

Rapporti di previsione - Centro Studi Confindustria

# L'ECONOMIA ITALIANA TRA RIALZO DEI TASSI E INFLAZIONE ALTA

---

PRIMAVERA 2023



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi





CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

# L'ECONOMIA ITALIANA TRA RIALZO DEI TASSI E INFLAZIONE ALTA

Primavera 2023

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

Gli autori del capitolo sono:

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

Gli autori dei focus sono:

n.1 Pasquale Capretta, Ciro Rapacciuolo; n.2 Sofia Felici; n.3, Stefano Di Colli, Sofia Felici, Ciro Rapacciuolo; n.4 Cristina Pensa, Matteo Pignatti; n.5 Sofia Felici, Chiara Puccioni, Ciro Rapacciuolo; n.6 Gianluca Fiorindi (Piccola Industria Confindustria), Antonio Angelino e Francesca Oliverio (Cerved).

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

Si ringrazia Adriana Leo (Confindustria Servizi) per il contributo alla rilettura delle bozze.

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 22 marzo 2023.

Per commenti scrivere a: [csc@confindustria.it](mailto:csc@confindustria.it)

Edito da:



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

## Indice:

Introduzione e sintesi	pag.	5
<hr/>		
Le previsioni per l'economia italiana	»	13
<hr/>		
1. Il PIL	»	15
2. Le componenti del PIL	»	17
3. L'occupazione	»	25
4. Le retribuzioni e i prezzi	»	29
5. La finanza pubblica	»	34
6. Il credito per le imprese	»	38
7. Lo scenario internazionale	»	41
FOCUS:		
<hr/>		
1 - Il reddito disponibile reale delle famiglie italiane ha limitato i danni nel 2022	»	65
2 - L'intensità energetica dell'industria si riduce nel 2022: possibili spiegazioni	»	67
3 - Quale impatto dei rialzi dei tassi ufficiali su investimenti e PIL?	»	73
4 - Come si spiega l'ottima performance dell'export italiano nonostante i numerosi shock?	»	78
5 - Margini manifatturieri: andamenti eterogenei tra i settori nell'ultimo triennio	»	85
6 - Piccole e medie imprese: più solide di quanto si pensi	»	91



# INTRODUZIONE E SINTESI



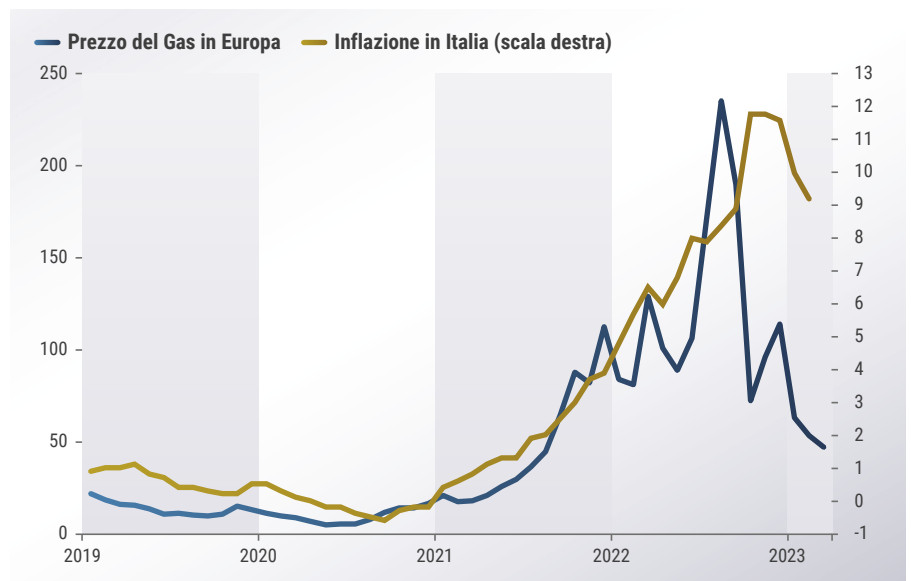


**Prezzo dell'energia ribassato, inflazione ancora alta** Il netto calo del prezzo del gas in Europa da fine 2022 è una notizia estremamente positiva per la nostra economia e per tutte quelle europee. Se l'inflazione scendesse istantaneamente, grazie a tale ribasso, lo scenario economico potrebbe considerarsi normalizzato. Ma nell'economia esistono talvolta dei *lag* nelle relazioni di causa ed effetto tra le diverse variabili.

Uno dei ritardi principali, sebbene mutevole nella sua lunghezza per la continua evoluzione dei sistemi economici, è proprio quello relativo alla trasmissione delle variazioni nei prezzi internazionali dell'energia ai prezzi al consumo (Grafico A). Il gas sceso a circa 50 euro/mwh, dagli oltre 330 del picco giornaliero nel 2022, ha certamente agevolato la discesa dell'inflazione. Ma siamo solo all'inizio della moderazione dei prezzi al consumo, sia in Italia che nell'Eurozona, e il processo richiederà tempo.

**Grafico A**  
**Gas in netto calo, ma inflazione ancora alta**

(Quotazioni internazionali e indice NIC, medie mensili)



TTF: euro per mwh.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, Refinitiv.

Come la legna accesa continua ad ardere per un po' anche se non viene più alimentata, l'inflazione resta alta per alcuni mesi anche quando viene meno la causa originaria della sua impennata. Solo nel 2024, secondo le previsioni di quasi tutte le maggiori istituzioni internazionali, l'inflazione totale tornerà più vicina alla soglia del +2% annuo, cui aspirano le banche centrali. Questo significa che in tutto il 2023 faremo ancora i conti con un'inflazione alta sebbene in rientro.

