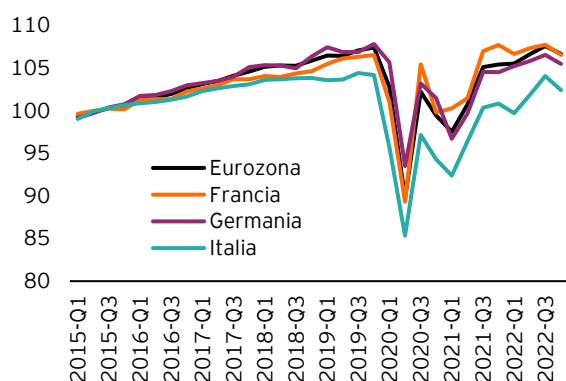
Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Il differenziale della curva dei rendimenti è calcolato come differenza dei rendimenti a 2 anni e rendimenti a 10 anni per le due curve (totale e soli titoli con rating AAA). Ultimo dato: 17 marzo 2023.

Gli indicatori congiunturali

Analizzando i principali indicatori congiunturali, si nota come anche le altre principali economie europee abbiano sperimentato nell'ultimo trimestre del 2022 una battuta d'arresto della crescita economica, o nel migliore dei casi una crescita sostanzialmente nulla. Dopo la performance positiva del terzo trimestre, infatti, la crescita nell'Eurozona è rimasta sostanzialmente piatta, con la Francia che ha registrato una timida crescita (+0,1%) e la Germania che ha subito una contrazione più significativa di quella sperimentata in Italia (-0,4% in Germania, e -0,1% in Italia). In modo simile a quanto registrato per l'Italia, il calo del quarto trimestre è principalmente legato ad un calo dei consumi delle famiglie, che nell'Eurozona hanno segnato un -0,9%, performance leggermente migliore in aggregato rispetto ai dati nelle principali economie (-1,1% in Francia, -1,0% in Germania e -1,6% in Italia). Un'analisi di più ampio respiro mostra, inoltre, come in generale i livelli di PIL dei paesi dell'Eurozona non siano ancora tornati sui valori pre-pandemia.

Se in riferimento al PIL si nota una direzione simile tra i paesi in analisi, risulta invece leggermente più diversificato l'andamento della produzione industriale, che per esempio a gennaio 2023 ha registrato in Francia un calo significativo dell'1,9% rispetto al mese precedente, contro una crescita media dell'Eurozona dello 0,7%. Significativamente migliore invece la situazione in Germania, con un aumento dell'1,8% rispetto a dicembre 2022. Risulta però importante sottolineare come, ampliando la prospettiva, la Germania e la Francia siano ancora significativamente sotto i livelli registrati prima della pandemia, diversamente da quanto registrato in Italia, in cui l'industria mostra una buona resilienza e dinamicità.

PIL - indice, 2015=100



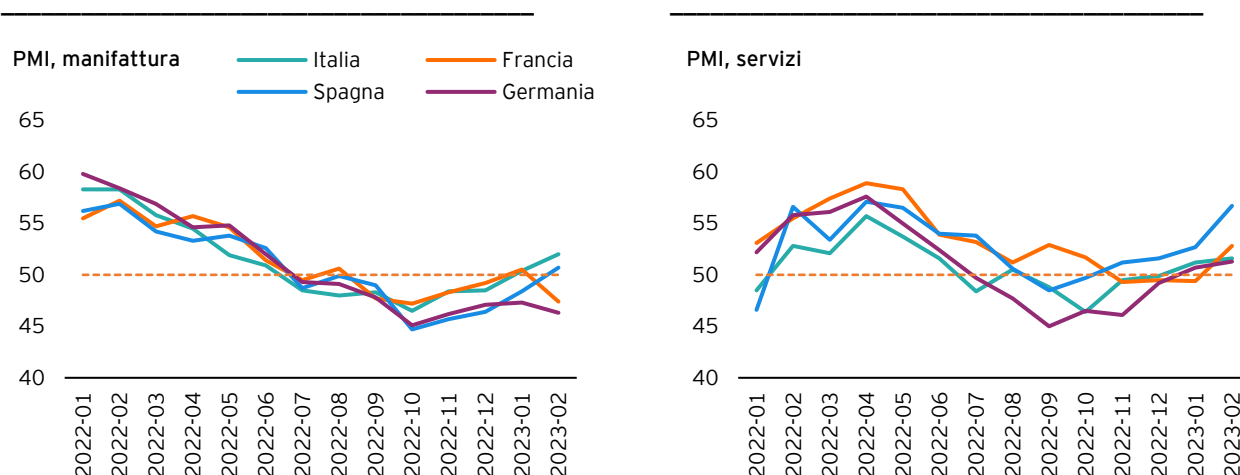
Produzione industriale - indice, 2015=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. 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).

L'analisi dell'indicatore PMI²⁵ per la manifattura e per i servizi mostra inoltre dei dettagli interessanti e più recenti della situazione per i due settori di riferimento. A questo proposito, è interessante notare come per la Francia l'andamento negativo già sperimentato nella variazione dell'indice di produzione per l'industria sembri non dare segnali di miglioramento, con il PMI manifatturiero che continua la sua discesa sotto il valore soglia di 50, segnalando quindi una contrazione dell'attività. Diverso, invece, l'andamento dell'indicatore per la Germania, che continua a rimanere sotto la soglia di riferimento da ottobre 2022, e che, dopo una timida ripresa negli ultimi mesi, ha invertito la direzione puntando nuovamente verso valori minori. Situazione opposta invece per Italia e Spagna, dove la percezione rimane positiva e in ripresa rispetto ai minimi sperimentati nel quarto trimestre del 2022. L'andamento negativo dell'indicatore relativo alla Germania pone delle forti incertezze sul prossimo andamento della manifattura in Europa. In particolare, considerata la forte integrazione tra la manifattura italiana e quella tedesca, la debolezza tedesca del momento potrebbe riflettersi in un peggioramento nei prossimi mesi dell'andamento della manifattura in Italia.

Il settore dei servizi rimane invece resiliente nelle principali economie dell'Eurozona, mostrando una tendenza al rialzo dalla fine del 2022 e inizio 2023, su valori che segnalano un'attività economica in espansione.



Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Global. Ultimo dato: febbraio 2023.

²⁵ 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.

L'economia italiana

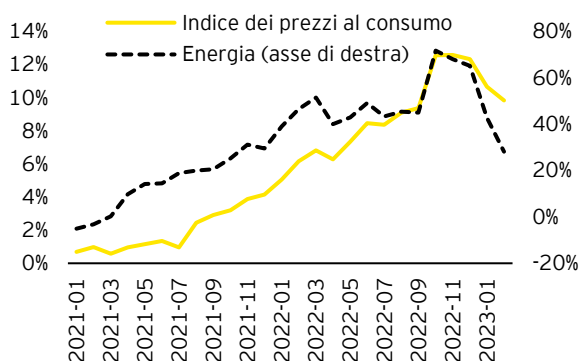
Prezzi e mercato del lavoro

A novembre 2022 l'Italia sembra aver raggiunto il picco di inflazione (12,6% su base annua), in modo simile a quanto sperimentato nel resto dell'Eurozona. Rimane però importante sottolineare come in Italia l'inflazione sia ancora nettamente superiore a quella registrata nel resto dell'Eurozona di circa un punto e mezzo, nonostante questo divario sembri in via di riduzione.

Alla base della riduzione del divario dei due tassi di inflazione pesa la contestuale riduzione dell'incremento dei prezzi dell'energia in Italia i quali, dopo aver registrato un aumento significativo, stanno ora sperimentando una forte decelerazione. È interessante a questo proposito notare come l'inflazione dei beni energetici sia stata più pronunciata in Italia rispetto alla media degli altri paesi membri della moneta unica. Questo è legato principalmente alla natura dell'economia italiana e alle dipendenze energetiche da fornitori specifici: nel 2020, infatti, l'Italia dipendeva per il 40,5% dal gas russo, contro una media dell'Eurozona pari al 25,4%.²⁶

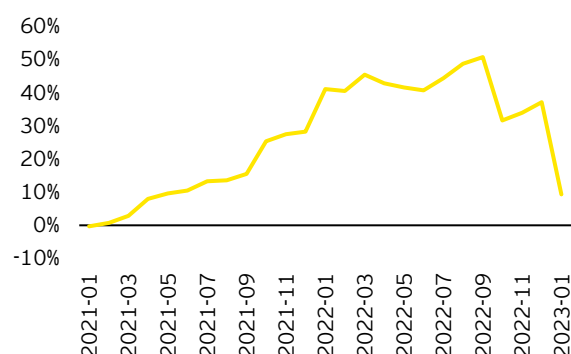
Le recenti azioni intraprese nella direzione di una forte riduzione di questa dipendenza stano però permettendo all'Italia di diversificare le proprie forniture.