Il problema è che il prezzo del gas è rimasto elevato per troppo tempo, alzando i costi delle imprese. Abbastanza a lungo da entrare nella definizione di altri prezzi: non solo le tariffe energetiche, ma anche quelle dei servizi di trasporto e, infine, i listini di vendita di numerosi beni industriali. Alcuni di questi prezzi sono inclusi nel calcolo della *core inflation*, misurata al netto di energia e alimentari. Perciò, questa misura dell'inflazione di fondo, sia in Italia, in Europa, che negli USA ha iniziato a salire, lentamente ma inesorabilmente. E questo processo continuerà ancora, almeno per l'anno in corso, tenendo alta l'inflazione totale anche se la componente energetica si va spegnendo.

Se l'aumento dei prezzi al consumo entrasse pienamente nelle aspettative di medio termine degli agenti economici, tanto da innescare una spirale prezzi-salari, la durata del processo inflazionistico si allungherebbe ancora di più. Anzi, si rischierebbe di non vedere affatto una discesa dell'inflazione totale, neanche con il ritardo che oggi stiamo scontando. Tale rischio è molto contenuto in Italia e in Europa, meno negli USA.

## I TASSI UFFICIALI NELL'EUROZONA SONO SALITI DI

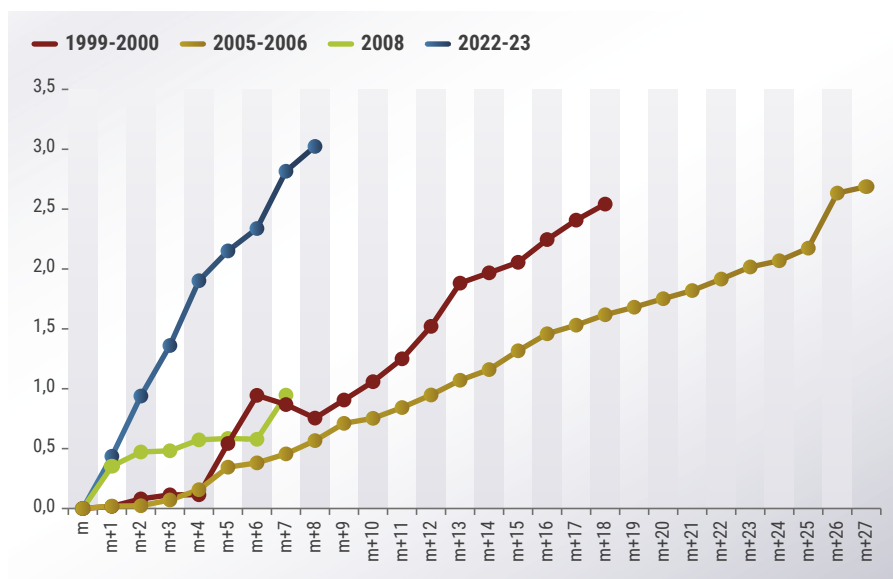


**+3,5 punti**  
IN 9 MESI

### Grafico B Quello in corso è il rialzo più ampio e veloce dei tassi BCE

(Var. dell'Euribor a 3 mesi dall'inizio  
dei rialzi, dati mensili, valori %)

**Tassi in rialzo, freno all'economia** Proprio questo timore delle banche centrali, di un disancoramento delle aspettative sui prezzi rispetto alla soglia del +2% annuo, ha fatto proseguire il rialzo dei tassi di interesse della BCE. Che è già il più ampio e anche il più rapido dalla sua creazione nel 1999 (Grafico B). Finora i tassi nell'Eurozona sono saliti di +3,5 punti in appena 9 mesi. Per confronto, nella fase di rialzi BCE del 2005-2006 il tasso impiegò oltre 2 anni per salire di circa 3,0 punti. Intanto, le attese di inflazione a 12 mesi nell'Eurozona sono scese al +2,7% a febbraio scorso, non lontano dalla soglia di stabilità, da un picco di +7,5% ad agosto 2022. Le banche centrali occidentali hanno iniziato ad alzare i tassi quando l'energia era molto cara e stava infiammando l'inflazione (a luglio 2022 la BCE, qualche mese prima la FED) e stanno continuando ad alzarli anche ora che i prezzi di gas e petrolio sono rientrati.



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global.

È qui che entra in gioco il problema delle aspettative e della lentezza con cui scende l'inflazione. I banchieri centrali vogliono stroncare del tutto la fiamma, per evitare che si propaghi al fienile e così lo scenario economico deve fare i conti non solo con tassi così alti ma anche con la possibilità che i rialzi proseguano. Ma se il loro livello sale troppo nell'Eurozona, che è un'unione monetaria e non un paese federale, può determinare rischi maggiori che negli USA (frammentazione, instabilità finanziaria), anche oltre il freno posto alla crescita economica. Dopo le ultime decisioni della BCE, i rischi appaiono più bilanciati.

Quando il lungo percorso di moderazione dell'inflazione sarà arrivato vicino all'obiettivo, le banche centrali avranno la possibilità di allentare un po' la stretta. Le aspettative di inflazione sono in progressiva decelerazione e nello scenario di previsione si include un'inversione di rotta dei tassi verso la fine di quest'anno, senza rialzi ulteriori almeno in Europa fino ad allora (in linea con le attese dei mercati): ma il taglio è atteso significativo solo negli USA, molto meno nell'Eurozona. Quindi, la *policy* monetaria per l'Italia e gli altri paesi dell'area resterà restrittiva anche il prossimo anno.

Questo aumento dei tassi di riferimento si riverbera, gradualmente, sul canale del credito: che diventa più caro e meno accessibile. In tal modo la stretta monetaria frenerà gli investimenti delle imprese e i consumi delle famiglie. L'impatto in Italia è stimato dispiegarsi pienamente con un ritardo di circa un anno, secondo stime del Centro Studi Confindustria presentate in un Focus di questo rapporto: un ritardo simile a quello che ci si aspetta per l'Eurozona.

**I TASSI PAGATI  
DALLE IMPRESE ITALIANE  
SONO SALITI DI**



**+2,60 punti**  
**FINO A INIZIO 2023**

Dato che il rialzo BCE è stato avviato a metà del 2022, il freno alla crescita morderà sul PIL italiano soprattutto nella seconda metà di quest'anno.

I tassi pagati dalle imprese italiane hanno già subito un forte aumento: +2,60 punti fino a inizio 2023, in media. E il costo del credito sembra destinato a salire ancora, sulla scia degli ultimi rialzi della BCE. Ciò peggiora la situazione finanziaria delle aziende, perché (a parità di indebitamento) accresce il peso degli oneri finanziari e scoraggia i progetti di nuovi investimenti. Lo stesso avviene per le famiglie e gli interessi sui mutui variabili.

**Scenario internazionale complicato quest'anno** Nel 2023 lo scenario internazionale è atteso beneficiare di un allentamento di alcune tensioni che hanno caratterizzato il 2022: dai rincari dei prezzi, soprattutto energetici, alle pressioni sulle catene di fornitura. Se dal lato dell'offerta i vincoli appaiono quindi meno stringenti, la domanda mondiale è vista in indebolimento: a causa dei rallentamenti che riguarderanno i paesi avanzati colpiti dall'inflazione e dalla politica monetaria restrittiva, paesi che nell'ultimo biennio hanno sostenuto la crescita del commercio mondiale, mentre i paesi emergenti hanno complessivamente rallentato. Per il 2023 è atteso quindi un cambio nel baricentro della crescita degli scambi mondiali, perché riprenderanno maggiore dinamicità quelli degli emergenti. Dopo un 2023 atteso difficile, l'economia USA e quella dell'Eurozona riprenderanno slancio nel 2024. Gli emergenti, in aggregato, faranno meglio in entrambi gli anni, ma questa non è una novità. La Cina, dopo il rallentamento dello scorso anno legato alle politiche zero-Covid, sta ripartendo molto velocemente. L'impatto economico sulla Russia dopo il varo delle sanzioni si vede, ma non è dirompente come immaginato. Incorporando queste dinamiche, il commercio mondiale è atteso soffrire quest'anno e ripartire il prossimo, con un ritmo intorno a quello storico pre-crisi (Tabella A).

**Tabella A**  
**Le esogene internazionali**  
**della previsione**  
(Variazioni %)

	2022	2023	2024
Commercio mondiale	3,2	2,0	3,0
PIL - Stati Uniti	2,1	0,7	1,6
PIL - Area euro	3,5	0,5	1,2
PIL - Paesi emergenti	3,9	4,1	4,5
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	101	83	78
Prezzo del gas (Europa)	124	50	50
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,05	1,07	1,07
Tasso FED effettivo <sup>3</sup>	1,68	4,52	3,38
Tasso BCE <sup>3</sup>	0,58	3,44	3,19

<sup>1</sup> Brent, dollari per barile; <sup>2</sup> livelli; <sup>3</sup> valori %.

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

Lo scenario delineato dal CSC esclude nuovi significativi impatti economici della pandemia in Italia e nel Mondo e assume che le conseguenze economiche della guerra in Ucraina siano già state scontate da famiglie, imprese e mercati finanziari.

Tra i rischi, oltre a quelli connessi alla corretta calibrazione della politica monetaria, c'è la possibilità di un aumento dell'instabilità finanziaria che può coinvolgere, come emerso di recente, la solidità delle banche a livello internazionale (dopo gli episodi negli USA e in Svizzera) e i mercati immobiliari che potrebbero risentire più del previsto dell'aumento dei tassi, come ci ricorda la crisi dei mutui *subprime* del 2008.

**Tabella B**  
**Le previsioni per l'Italia**

(Variazioni %)

	2022	2023	2024
€ Prodotto interno lordo	3,7	0,4	1,2
👤 Consumi delle famiglie residenti	4,6	0,2	1,4
🏠 Investimenti fissi lordi	9,4	0,2	2,0
🚚 Esportazioni di beni e servizi	9,4	1,6	2,3
👥 Occupazione totale (ULA)	3,5	0,4	0,8
🍷 Prezzi al consumo	8,1	6,3	2,3
📄 Indebitamento della PA <sup>1</sup>	8,0	4,9	4,2

<sup>1</sup> valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

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

La revisione al rialzo per il 2023 rispetto allo scenario CSC di ottobre scorso (di +0,4 punti), è spiegata interamente dall'andamento migliore delle attese nella seconda metà del 2022, nonostante lo shock energetico: ciò ha alzato l'eredità positiva lasciata al PIL del nuovo anno. In particolare, nel 4° trimestre 2022 l'Italia ha limitato al minimo l'aggiustamento al ribasso.

Il sentiero del PIL, però, non è rettilineo: si stima che l'economia italiana abbia subito ancora una lieve contrazione nel 1° trimestre 2023, a causa soprattutto degli effetti ritardati dell'inflazione sui consumi e di una pausa degli investimenti dopo il balzo a fine 2022. Dalla seconda metà del 2023, l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche e una limatura ai tassi di interesse dovrebbero favorire una dinamica positiva del PIL fino alla fine del 2024. Un profilo di crescita moderato, ma superiore, di poco, alla media pre-crisi grazie ai primi effetti positivi di investimenti e riforme del PNRR sul potenziale di espansione della nostra economia.

**Consumi e investimenti rallentati nel 2023...** I consumi delle famiglie italiane rimarranno quasi fermi in media nel 2023 (+0,2%), al di sotto del trascinato ereditato grazie alla buona dinamica nella parte centrale del 2022. Anno in cui il reddito disponibile reale ha limitato i danni, nonostante il balzo dell'inflazione (si veda il Focus 1) ed è stato utilizzato gran parte dell'extra-risparmio spendibile, lasciando poche risorse al 2023. Quest'anno, inoltre, i tassi più alti per mutui casa e credito al consumo giocheranno contro la spesa per beni e servizi. Solo in seguito, sulla scia della lenta discesa dell'inflazione e, quindi, di un recupero del reddito reale, i consumi torneranno a crescere, dalla seconda metà del 2023 e, con più slancio, nel 2024.