Indice dei prezzi al consumo e prezzi dell'energia, Italia - variazione % YoY



Il rallentamento dei prezzi al consumo trova inoltre supporto anche nell'andamento dei prezzi alla produzione per l'industria, che in Italia hanno visto una riduzione significativa negli ultimi mesi del 2022 ed i primi del 2023.

Indice dei prezzi alla produzione nell'industria, Italia - variazione % YoY



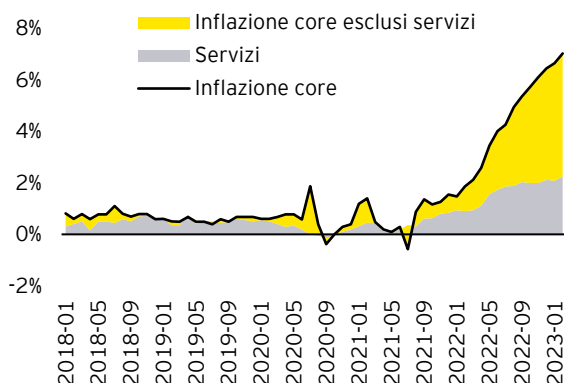
Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. I prezzi alla produzione fanno riferimento al settore industriale ed escludono le variazioni dei prezzi alla produzione nel settore delle costruzioni e della gestione dei rifiuti, nonché quelli legati a beni alimentari e tabacco. Ultimo dato disponibile: febbraio 2023 per l'IPC, gennaio 2023 per l'IPP (indice dei prezzi alla produzione).

L'andamento dell'inflazione *headline* (che considera quindi il paniere complessivo dei beni, scesa dal 12,6% di novembre 2022 al 9,8% a febbraio 2023 in Italia) mostra un andamento incoraggiante ma con valori ancora lontani dal resto dell'Eurozona (dove l'inflazione *headline* è scesa dal 10,1% all'8,5% nello stesso periodo), e allo stesso tempo l'analisi dell'inflazione *core* (indice generale al netto dell'energia e dei beni alimentari freschi) aiuta ad approfondire ulteriori dinamiche intrinseche nell'economia italiana. L'inflazione *core* rimane infatti ancora leggermente sotto quanto registrato per l'Eurozona, ma la differenza si sta velocemente riducendo (7,0% in Italia contro il 7,4% in Eurozona la variazione annuale a febbraio 2023). Confrontando gli ultimi dati con quelli di inizio 2022, infatti, si nota come si stiano consolidando

²⁶ EU energy mix and import dependency, Eurostat, 2020.

delle dinamiche principalmente legate alla trasmissione degli aumenti dei prezzi attraverso le catene del valore, e alla dinamica ritardata di adeguamento dei listini in settori specifici.

Contributi all'inflazione core, Italia



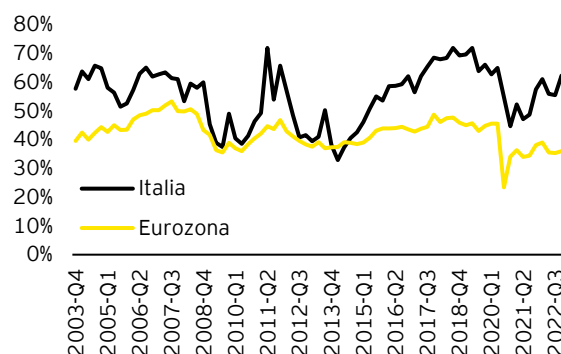
Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Ultimo dato disponibile: febbraio 2023.

A questo proposito, due sono gli elementi interessanti da considerare: da un lato, l'andamento del prezzo dei servizi, che rappresentano circa il 39% del totale del paniere considerato per il calcolo dell'inflazione *headline* (42% nell'Eurozona) ed il 58% dell'inflazione *core* (61% nell'Eurozona), che mostra una crescita costante dall'inizio del 2022, con una accelerazione nella seconda metà dell'anno stesso; dall'altro, l'andamento delle rimanenti componenti *core* che continuano a mostrare una crescita consistente, e rappresentano l'elemento principale dell'aumento dell'inflazione di fondo. Nonostante, quindi, il contributo maggiore alla crescita dell'inflazione *core* non provenga dai prezzi dei servizi, rimane importante sottolineare come i questi ultimi abbiano solitamente un carattere di persistenza importante, che può risultare in una più lenta riduzione dell'inflazione complessiva.²⁷

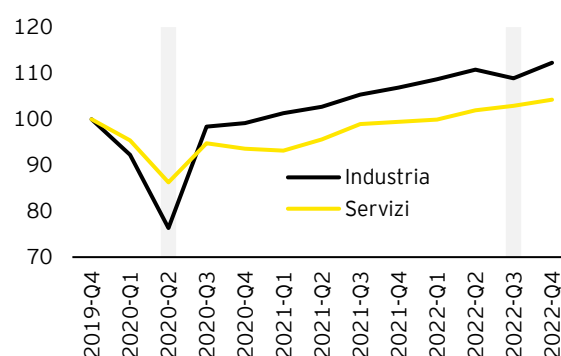
Nell'analisi dell'andamento dell'aumento dei prezzi nel settore dei servizi in Italia è importante considerare, come anticipato in precedenza, come questo settore abbia mantenuto una certa resilienza lungo tutto il periodo di crisi e come manifesti una certa capacità di continuare ad operare in condizioni avverse. Analizzando infatti

i dati dell'indagine della Commissione Europea (Business and Consumer Surveys), si nota come, successivamente allo scoppio e diffusione della pandemia nel 2020, sempre meno imprese italiane trovino impedimenti all'attività economica giornaliera nonostante le recenti incertezze derivanti dal contesto internazionale. Allo stesso modo, si nota come l'andamento del valore aggiunto relativo al settore dei servizi abbia risentito meno della crisi pandemica, nonché delle pressioni geopolitiche, diversamente dall'industria, dove questi eventi si sono tradotti in una riduzione del valore aggiunto prodotto.

% di imprese nei servizi che non presenta impedimenti all'attività economica



Valore aggiunto per industria e servizi, Italia - indice 2019Q4=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (Business and Consumer Surveys), Eurostat. Le due aree in grigio fanno riferimento alla crisi pandemica e allo scoppio della guerra Russia-Ucraina.

Considerata l'importanza delle dinamiche del mercato del lavoro nel determinare i prezzi, è interessante approfondire l'analisi e mettere a

²⁷ Si rimanda, in proposito, ai risultati degli studi coordinati dalla BCE nell'Inflation Persistence Network (IPN) dell'Eurosistema, in

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_ipn_briefsummary.en.html.

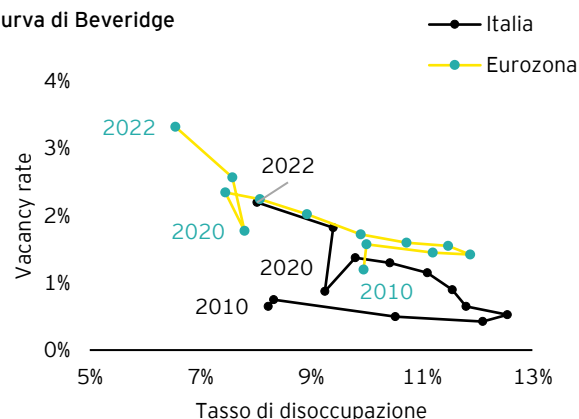
paragone l'andamento di alcune variabili chiave in Italia con i rispettivi valori registrati per l'Eurozona. A questo proposito, di particolare aiuto è la curva di Beveridge, la quale indaga la relazione tra disoccupazione e posti vacanti nell'economia, restituendo così informazioni sullo stato di salute dell'economia e sulle caratteristiche del mercato del lavoro. La relazione tra le due variabili di analisi, ovvero il tasso di disoccupazione e i posti vacanti, è generalmente una relazione inversa: ad un più elevato tasso di disoccupazione, infatti, generalmente si accompagna un *vacancy rate* minore, e viceversa.

Analizzando la situazione italiana in relazione al resto dell'Eurozona, due sono i punti di maggiore interesse: il primo è legato all'andamento del mercato del lavoro in Italia, il quale registra nelle due variabili considerate, la performance migliore da diversi anni; il secondo invece fa riferimento al confronto con l'Eurozona, che presenta un mercato del lavoro ancora più dinamico rispetto a quello italiano (con un minore tasso di disoccupazione e un maggiore *vacancy rate*). Da qui è possibile aspettarsi una pressione sui prezzi derivanti dalle dinamiche del mercato del lavoro diverse, e nello specifico meno pronunciate per l'Italia. Un'analisi più approfondita sugli ultimi dati trimestrali indica inoltre come la crescita del *vacancy rate* si sia momentaneamente arrestata, con potenziali ripercussioni positive in termini di raffreddamento del mercato del lavoro e conseguente minore pressione sull'andamento dei prezzi.