Anche gli investimenti totali sono previsti crescere poco nella media del 2023. I motivi sono il ripiegamento delle agevolazioni fiscali in campo edilizio e l'impatto delle condizioni di finanziamento più stringenti. Il dato annuo nasconde, come per i consumi, un avvio molto debole del 2023 e una successiva ripresa, che poi proseguirà più speditamente nel corso del 2024. Ma i ritmi resteranno molto sotto la grande vivacità registrata nel 2022, legata proprio al boom degli investimenti in costruzioni.

**... così come export e import** Nello scenario CSC, sia le esportazioni italiane di beni e servizi che le importazioni, dopo la forte espansione nel 2022, non sfuggiranno al generale rallentamento nel 2023. Che è dovuto, per i flussi con l'estero, soprattutto all'indebolimento del contesto internazionale. E il 2024 andrà solo poco meglio, tornando sui ritmi medi di crescita del periodo pre-Covid.

I motivi della straordinaria performance dell'export italiano lo scorso anno, nonostante lo shock energetico, nettamente migliore di quella di partner europei come Germania e Francia, sono analizzati nel Focus 4 di questo Rapporto: base manifatturiera rafforzata, ampia diversificazione nei prodotti e lungo le filiere di produzione, miglioramento competitivo nei costi e nella composizione qualitativa.

Questa forza dell'export aiuta a spiegare, in generale, la grande resilienza mostrata dall'industria italiana nell'*annus horribilis* sul fronte dei costi che è stato il 2022. Ma ha inciso anche la solidità mostrata dalle PMI, qui analizzata nel Focus 6, e la tenuta dei margini in alcuni settori della manifattura che ha reso possibile alimentare produzione e investimenti (stimati a livello settoriale nel Focus 5). Particolare attenzione occorrerà prestare alla perdita di competitività cui sono esposti i settori *energy intensive* che, più di altri, hanno contribuito alla riduzione dei consumi di energia lo scorso anno contraendo la produzione (si veda il Focus 2). I prezzi dell'energia, sebbene decisamente più bassi dello scorso anno, rimangono storicamente elevati e più alti di quelli registrati in molte economie fuori dall'Europa.

L'occupazione in Italia ha beneficiato nel 2022 di tale solidità dell'economia, crescendo molto, quasi come il PIL nella media dell'anno, pur con ampie differenze tra settori in termini di intensità di lavoro. Ed è attesa restare agganciata al ritmo di crescita dell'attività economica anche nel 2023 (+0,4%), ma rimanere un po' sotto l'anno prossimo (+0,8%), quando si prevede comincino a manifestarsi nel sistema produttivo gli efficientamenti conseguenti all'attuazione del PNRR.

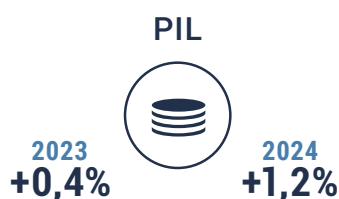
La maggiore spesa per interessi, dovuta ai rialzi dei tassi, peggiora anche i conti pubblici italiani. Anzitutto il deficit, che si assesta al 4,9% nel 2023 e poi cala a 4,2% nel 2024. I tassi più alti e il debito pubblico elevato (al 143,4% del PIL nel 2024), restringono gli spazi di manovra sul 2024, anche perché torneranno ad operare i vincoli del Patto di Stabilità e Crescita.



LE PREVISIONI  
PER L'ECONOMIA  
ITALIANA







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

	2021	2022	2023	2024
€ Prodotto interno lordo	7,0	3,7	0,4	1,2
👤 Consumi delle famiglie residenti	4,7	4,6	0,2	1,4
🏠 Investimenti fissi lordi	18,6	9,4	0,2	2,0
🔄 Esportazioni di beni e servizi	14,0	9,4	1,6	2,3
🔄 Importazioni di beni e servizi	15,2	11,8	1,9	2,2
👥 Occupazione totale (ULA)	7,6	3,5	0,4	0,8
👤 Tasso di disoccupazione <sup>1</sup>	9,5	8,1	8,2	8,0
📈 Prezzi al consumo	1,9	8,1	6,3	2,3
✉ Indebitamento della PA <sup>2</sup>	9,0	8,0	4,9	4,2
👤 Debito della PA <sup>2</sup>	149,8	144,7	142,9	143,4

<sup>1</sup> Valori %; <sup>2</sup> valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

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

La revisione al rialzo nel 2023 è spiegata in gran parte dall'andamento, migliore delle attese, dell'attività nella seconda metà del 2022, nonostante la crisi energetica. Lo scorso anno l'economia italiana ha in effetti beneficiato di una forte inerzia positiva, innescata nel 2021 dal recupero dei livelli precedenti la pandemia, specie nel settore dei servizi.

Il nostro Paese era stato colpito dalla pandemia più della media dell'Eurozona: a fine 2020, l'economia italiana aveva accumulato un *gap* rispetto al livello di fine 2019 molto più alto di Francia e Germania (-6,0% a fronte rispettivamente di -4,2% e -2,1%). Ma in seguito si è avuto un rimbalzo sostenuto, che ha consentito all'Italia di superare entrambe le principali economie europee: a fine 2022 +1,9% rispetto a fine 2019, a fronte del +1,2% francese e dello zero tedesco.

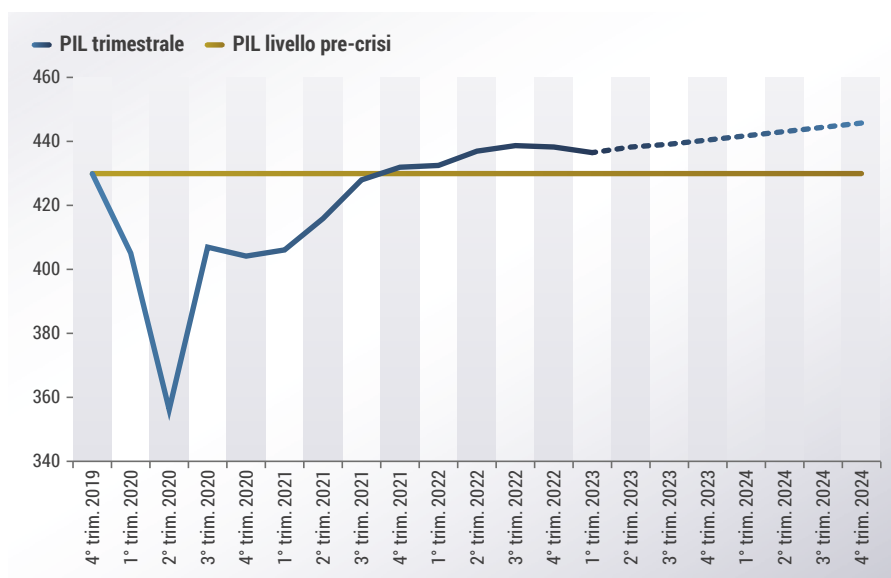
Grazie soprattutto all'ottima performance del 2° trimestre 2022, quando il prodotto è aumentato molto al di sopra delle attese (+1,1%), e alla buona tenuta osservata nel 3° (+0,4%), la crescita annua del PIL italiano nel 2022 non ha risentito in modo particolare della riduzione nel 4° trimestre (-0,1%), meno negativa del previsto, e trasmette all'anno appena iniziato una eredità positiva.

La variazione acquisita per il 2023, ovvero quella che si avrebbe se i quattro trimestri registrassero una crescita nulla, è pari al +0,4%. Esattamente in linea con quella dell'Eurozona: quest'ultima è la risultante di un dato positivo della Spagna (+0,8%) e della Francia (+0,2%) e negativo per la Germania (-0,1%).

Quindi, il miglioramento dello scenario CSC per il 2023, rispetto a quello delineato a ottobre scorso, è esclusivamente legato alla migliore dinamica dell'economia nella seconda metà del 2022. Infatti, escludendo il trascinarsi, per quest'anno si conferma una crescita piatta.

## Grafico 1 Il profilo trimestrale previsto per il PIL italiano

(Miliardi di euro)



Previsioni realizzate dal CSC.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

A partire dal 3° trimestre dell'anno in corso, si dovrebbero iniziare ad attenuare maggiormente le pressioni inflazionistiche, a seguito della normalizzazione dei prezzi energetici e di molte commodity già osservabile. Anche se si dispiegheranno in pieno gli effetti dei rialzi dei tassi, l'intensificarsi dell'attività produttiva si renderebbe necessaria anche solo per la ricostituzione delle scorte erose lo scorso anno. Questo favorirebbe una dinamica positiva del PIL fino alla fine dell'orizzonte di previsione, nel 2024. Con un profilo moderato, ma superiore alla media storica pre-crisi, anche grazie agli effetti positivi degli investimenti e delle riforme del PNRR. Anche quest'anno non è atteso un contributo positivo alla crescita dalle esportazioni nette poiché è prevista rallentare sia la dinamica dell'export che quella dell'import.

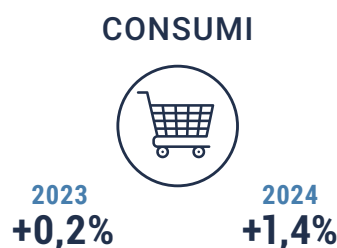
**Le ipotesi e i rischi della previsione** Nello scenario CSC si ipotizza che:

1. gli impatti economici negativi dell'invasione russa in Ucraina siano già stati scontati da famiglie, imprese e mercati finanziari e non ve ne siano di ulteriori. È chiaro però che se il conflitto dovesse ampliarsi oppure se dovessero acuitizzarsi le tensioni tra paesi non coinvolti attualmente nel conflitto, le conseguenze sugli scambi mondiali potrebbero essere negative e ripercuotersi anche sulla dinamica dell'economia italiana.
2. Analogamente, si esclude dallo scenario un riacutizzarsi della pandemia. L'ipotesi di normalizzazione riguarda anche quei paesi, come la Cina, che hanno avuto recentemente una recrudescenza di casi.
3. Relativamente al PNRR si assume che le risorse siano spese nei tempi previsti e che sia data piena attuazione alle riforme in programma. Una minore efficacia significherebbe un minor contributo positivo alla crescita italiana nel 2023-24, oltre che negli anni successivi.

I principali rischi dello scenario previsivo al momento appaiono i seguenti:

- a. anzitutto la politica monetaria e i suoi impatti. Se il rialzo dei tassi nell'Eurozona si rivelasse non correttamente calibrato (troppo prematuro, troppo ampio), potrebbe frenare la crescita economica, in misura superiore a quanto già incorporato nello scenario CSC.
- b. Va poi considerato che rialzi dei tassi di tale intensità e rapidità, quali quelli messi in campo dalla Banca Centrale Europea, accrescono i rischi di instabilità finanziaria nell'Unione monetaria anche per effetto della sua incompleta definizione e dei ritardi nella realizzazione dell'unione bancaria e del mercato dei capitali. Questi rischi potrebbero tradursi in aumenti asimmetrici dei rendimenti dei titoli di Stato, in particolare italiani, con conseguenze negative sul costo del debito pubblico e sul costo del credito, che sono state escluse dallo scenario.
- c. L'aumento senza precedenti dei tassi ufficiali da parte di un elevatissimo numero di banche centrali al mondo aumenta i rischi di instabilità finanziaria a livello globale. Questi possono concretizzarsi in crisi di bilancia dei pagamenti per alcuni paesi o default di alcune istituzioni finanziarie che potrebbero avere ripercussioni negative a livello internazionale.
- d. La dinamica dei prezzi al consumo, dopo la forte impennata nel 2022, sembra avere superato il picco massimo e imboccato un sentiero di discesa graduale. Tuttavia, l'inflazione potrebbe assumere un profilo più persistente di quanto immaginato, soprattutto se si registrassero nuove fiammate del prezzo del gas, che sono escluse dallo scenario.