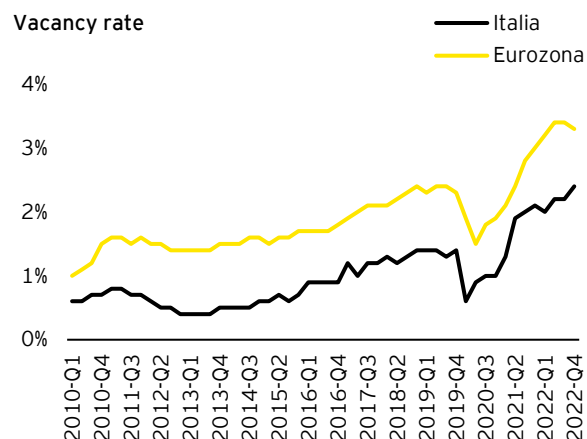
Un ulteriore punto di interesse è dato dal confronto tra l'osservazione congiunta del tasso di disoccupazione e del *vacancy rate* al 2022 e al 2010: in questi due anni, infatti, il tasso di disoccupazione è pressoché simile, ma mentre nel 2010 questo dato si accompagnava ad un basso

numero di posti vacanti, nel 2022 la situazione presenta delle differenze. Benché l'approfondimento delle cause alla base di questa differenza non rientri nell'attuale discussione e richiederebbe uno studio a sé stante, è possibile ipotizzare nell'effettiva mancanza dei giusti profili lavorativi una parte del problema (*skills mismatch*).

Curva di Beveridge



Vacancy rate

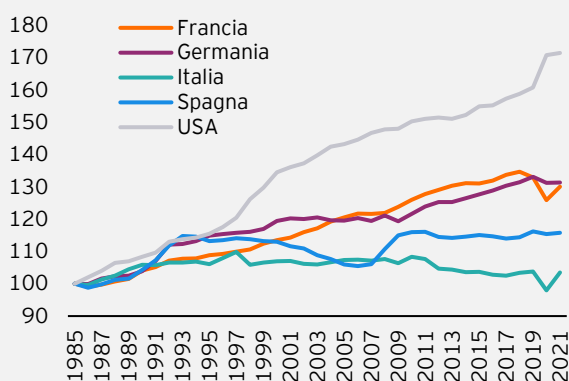


Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, ISTAT. Quarto trimestre 2022. I dati prima del 2016Q1 per l'Italia fanno riferimento alle organizzazioni con più di 10 addetti; dal 2016Q1 si considerano le aziende con uno o più addetti.

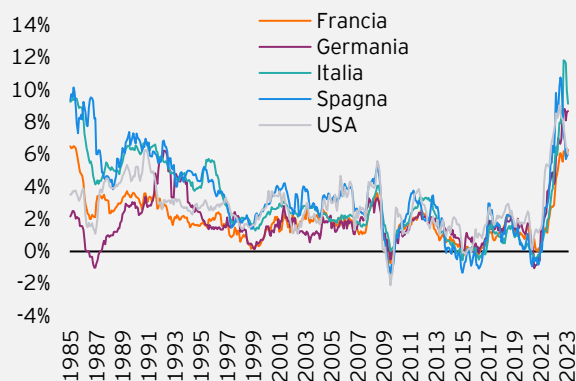
Approfondimento: salari reali e produttività in Italia

Il tema dei salari reali è tornato di primaria importanza a seguito delle recenti dinamiche inflazionistiche. Un aumento dei prezzi significativo come quello registrato negli ultimi mesi si traduce infatti in un calo dei salari reali, se non seguito da un aumento dei salari nominali di simile portata. Nell'analisi dell'andamento dei salari reali è importante però anche considerare le dinamiche di più lungo periodo: questo ci porta ad una delle relazioni fondamentali dell'economia di mercato, che vede il salario reale legato all'andamento della produttività del lavoro.²⁸

Salari reali - indice 1970=100



Tasso di inflazione annuale

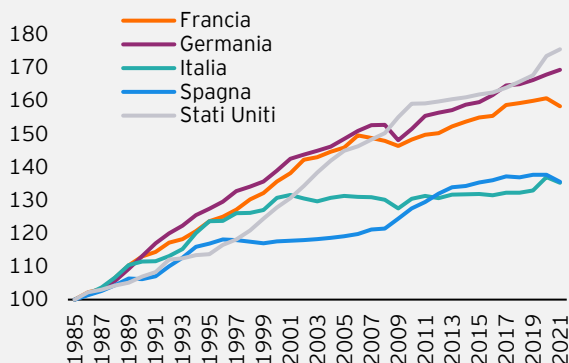


Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, AMECO. Il dato sui salari reali fa riferimento al singolo occupato.

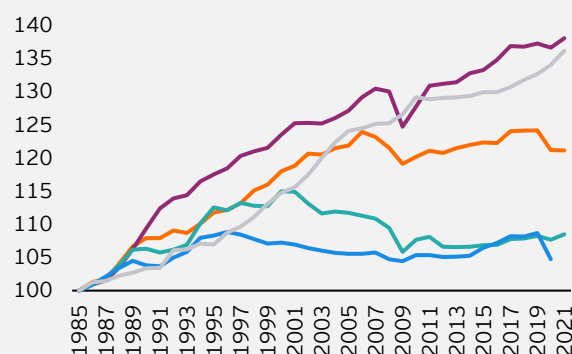
Il primo elemento fondamentale da considerare è la crescita sostanzialmente nulla dei salari reali in Italia dagli anni '90 ad oggi. Questo dato assume ancora più significato se paragonato alle altre principali economie europee (Germania, Spagna e Francia) e agli Stati Uniti. Nello specifico, tra il 1995 ed il 2021, la produttività del lavoro, misurata come PIL per ora lavorata, è cresciuta del solo 9% in Italia, contro il 54% negli Stati Uniti, il 33% nella Germania, il 28% in Francia ed il 16% in Spagna.

²⁸ Maeger, N., Speckesser, S., (2011). Wages, productivity and employment: A review of theory and international data, Institute for Employment Studies.

Produttività del lavoro (PIL per ora lavorata) -
indice 1970 = 100



Produttività multi-fattoriale -
indice 1985=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati OECD.

È interessante quindi osservare come a tale andamento dei salari reali si leghi una scarsa crescita della produttività, una delle cause principali della crescita lenta dell'economia italiana. Analizzando il Prodotto Interno Lordo per ora lavorata, una delle possibili misure della produttività del lavoro,²⁹ l'Italia mostra infatti una significativa stagnazione intorno agli anni '90, simile a quella che si registra per i salari reali.

A conclusioni simili si giunge analizzando le dinamiche della *multifactor productivity* (MFP),³⁰ che mostra un forte rallentamento alla fine degli anni '90 per cominciare poi a ridursi negli anni successivi (-5,6% dal 2000 al 2021), fino a tornare, nel 2021, ai livelli del 1993-94. Questo fenomeno è principalmente legato ad una contestuale riduzione della produttività del capitale, riscontrabile in Italia e Spagna con evidenza.³¹ Un'analisi più approfondita mostra come il calo della MFP in Italia sia stato più pronunciato nelle piccole e medie imprese, mentre le grandi imprese hanno mostrato migliori risultati.³²

Analizzare nel dettaglio le possibili cause sottostanti alla stagnazione della produttività italiana è molto difficile. Il tema è stato ampiamente studiato nella letteratura economica e nelle analisi di policy; è possibile scorrere i principali punti di attenzione per un rapido inquadramento del tema, senza la pretesa di fornire una panoramica completa, di estrema complessità.³³ Ci rivolgiamo soprattutto ai temi più legati al contesto produttivo italiano e al problema della bassa produttività in Italia, prescindendo da altri fattori importanti quali la regolamentazione, la qualità del management, la struttura di governance delle aziende e la loro internazionalizzazione. Per una review su questi ultimi temi si rimanda, tra gli altri, a Bartelsman e Doms (2000), e per una trattazione più recente e completa anche a Syverson (2011).³⁴

²⁹ Schreyer, P., & Pilat, D., (2001). Measuring productivity. OECD Economic studies, 33(2), 127-170.

³⁰ La produttività multifattoriale (MFP) riflette l'efficienza complessiva con cui gli input di lavoro e capitale vengono utilizzati insieme nel processo produttivo. Le variazioni della produttività multifattoriale riflettono gli effetti dei cambiamenti nelle pratiche di gestione, dei marchi, dei cambiamenti organizzativi, delle conoscenze generali, degli effetti di rete, delle ricadute dei fattori produttivi, dei costi di aggiustamento, delle economie di scala, degli effetti della concorrenza imperfetta e degli errori di misurazione.

³¹ ISTAT, 28 novembre 2022. Per maggiori informazioni, si rimanda a <https://www.istat.it/it/archivio/278143>.

³² Milana, C., Nascia, L., Zeli, A., (2013). *Decomposing multifactor productivity in Italy from 1998 to 2004: evidence from large firms and SMEs using DEA*, Journal of Productivity Analysis volume 40, pages 99-109 (2013).

³³ Per approfondimenti e alcune review della letteratura, anche in riferimento al "caso" italiano, si veda ad esempio Brandolini, A., Bugamelli, M., (2009). Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), Numero 45 - Aprile 2009; Giordano, C., Toniolo, G., Zollino, F., (2017). Long-run trends in Italian productivity, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), Numero 406 - November 2017; Bugamelli, L., Lotti, F., (2018). *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers), Numero 422 - January 2018.

³⁴ Bartelsman, E. J., & Doms, M. (2000). Understanding productivity: Lessons from longitudinal microdata. Journal of Economic literature, 38(3), 569-594; Syverson, C. (2011). What determines productivity?. Journal of Economic literature, 49(2), 326-365.

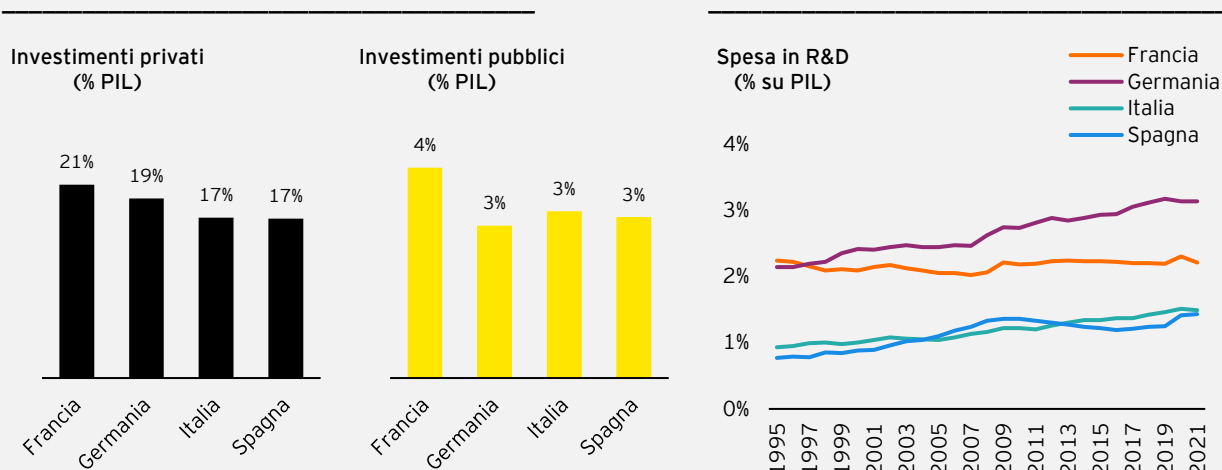
Investimenti pubblici e privati

Un elemento fondamentale da considerare nell'analisi dell'andamento della produttività riguarda il livello degli investimenti posti in essere dal settore privato e pubblico, nonché gli investimenti più specifici in ricerca e sviluppo (R&D).

Se da un punto di vista di investimenti pubblici l'Italia si mostra sostanzialmente in linea con quanto registrato a livello europeo (l'Italia passa dal 2,8% del PIL in investimenti pubblici nel 2000 al 2,9% nel 2021, rispetto alla Germania che passa dal 2,3% al 2,6%, Francia che passa dal 3,9% al 3,6% e Spagna che passa da 3,7% al 2,8%), una differenza più sostanziale si registra negli investimenti privati, pari in media al 16,7% del PIL in Italia tra il 2000 ed il 2021, contro il 18,4% in Francia, il 18,2% in Germania ed il 19,4% in Spagna.

Delle differenze importanti emergono anche dall'analisi degli investimenti in ricerca e sviluppo, che negli anni compresi tra il 1995 ed il 2021 sono pari all'1,2% del PIL in Italia contro il 2,2% in Francia, 2,4% in Germania e 1,1% in Spagna. Il livello degli investimenti in R&D è importante perché è legato alla capacità del paese di generare innovazione e innalzare la produttività, specialmente nel lungo periodo.³⁵

Prescindendo da motivi legati alla capacità manageriale, o legati agli incentivi e al possibile ritorno dell'investimento, il basso livello di investimenti in ricerca e sviluppo in Italia potrebbe essere in parte legato anche alla "frammentazione del sistema produttivo in molte piccole imprese che hanno difficoltà a sostenere i costi elevati insiti nella ricerca e sviluppo e ad assumersene i rischi".³⁶



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat.

Capitale umano

Il capitale umano è un altro fattore chiave della crescita, strettamente connesso alla capacità di innovazione. Da un lato, la propensione delle imprese a investire in nuove tecnologie, a fornire formazione sul posto di lavoro e a richiedere manodopera qualificata è frenata dalla difficoltà di trovare e assumere lavoratori adeguatamente qualificati; dall'altro, i conseguenti bassi rendimenti dell'istruzione e, più in generale, degli investimenti in capitale umano limitano gli incentivi dei giovani a formarsi e dei più anziani ad intraprendere un percorso di formazione continua.³⁷ In relazione al primo punto, e in riferimento all'Italia, risulta interessante mostrare come nel 2020 in Italia solo 17 persone ogni mille abitanti tra i 20 e

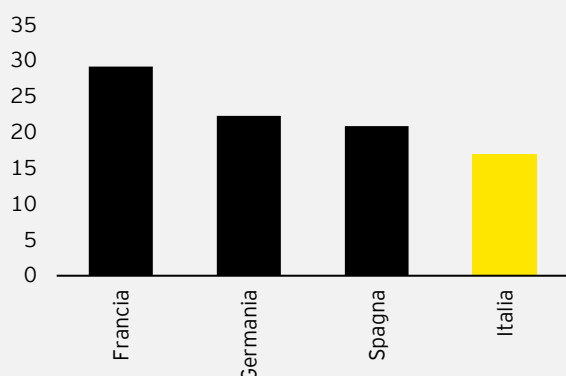
³⁵ Sul ruolo degli investimenti in R&D per la dinamica della produttività si veda Audretsch, D. B., & Belitski, M. (2020). The role of R&D and knowledge spillovers in innovation and productivity. *European economic review*, 123, 103391. Per una trattazione "classica" si rimanda anche a Lichtenberg, F. R., & Siegel, D. (1991). The impact of R&D investment on productivity-New evidence using linked R&D-LRD data. *Economic inquiry*, 29(2), 203-229. Si veda anche Hall, B. H., Mairesse, J., & Mohnen, P. (2010). Measuring the Returns to R&D. In *Handbook of the Economics of Innovation* (Vol. 2, pp. 1033-1082). North-Holland.

³⁶ Bugamelli, M., Cannari, L., Lotti, F., & Magri, S. (2012). Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi. *Questioni di economia e finanza*, 121, 203-279.

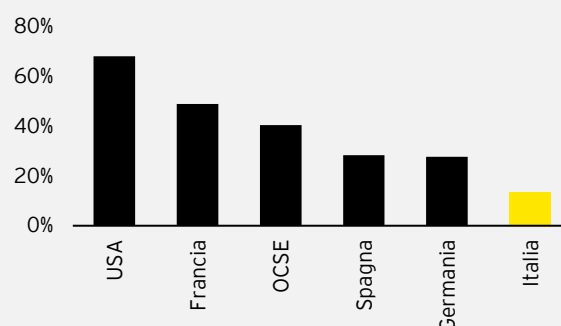
³⁷ Bugamelli, L., Lotti, F., (2018), op.cit.

i 29 anni possono vantare un'istruzione terziaria nelle materie scientifiche³⁸, contro i 29 della Francia e i 22 della Germania. Questo dato è legato inoltre alla presenza di numerosi NEET³⁹, acronimo che sta ad indicare tutte quelle persone che non hanno un'occupazione e non studiano, che sono pari a circa il 26% in media della popolazione compresa tra i 15 ed i 34 anni⁴⁰ (contro circa il 10% in Germania, il 15% in Francia e il 20% in Spagna).