## 2. Le componenti del PIL



**Dinamica debole per i consumi nel 2023, ripresa rinviata al 2024** I consumi delle famiglie italiane rimarranno quasi fermi in media d'anno nel 2023: +0,2% la crescita stimata dal CSC, al di sotto del trascinarsi dal 2022 (+0,4%). Il calo della spesa delle famiglie iniziato nell'ultimo quarto dell'anno scorso è, infatti, atteso proseguire anche nella prima parte del 2023, seppur in maniera meno intensa. Sulla scia della discesa dell'inflazione e, al tempo stesso, della ripresa dell'attività economica, i consumi torneranno a crescere nella seconda metà dell'anno, e continueranno a farlo con un po' più di slancio nel 2024 (+1,4%). Il biennio di previsione si chiuderà con una spesa delle famiglie ancora sotto i livelli del 2019 (-0,4%).

Nel 2022, nonostante l'impennata dell'inflazione, la spesa delle famiglie ha registrato un cospicuo, e largamente inatteso, +4,6% in media d'anno. La dinamica trimestrale, tuttavia, è stata molto discontinua. Dopo un 1° trimestre negativo (-1,1%), nel 2° e nel 3° trimestre dello scorso anno la spesa per i consumi ha registrato un forte rimbalzo (+2,1% e +2,2%) soprattutto nella spesa per i servizi.

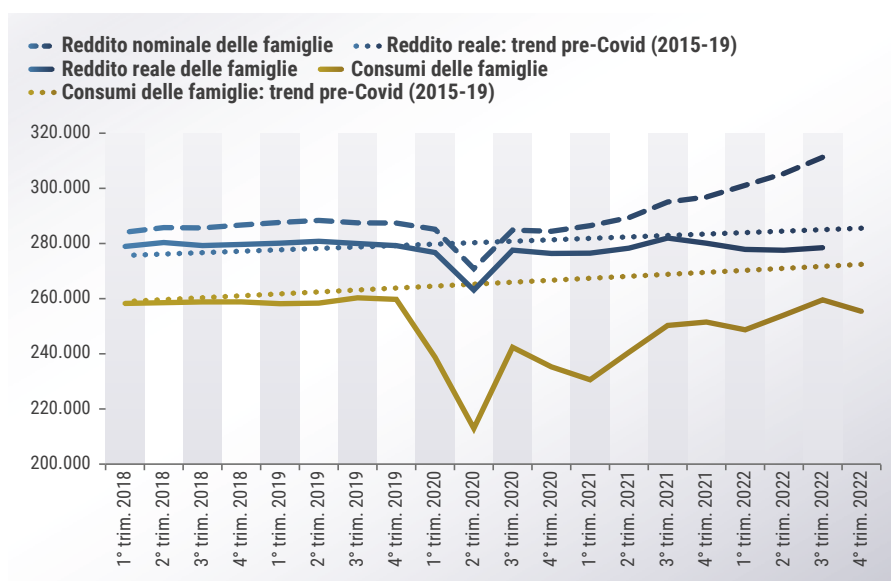
La buona performance è derivata da una significativa diminuzione della propensione al risparmio (7,1% nel 3°), scesa sotto i livelli pre-pandemici (8,0% in media nel 2019). Ciò ha sorretto i consumi insieme alla sostanziale tenuta del reddito disponibile delle famiglie in termini reali fino al 3° trimestre (-0,3 nei primi tre trimestri, rispetto al 2021; Grafico 2).

L'extra-risparmio accumulato fino a metà 2022 (126 miliardi stimati dal CSC) ha svolto un ruolo essenziale nella parte centrale dello scorso anno, per poi venir meno alla fine dell'anno, per effetto del ridimensionamento delle risorse spendibili dalle famiglie conseguente all'erosione dei redditi da parte dell'inflazione, che ha raggiunto il picco a ottobre e novembre<sup>1</sup>. Ne è derivato un forte

<sup>1</sup> Si veda Centro Studi Confindustria, *Congiuntura Flash* dicembre 2022, Focus.

## Grafico 2 La perdita di potere d'acquisto colpisce i consumi

(Italia, milioni di euro, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Il ripiegamento ha interessato anche i beni non durevoli (-1,3%), più colpiti dal caro-energia e in diminuzione per il terzo trimestre consecutivo. Il peggioramento è legato alla flessione del reddito disponibile reale nel 4° trimestre, che porta la sua variazione annua poco oltre il -1,0% rispetto al 2021 (stime CSC, si veda il Focus 1).

Le informazioni congiunturali confermano che un ulteriore indebolimento della domanda dovrebbe materializzarsi nei primi mesi dell'anno. Con qualche oscillazione a livello mensile, il clima di fiducia a inizio 2023 si mantiene ancora al di sotto della media pre-pandemica (104,0 a febbraio da 110,9 in media nel 2019), anche con riferimento ai giudizi sulla situazione personale e sul clima economico, nonostante si sia arrestato il deterioramento delle valutazioni dei consumatori proseguito lungo tutto il 2022.