Laureati per 1000 abitanti, 2020



Differenza % di stipendio tra un lavoratore con istruzione terziaria ed uno con istruzione secondaria

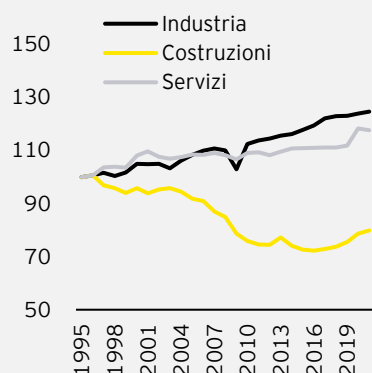


Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, OECD. Il numero di laureati si riferisce ai percorsi di laurea in materie scientifiche, tra cui per esempio matematica o ingegneria. L'età considerata è quella compresa tra i 20 ed i 29 anni. La differenza salariale (grafico a destra) è calcolata come rapporto tra lo stipendio di lavoratore con un titolo di studio secondario (ISCED 3) rispetto allo stipendio di un lavoratore con istruzione terziaria.

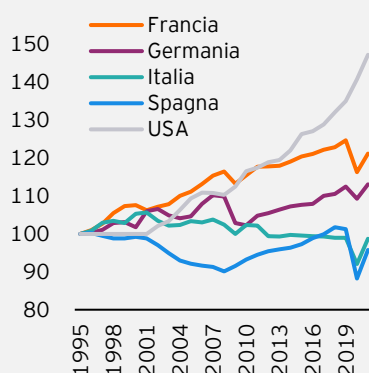
Il ruolo del settore dei servizi e dell'ICT

Secondo molti analisti, una delle cause principali alla base della scarsa crescita della produttività del lavoro è attribuibile alla "lenta crescita della produttività nel settore oggi dominante dei servizi".⁴¹ Se, infatti, si confronta la produttività del lavoro nei diversi settori dell'economia in Italia e in altri paesi, si evidenziando come, la produttività in tale settore non è riuscita a tenere il passo con i principali *competitors*. Nello specifico è interessante notare come nel sotto-settore dell'*information and communication*, l'Italia abbia registrato una crescita significativamente minore rispetto agli altri paesi in analisi negli ultimi 50 anni.

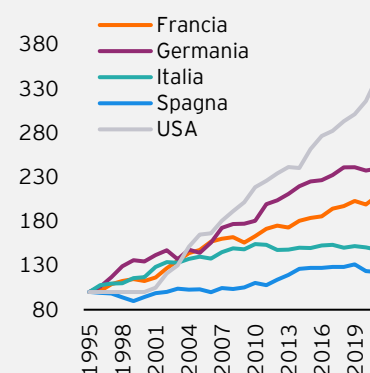
Produttività settoriale, Italia - indice, 1995=100



Produttività - Servizi, indice, 1995=100



Produttività - ICT, indice, 1995=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati OECD.

³⁸ Si fa riferimento al livello ISCED 5-8 secondo i parametri dell'UNESCO.

³⁹ NEET è l'acronimo di *Not in Education, Employment or Training*.

⁴⁰ Media dei 10 anni compresi tra il 2012 ed il 2021.

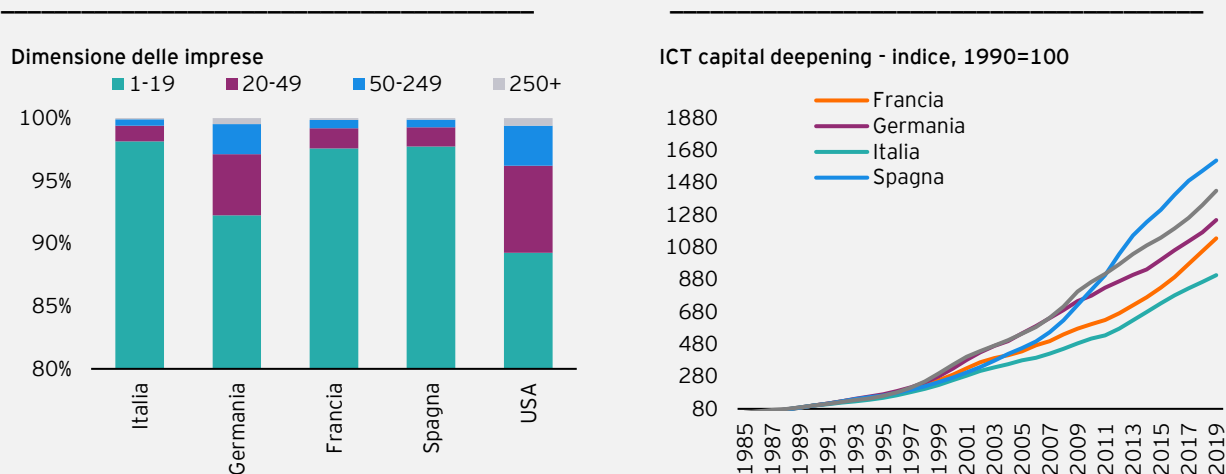
⁴¹ Giordano, C., Toniolo, G., Zollino, F., (2017), op. cit.

L'incapacità delle imprese italiane di fare leva sulla rivoluzione digitale è individuata come causa principale alla base della scarsa crescita della produttività anche in altri importanti studi: a questo proposito, Pellegrino e Zingales (2017) aggiungono inoltre come gli effetti di questo ritardo possa avere ancora più impatto a causa della mancanza di meritocrazia nella selezione delle figure manageriali.⁴²

Un altro fattore collegato al tema della mancata trasformazione del sistema produttivo italiano riguarda proprio la "cattiva allocazione" delle risorse (capitale e lavoro), non sempre favorendo le imprese più produttive e le dinamiche virtuose. Si è studiato come tale problema sia notevolmente aumentato dal 1995 in poi, e come possa spiegare gran parte del rallentamento della produttività italiana da allora. A seguito di shock aggregati come l'accelerazione della globalizzazione e la rivoluzione nei settori tecnologici, che avrebbero richiesto importanti aggiustamenti nella struttura produttiva, probabilmente l'economia italiana non è stata in grado di adattarsi sufficientemente.⁴³

Dimensione delle imprese italiane

La difficoltà di adattamento del sistema produttivo italiano è collegata ad un altro fattore, spesso richiamato nella letteratura come un'altra causa sottostante alla produttività del lavoro, e fa riferimento alla dimensione delle imprese. Il tessuto industriale del paese è infatti notoriamente caratterizzato da una prevalenza di piccole e medie imprese, le quali presentano in aggregato una scarsa propensione all'innovazione, all'adozione delle nuove tecnologie e all'internazionalizzazione seppur con dei picchi di eccellenza.⁴⁴ A questo si lega anche una minor intensità del capitale tecnologico (*ICT capital deepening*)⁴⁵, anch'essa vista come possibile fattore di rallentamento della produttività del lavoro⁴⁶, ed una maggiore difficoltà delle piccole e medie imprese di adattare la propria struttura produttiva alla nuova tecnologia.



Fonte: Elaborazioni EY su dati OECD. Le classi dimensionali fanno riferimento al numero di dipendenti.

⁴² Pellegrino, B., & Zingales, L. (2017). Diagnosing the Italian disease (No. w23964). National Bureau of Economic Research.

⁴³ Calligaris, S., Del Gatto, M., Hassan, F., Ottaviano, G. I., & Schivardi, F. (2018). The productivity puzzle and misallocation: an Italian perspective. *Economic Policy*, 33(96), 635-684.

⁴⁴ Brandolini, A., Bugamelli, M., (2009), op. cit.

⁴⁵ ICT capital deepening (ICT CD) si riferisce all'aumento del rapporto tra lo stock di capitale ICT e il numero di ore lavorate. I movimenti di questo rapporto sono strettamente legati ai movimenti della produttività del lavoro, a parità di altre condizioni.

⁴⁶ Ottaviano, G., Hassan, F., (2013). *Productivity in Italy: The great unlearning*, VoxEU.

Forme di finanziamento: *venture capital* e *private equity*

La mancanza di sviluppo di forme alternative di intermediazione finanziaria, come il *venture capital* e il *private equity*, può influenzare negativamente l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali innovative e la crescita della produttività delle imprese esistenti.

La letteratura in materia è ampia. Per esempio, Croce et al. (2013) dimostrano come a seguito di un primo round di finanziamento da parte di un *venture capital*, la società beneficiaria sperimenti in media un incremento della produttività del lavoro nell'anno immediatamente successivo al finanziamento stesso pari a 2,2 punti percentuali.⁴⁷ Risultati simili si ottengono anche in altri studi accademici, sempre con focus su mercati europei, come la Spagna, si veda a proposito Alemany e Marti, (2007).⁴⁸ Tali risultati si riscontrano anche studiando gli effetti relativi a finanziamenti ottenuti grazie a fondi di *private equity*.⁴⁹ Una presenza più significativa di tali mercati, quindi, potrebbe agevolare l'innovazione e quindi apportare benefici importanti al sistema produttivo, sia per il ruolo di "*scouting*" svolto dai gestori di tali fondi, che favoriscono quindi l'accesso al finanziamento di imprese già selezionate e potenzialmente più innovative e produttive, sia per il ruolo di "*coaching*" che spesso fondi di *venture capital* svolgono con le aziende finanziate.⁵⁰

Conclusioni

Riassumendo, alcune tra le cause dell'andamento della produttività in Italia sono quindi rinvenibili negli scarsi investimenti pubblici e privati, in particolare in ricerca e sviluppo, in un capitale umano poco competitivo e non valorizzato, nella dimensione media delle imprese italiane, nel ritardo tecnologico e nella insufficienza di forme alternative di finanziamento dell'attività imprenditoriale (quali *venture capital* e *private equity*) rispetto a quelle più classiche. È inoltre importante sottolineare come a queste cause si aggiunga anche una non sempre elevata efficienza del settore pubblico, che si traduce in una riduzione della produttività delle imprese nel settore privato.⁵¹

Alla luce delle considerazioni appena condivise, i piani elaborati dai governi italiani per i prossimi anni appaiono ancora più degni di attenzione. Nello specifico, le riforme previste nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza appaiono strumentali al superamento di alcuni degli impedimenti descritti (si faccia riferimento, ad esempio, alla riforma della pubblica amministrazione). A questo si aggiunge l'impegno ad utilizzare ingenti risorse economiche che, oltre a fungere da stimolo alla domanda aggregata nel breve periodo, rappresentano l'importante opportunità di stimolare la produttività del sistema economico nel medio e nel lungo periodo.

⁴⁷ Croce, A., Martí, J., Murtinu, S., (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect?, *Journal of Business Venturing*, Volume 28, Issue 4, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2012.06.001>.

⁴⁸ Alemany, L., & Marti, J. (2007). Productivity growth in Spanish venture-backed firms. In *Venture capital in Europe* (pp. 101-114).

⁴⁹ Croce, A., & Martí, J. (2016). Productivity growth in private-equity-backed family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(3), 657-683.

⁵⁰ Colombo, M. G., & Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of business venturing*, 25(6), 610-626.

⁵¹ Si veda Giordano, R., Lanau, S., Tommasino, P., & Topalova, P. (2020). Does public sector inefficiency constrain firm productivity? Evidence from Italian provinces. *International Tax and Public Finance*, 27, 1019-1049.

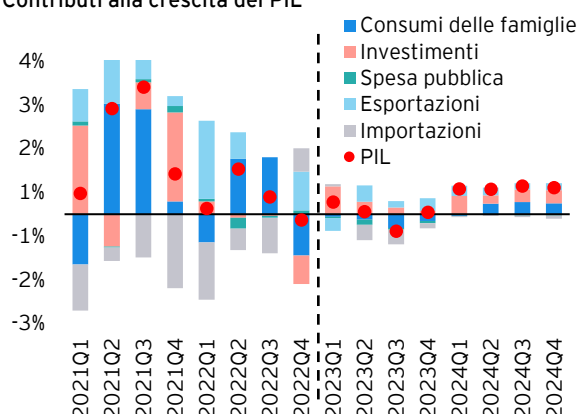
L'economia italiana: il PIL e previsioni EY

Nel quarto trimestre del 2022 si è registrato un calo del PIL dello 0,1% rispetto al trimestre precedente, ed una crescita dell'1,4% in termini tendenziali (cioè rispetto allo stesso trimestre del 2022). Il dato congiunturale va ad interrompere l'espansione dell'attività economica dei sette trimestri precedenti, nonostante in termini tendenziali si sia registrato l'ottavo mese consecutivo di crescita.

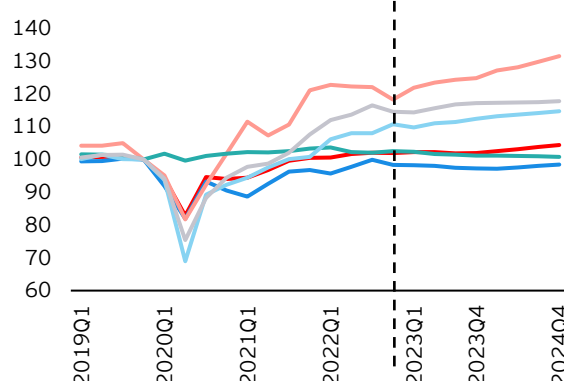
Dall'analisi dell'andamento trimestrale si nota come il quarto trimestre sia stato caratterizzato da una forte riduzione dei consumi delle famiglie (-1,6%) e da un ancor più forte arretramento degli investimenti (-3,3%). Alla domanda interna si è sostituita in parte la domanda estera: le esportazioni hanno mostrato un forte dinamismo (+2,6%), che, assieme ad una riduzione delle importazioni (-1,7%), hanno ridotto in parte l'effetto negativo del calo dei consumi e degli investimenti.

È interessante notare come la riduzione dei consumi delle famiglie abbia interrotto la progressione degli stessi verso un ritorno ai livelli pre-pandemia. I consumi delle famiglie sono infatti l'unica delle cinque componenti del PIL analizzate (consumi delle famiglie, investimenti, spesa pubblica, esportazioni e importazioni) a non essere ancora tornata ai livelli precedenti alla crisi pandemica.

Contributi alla crescita del PIL

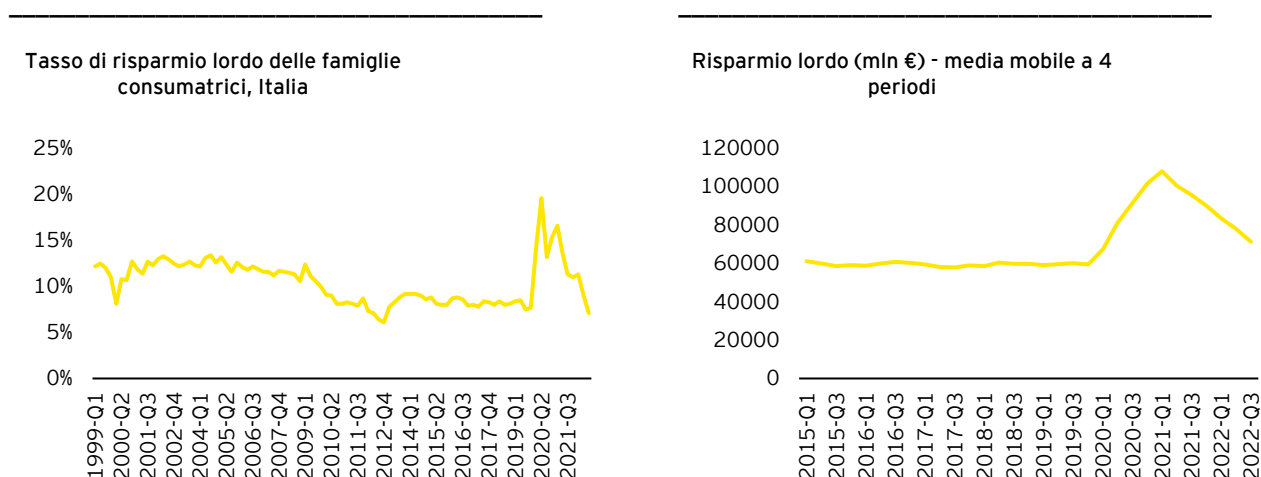


Componenti del PIL - indice, 2019Q4=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Le previsioni EY cominciano dal primo trimestre 2023. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti fissi, i quali comprendono gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

Considerato il peso della componente dei consumi delle famiglie nell'andamento complessivo dell'economia italiana (circa il 60%), è interessante approfondire quali possano essere stati i fattori principali a muoverli negli ultimi trimestri.



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: terzo trimestre 2022.

Un elemento importante nell'analisi dell'andamento dei consumi è sicuramente il tasso di risparmio.⁵² La pandemia, infatti, ha costretto le famiglie italiane ad un "risparmio forzoso", essendo impossibilitati a mantenere le proprie abitudini di spesa a causa delle misure di contenimento applicate al fine di ridurre la diffusione del virus. È interessante a questo proposito notare come il tasso di risparmio abbia raggiunto nel periodo della pandemia dei picchi mai registrati prima (circa il 20% del reddito lordo disponibile delle famiglie), per poi ritornare nei trimestri successivi a valori più in linea con quanto mostrato nella serie storica. Ad un calo del tasso di risparmio si accompagna una riduzione del risparmio lordo delle famiglie stesse, tornate su livelli sostanzialmente in linea con i valori pre-pandemia.