Secondo l'indagine della Commissione europea, anche i giudizi sull'opportunità di effettuare acquisti di beni durevoli nei prossimi dodici mesi sono scesi su livelli prossimi ai minimi del 2020.

L'andamento delle vendite al dettaglio (di beni), nonostante il miglioramento congiunturale nel periodo più recente, fornisce ulteriore supporto allo scenario di prosecuzione (nel breve termine) della fase di debolezza dei consumi. I volumi delle vendite, infatti, si attestano su livelli significativamente inferiori a quelli dello scorso anno (96,8 a gennaio rispetto a 102,1 nel 1° trimestre 2022). L'indicatore elaborato da Confcommercio (ICC) segnala per febbraio un valore ancora molto inferiore a quello del 2019 (-8,2%, -19,3% per i servizi).

Le pressioni inflazionistiche sui beni alimentari e sui servizi hanno spinto verso una diversa composizione della spesa delle famiglie maggiormente indirizzata verso prodotti meno costosi. Ciò riguarda soprattutto le fasce di reddito meno abbienti, più colpite dall'inflazione (+18,4 annuo nel 4° trimestre 2022 per il quintile di reddito più basso, contro il +9,9% del quintile di reddito più alto).

I comportamenti dei consumatori, dunque, saranno prudenti nel 2023, specie a inizio anno. Tuttavia, nel corso del 2023 (e poi nell'anno successivo) i consumi potrebbero recuperare, con l'attesa discesa dell'inflazione, e la sostanziale stabilità del reddito totale reale, prevista nel 2023.

## INVESTIMENTI



2023  
**+0,2%**

2024  
**+2,0%**

Nello scenario CSC, la debolezza dei consumi nella prima parte del 2023 riguarderà sia i beni durevoli, più sensibili al ciclo economico e alle condizioni di finanziamento, sia i servizi, che risentono maggiormente dell'andamento dei salari reali.

La ripresa dei consumi attesa per la seconda parte del 2023, legata al rientro dei prezzi, si rafforzerà nel 2024, favorita anche da una dinamica del reddito disponibile reale positiva, per effetto della ripresa dell'economia e dell'occupazione.

**Frenata degli investimenti nel 2023, crescita più sostenuta nel 2024** Gli investimenti fissi lordi sono previsti crescere poco nella media del 2023 (+0,2%), un dato che nasconde però un avvio molto debole e una successiva ripresa. Proseguiranno più speditamente nel 2024 (+2,0%). Alla fine dell'orizzonte di previsione, comunque, il flusso di investimenti sarà del +22% più alto rispetto al pre-Covid (oltre 70 miliardi di euro).

Nel 2022 gli investimenti hanno continuato a guidare la crescita italiana (+9,4%), sebbene con uno slancio quasi dimezzato rispetto al 2021 (+18,6%). A crescere, in particolare, sono stati ancora gli investimenti in costruzioni, soprattutto nella prima parte dell'anno (+4,4% nel 1° trimestre, +1,0% nel 2°) e, dopo una pausa nel 3° (-2,2%), sono tornati a salire nell'ultimo trimestre (+1,7%), soprattutto grazie alla crescita nel comparto dei fabbricati non residenziali (+3,0%, +0,5% invece gli investimenti in abitazioni). Ha influito la corsa al Superbonus, che era in scadenza a fine 2022 nella misura del 110%<sup>2</sup>. Comunque, anche la componente relativa a impianti, macchinari e mezzi di trasporto ha attratto un ammontare elevato di investimenti (+8,5% annuo).

Questi andamenti positivi si sono avuti nonostante il contesto non favorevole a causa dei rialzi dei tassi, dell'aumento dei costi e delle prospettive non positive della domanda e grazie soprattutto ai numerosi incentivi fiscali introdotti dal Governo.

Dalle informazioni congiunturali relative al 4° trimestre 2022, in cui gli investimenti hanno proseguito in aumento di +2,0%, si ricavano segnali di miglioramento del *sentiment* imprenditoriale. Anche nei mesi più recenti il clima di fiducia delle imprese ha continuato a crescere (109,1 a febbraio da 106,5 del 4° trimestre). L'effetto di trascinamento per l'anno in corso (+1,8%) evidenzia una dinamica degli investimenti di gran lunga più rilevante rispetto ai consumi, anche se si prevede un forte rallentamento per tutto l'orizzonte di previsione.

Dalle indagini di Banca d'Italia, infatti, emerge come la quota di imprese che si aspetta di accrescere gli investimenti nel prossimo semestre sia in calo (20% da 25,2% in media nel 2021; 21,2% nelle costruzioni da 25% nel 2021), sebbene storicamente elevata (Grafico 3). Anche la percentuale di imprese che si attende un miglioramento nelle prospettive di domanda, sebbene in ripresa nell'ultima rilevazione, è scesa al 10,4 rispetto a una media nel 2021 di 41,6.

Due fattori contribuiscono a un ridimensionamento degli investimenti:

1. il graduale venir meno di alcune agevolazioni fiscali in campo edilizio, che riporterebbero in negativo l'andamento del comparto quest'anno (-0,9%), per la flessione degli investimenti in abitazioni (-3,1%) solo in parte compensati dalla crescita di quelli in fabbricati non residenziali (+1,5%), in aumento anche grazie ai fondi stanziati dal PNRR (più positiva, invece, la