Il "tesoretto" accumulato nei trimestri passati, quindi, ha agito come supporto alla spesa delle famiglie consumatrici nel 2021, ma i recenti rincari dell'energia e l'inflazione in generale hanno avuto poi un impatto negativo sull'andamento dei consumi stessi.⁵³

Sempre in riferimento all'inflazione, è inoltre importante considerare come l'aumento dei prezzi pesi maggiormente sulle famiglie che rientrano nei primi quintili della distribuzione del reddito, ovvero su quelle famiglie a minor reddito. Infatti, analizzando la composizione dei consumi delle famiglie per fasce di reddito, si evidenzia come la spesa per beni alimentari ed energia, ovvero le componenti che hanno registrato il rialzo dei prezzi maggiore, rappresenti per i primi quintili una percentuale maggiore sul totale della spesa rispetto alle famiglie che rientrano nel quarto e quinto quintile di reddito.⁵⁴ Nello specifico, per le famiglie appartenenti al primo quintile di reddito, la spesa alimentare ammonta a circa il 26% della spesa totale, contro il 14% del quinto quintile; altro esempio è quello riguardante la spesa per energia, la quale, per il primo quintile, è pari al 12% della spesa totale, contro il 7% delle famiglie appartenenti al quinto quintile.

Le famiglie nei primi quintili di reddito, inoltre, presentano una maggiore propensione al consumo rispetto alle famiglie negli ultimi quintili di reddito, motivo per cui un'inflazione elevata e l'incertezza sul futuro possono giocare un ruolo importante nel frenare bruscamente i consumi.⁵⁵ Allo stesso modo, è quindi importante considerare che programmi mirati a sostegno di queste famiglie a minor reddito possono

⁵² La propensione al risparmio, o tasso di risparmio, è espressa come rapporto percentuale tra risparmio lordo e reddito lordo disponibile corretto per tener conto della variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve tecniche dei fondi pensione. Il suo complemento a 100 è la propensione al consumo, definita come rapporto percentuale tra spesa per consumi finali e reddito disponibile lordo. Per maggiori informazioni, si rimanda a <https://www.istat.it/it/files/2014/04/Nota-metodologica.pdf>.

⁵³ Felici S., Rapacciolo, C., Come vanno i risparmi degli italiani? <https://lavoce.info/archives/99685/gli-italiani-tornano-a-risparmiare/>.

⁵⁴ Economia italiana ancora resiliente a incertezza e shock?, Rapporto di previsione - Centro Studi Confindustria, Autunno 2022.

⁵⁵ Fisher, J., Johnson, D. S., Smeeding, T. M., Thompson, J. P., (2019). Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption and wealth, Working Papers, No. 19-4, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA

risultare in un impatto maggiore sulla crescita rispetto ad interventi generalizzati sul complesso delle famiglie consumatrici.⁵⁶

Sulla base delle informazioni riportate nelle sezioni precedenti e degli ultimi dati disponibili, è possibile delineare le prospettive per l'economia italiana per i prossimi trimestri.

Il modello econometrico di EY stima che, dopo il leggero rallentamento dell'attività economica sperimentato nel quarto trimestre 2022, principalmente dovuto alla debolezza dei consumi delle famiglie, il primo trimestre 2023 si aprirà con una crescita modesta. Questa sarà principalmente trainata dall'andamento positivo degli investimenti, con un andamento dei consumi pressoché neutro dopo la performance negativa del trimestre precedente. Nei successivi tre trimestri la crescita italiana beneficerà dell'andamento positivo della domanda estera netta, soprattutto a causa di una frenata delle importazioni nel 2023, che sarà poi trainata da un recupero del commercio mondiale nel 2024. Domanda estera netta che, insieme agli investimenti, rappresenterà secondo le stime EY il motore della crescita italiana nei prossimi anni. La componente degli investimenti sarà supportata principalmente dagli investimenti pubblici e dalle risorse del PNRR, le quali a loro volta potranno anche fungere da incentivo agli investimenti privati, stimolandone la crescita. I consumi delle famiglie rimarranno invece ancora sostanzialmente stabili, con una crescita modesta anche nel 2024.

In riferimento al mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione continuerà a ridursi nel 2023 e 2024, allontanandosi dai valori registrati nel 2020 e 2021, scendendo sotto il livello dell'8%. In miglioramento anche le stime riguardanti l'inflazione, che si prevede ridursi nel 2023 per poi calare significativamente nel 2024, ma mostrando una certa persistenza, ancora quindi non in linea con gli obiettivi di politica monetaria.

Tenendo quindi conto delle precedenti considerazioni, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,5% nel 2023 e dell'1,3% nel 2024, mentre si stima che il tasso di inflazione passerà dal 6,7% del 2023 al 3,1% del 2024.

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2020	2021	2022	2023	2024
PIL, var, %	-9,0%	7,0%	3,8%	0,5%	1,3%
Consumi delle famiglie, var, %	-10,4%	4,7%	4,6%	-0,2%	0,1%
Investimenti totali, var, %	-8,0%	18,6%	9,7%	3,2%	2,2%
Esportazioni, var, %	-14,3%	14,1%	10,2%	2,7%	2,5%
Importazioni, var, %	-12,7%	15,3%	12,5%	1,6%	1,3%
Tasso di disoccupazione	9,4%	9,5%	8,1%	7,9%	7,8%
Indice dei prezzi al consumo, var, %	-0,1%	1,9%	8,2%	6,7%	3,1%
Deficit, % del PIL	9,3%	7,2%	5,7%	4,6%	3,7%
Debito pubblico, % del PIL	155,0%	150,0%	144,7%	143,2%	141,0%

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.

Il deficit pubblico è atteso attestarsi al 4,6% nel 2023 e 3,7% nel 2024, e il debito pubblico proseguire la sua discesa dai picchi della crisi legata alla pandemia, scendendo verso il 143% del PIL nel 2023 e 141% nel 2024. La crescita economica e quella dei prezzi giocheranno un ruolo fondamentale nella riduzione del

⁵⁶ Carrol, C., Slacalek, J., Tokunaka, K., White, M. N., (2017). The distribution of wealth and the marginal propensity to consume, Quantitative Economics 8 (2017), 977-1020.

rapporto debito pubblico/PIL, anche per l'attivarsi di fattori "nominali" (per esempio, un aumento del valore delle entrate tributarie).

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.

L'impatto di una parziale realizzazione del PNRR

Le previsioni appena descritte assumono l'effettiva implementazione delle riforme e dei progetti previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), tenendo conto di un avanzamento dei lavori in linea con quanto condiviso con le autorità europee e presentato nell'ultima Nota di Aggiornamento al Documento di Economia e Finanza.⁵⁷

Nonostante ai fini del presente documento non si stimi l'impatto delle riforme strutturali collegate al PNRR, che fanno riferimento a diverse materie critiche quali la giustizia, la pubblica amministrazione ed il mercato del lavoro, alcuni studi hanno dimostrato come l'effetto di queste riforme sulla crescita è sostanziale, soprattutto nel medio e lungo periodo: tali riforme sono infatti previste avere un impatto cumulato sul PIL pari al 3,4% nel 2026 rispetto ad uno scenario di mancata implementazione, e pari al 10% nel 2050.⁵⁸

Se si tiene però in considerazione la stima iniziale di spesa delle risorse del PNRR e la si confronta con quanto effettivamente speso nel corso degli ultimi tre anni (2020-2022), si nota come le spese ipotizzate inizialmente non abbiano trovato effettivo riscontro nei primi anni di implementazione, costringendo quindi ad una riorganizzazione temporale delle spese stesse. Si veda, ad esempio, la differenza tra le risorse programmate nel Documento di Economia e Finanza (DEF) di aprile 2021 e quelle programmate nella Nota di Aggiornamento al DEF di settembre 2022, riportate nella tabella sottostante per semplicità.

Tabella 2: Allocazione temporale delle risorse del PNRR

	2020-21	2022	2023	2024	2025	2026	Totale
DEF 2021 (mld €)	18,5	28,7	38,7	41	34,2	30,4	191,5
NADEF 2022 (mld €)	5,5	15	40,9	46,5	47,7	35,9	191,5
Differenza (mld €)	-13	-13,7	2,2	5,5	13,5	5,5	0

Fonte: Documento di Economia e Finanza (DEF) 2021 e Documento di Economia e Finanza 2022 - Nota di Aggiornamento (NADEF). I valori al 2021 sono stati ricalcolati partendo dai dati esposti in termini percentuali di Pil. Le celle in grigio rappresentano gli investimenti attesi per gli anni futuri, mentre quelle in bianco gli investimenti effettuati.

Considerata la portata degli investimenti e l'incertezza che permane circa l'effettiva capacità di investire per intero le risorse a disposizione, risulta di interesse l'elaborazione di due scenari aggiuntivi a quello previsto dalla NADEF 2022: nello specifico, si identificano due scenari alternativi alla previsione di base, che prevedono:

- Scenario 1: un investimento delle risorse crescente nel tempo, assumendo che si spenda il 70% delle risorse previste per il 2023 e il 90% di quelle previste per il 2024.

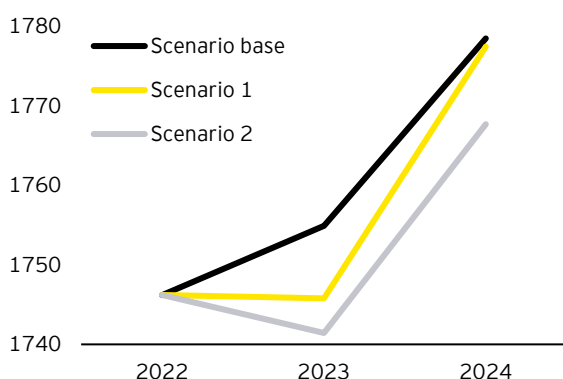
⁵⁷ Relazione sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, ottobre 2022.

⁵⁸ Structural Reforms in the Italian National Recovery and Resilience Plan: A macroeconomic assessment of their potential effects, Ministero dell'Economia e delle Finanze, working papers n°2, March 2023.

- Scenario 2: un investimento nel 2023 e 2024 delle risorse disponibili in linea con quanto attualmente investito nel 2022, cioè circa il 52% delle risorse preventivate nel Documento di Economia e Finanza del 2021⁵⁹;

Si assume che le risorse vengano spese in investimenti pubblici (stimati essere pari al 62% del totale delle risorse), consumi collettivi (12%) e in altre categorie di spesa (e.g., incentivi di varia natura, il 26%).⁶⁰

PIL reale, Italia (mln €)



Fonte: elaborazioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM".

Tenendo in considerazione questi due scenari, si stima che nello Scenario 1 (cioè caso di spesa delle risorse PNRR al 70% e poi al 90% del previsto nel 2023 e 2024), il PIL potrebbe non crescere nel 2023 e riprendere la crescita dell'1,8% nel 2024. Nello Scenario 2 (investimento delle risorse del PNRR previste nel DEF 2021 al 52% per il 2023 e 2024), l'economia italiana tornerebbe a crescere nel 2024, ad un tasso dell'1,5%, dopo una contrazione dello 0,3% nel 2023. Come già accennato, quindi, le risorse del PNRR rappresenterebbero il vero motore della crescita del PIL italiano nel 2023, in un contesto di crescenti tassi di interesse che scoraggiano consumi ed investimenti privati. L'andamento degli investimenti si ripercuoterebbe inoltre sui dati di finanza pubblica in termini di minore deficit a seconda dello scenario considerato, con contestuale riduzione del debito pubblico.

⁵⁹ Rapporto tra quanto investito delle risorse del PNRR secondo la NADEF 2022 tra il 2020 ed il 2022 e quanto preventivato nel DEF 2021.

⁶⁰ Per la scomposizione per tipo di spesa (investimenti, consumi o altro) si rimanda al working paper N°2 *A macroeconomic assessment of the Italian National Recovery and Resilience Plan*, march 2022, Ministry of Economy and Finance.

Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni sopra descritte si basano su una serie di assunzioni che delineano lo scenario di riferimento.⁶¹ Nello specifico si considerano le seguenti ipotesi:

- ▶ **Commercio internazionale:** si ipotizza una crescita modesta nella prima metà del 2023, con una successiva accelerazione nell'ultimo trimestre dell'anno ed una stabilizzazione nel 2024, dove il commercio internazionale tornerà a crescere a livelli appena inferiori al 3% (ci si riferisce alla definizione del CPB, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis);
- ▶ **Gas naturale:** si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 23\$/mmbtu entro la fine del 2023. Si prevede poi una riduzione del prezzo nel 2024, che si stabilizzerà intorno ai 22\$/mmbtu. Questo prezzo è minore del prezzo attuale, ma ancora significativamente più alto rispetto alla situazione pre-guerra;
- ▶ **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio in linea con le ultime quotazioni, intorno agli 82\$ al barile nel 2023,⁶² e che rimanga stabile negli anni successivi;
- ▶ **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,08;
- ▶ **Spesa pubblica:** si considerano le proiezioni contenute nell'ultima Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano;⁶³
- ▶ **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza uno scenario di tassi d'interesse in crescita, con il tasso d'interesse di riferimento della BCE in aumento nei prossimi trimestri fino ad attestarsi a 3,75% nel quarto trimestre 2023, per poi tornare gradualmente al 2,75 nel quarto trimestre del 2024; ci si attende che il tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) segua un andamento simile mantenendo un differenziale costante di 1,5 punti con il tasso a breve termine;

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 tra Russia e Ucraina: le tensioni relative al conflitto potrebbero ridursi più velocemente del previsto, riducendo di conseguenza l'instabilità nel quadro macroeconomico;
- ▶ Bassa pressione della componente salariale sul livello dei prezzi, riducendo il rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- ▶ Riduzione dei prezzi dell'energia: un ulteriore ribasso dei prezzi dell'energia si tradurrebbe in una riduzione più marcata delle componenti volatili dell'inflazione, con conseguenze positive per le economie dell'Eurozona;
- ▶ Blocco immediato della stretta monetaria da parte della Banca Centrale Europea;
- ▶ Riadattamento veloce delle catene di fornitura: un più veloce riadattamento 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;
- ▶ Accelerazione della domanda interna: la crescita della domanda interna, soprattutto dei consumi, anche grazie ad un mercato del lavoro in salute, potrebbe risultare più significativa del previsto se i recenti cali dei prezzi del gas all'ingrosso si eviteranno la trasmissione dei rialzi passati sui prezzi al

⁶¹ I dati sono aggiornati al 17 marzo 2023.

⁶² Si fa riferimento al prezzo del Brent.

⁶³ Nota di aggiornamento del documento di economia e finanza, 2022 - versione rivista ed integrata.

consumo, evitando ulteriori riduzioni del reddito disponibile reale. La combinazione di un mercato del lavoro resistente e di una crescita sostenuta dei salari potrebbe, infatti, compensare in larga misura l'erosione del potere d'acquisto dopo il progressivo ritiro delle misure di sostegno fiscale;

- ▶ Riapertura dell'economia cinese: la ripresa completa delle attività potrebbe stimolare la domanda estera più del previsto, con conseguente riduzione della probabilità di nuove interruzioni dell'approvvigionamento causate da blocchi localizzati;

Rischi al ribasso

- ▶ Aumento delle tensioni tra Russia e Ucraina: il conflitto potrebbe non trovare soluzione nel breve medio periodo, perpetuando la precarietà geopolitica. In uno scenario particolarmente avverso, questo potrebbe sfociare in una guerra di portata maggiore, e contestualmente in un azzeramento delle forniture russe verso l'Europa e l'Italia;
- ▶ Impatto più forte del previsto sull'economia reale della politica monetaria restrittiva: la BCE e le altre banche centrali mondiali potrebbero continuare con una 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;
- ▶ PNRR: il mancato raggiungimento 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: rischio di bassa crescita, particolarmente nelle economie emergenti, a causa di elevati prezzi delle materie prime stesse ed un apprezzamento del dollaro.⁶⁴ Allo stesso tempo, un peggioramento delle condizioni finanziarie nelle economie avanzate rischia di traslarsi in un contestuale peggioramento delle condizioni finanziarie in paesi emergenti, considerato i movimenti "in tandem" dei relativi indicatori sperimentati negli ultimi mesi;⁶⁵

⁶⁴ Hofmann, B., Park, T., Tejada, A. P., (2023). Commodity prices, the dollar and stagflation risk, BIS Quarterly Review, March 2023.

⁶⁵ BIS Quarterly Review, March 2023.

Appendice tecnica

HEY-MOM: Hybrid EY MOdel for the Macroeconomy⁶⁶

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).⁶⁷ 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 micro-fondati 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 aggiustano 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.

⁶⁶ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

⁶⁷ "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.

© 2023 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