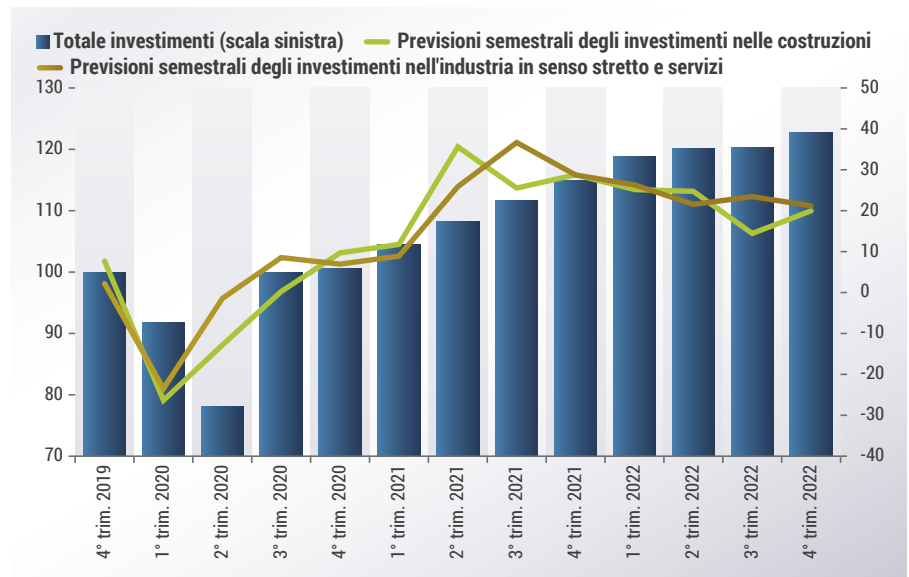
<sup>2</sup> Secondo l'articolo 119, DL n. 34/2020, il Superbonus spetta per le spese sostenute entro il 31 dicembre 2025, nella misura del 110% per quelle sostenute entro il 31 dicembre 2022 (fatte salve le eccezioni previste dalla Legge di Bilancio 2023), del 90% per quelle sostenute nell'anno 2023, del 70% per quelle sostenute nell'anno 2024 e del 65% per quelle sostenute nell'anno 2025. Da considerare che per interventi in zone del cratere e interventi effettuati da ONLUS, ODV e APS il 110% è previsto fino al 31 dicembre 2025.

prospettiva di crescita del comparto dei macchinari, previsti aumentare di +1,2% nel 2023);

- condizioni di finanziamento più stringenti, come mostrato dalle indagini di Banca d'Italia relativamente alle attese sul credito, da cui emerge che è aumentata la quota di imprese che prevede un peggioramento nelle condizioni di accesso al canale creditizio (-18,6% il saldo netto nel 4° trimestre 2022, da -7,1% nel 1°).

### Grafico 3 Investimenti in crescita, ma con meno slancio

(Italia, indice 4° trim. 2019 = 100,  
saldi risposte delle imprese)



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

I vincoli al credito sarebbero meno sfavorevoli alle decisioni di investimento nel 2024, grazie all'allentamento della stretta monetaria nell'Eurozona (si veda il par. 7).

## PRODUZIONE INDUSTRIALE



2022  
**+0,4%**

**Produzione industriale in recupero** Nel 2022 l'attività produttiva delle imprese industriali è aumentata di +0,4% rispetto al 2021. Nel biennio di previsione la produzione è attesa in modesta crescita, sebbene con una forte eterogeneità tra i comparti industriali.

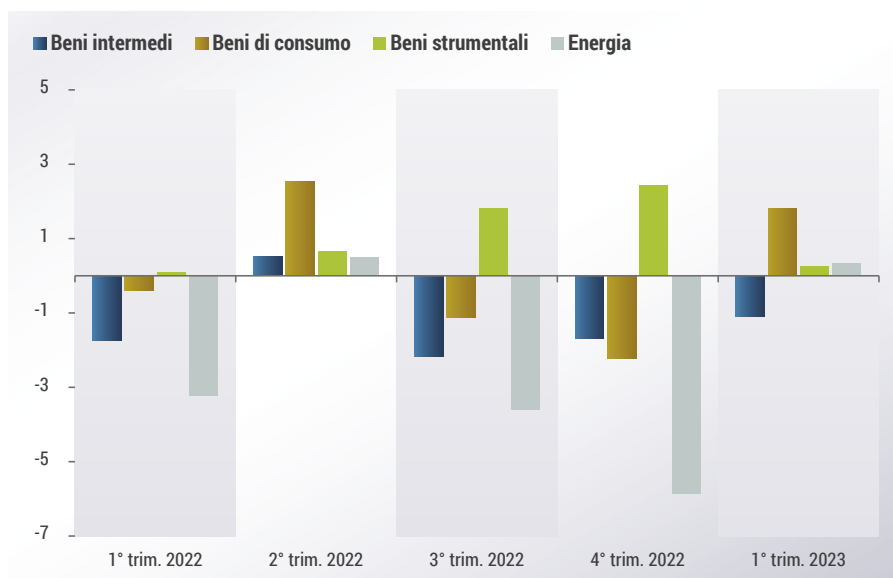
La produzione industriale italiana, in base ai dati mensili, ha superato i livelli pre-Covid di +2,1% (gennaio 2023 rispetto a dicembre 2019), meglio rispetto agli altri partner europei: la Germania mantiene un divario negativo di -1,7%, la Francia di -3,7% e la Spagna ha chiuso il gap (0,0%).

La dinamica in Italia, tuttavia, è stata caratterizzata da una notevole volatilità su base trimestrale: dopo il calo nel 1° trimestre (-1,0%), l'attività produttiva è cresciuta nel 2° (+1,0%), per poi tornare a scendere nel 3° (-0,6%) e, soprattutto, nel 4° (-1,4%) quando si è fatto sentire maggiormente l'impatto dei rincari dell'energia. E anche da una significativa eterogeneità tra i diversi raggruppamenti industriali coerentemente con la natura dello shock energetico che ha contraddistinto il 2022 e che ha colpito in maniera disomogenea la struttura produttiva. Il ridimensionamento della produzione industriale è stato marcato nei settori più energivori, che risentono di più dei rincari energetici (si veda il Focus 2). In particolare, il settore energetico ha registrato un calo significativo sia nel 1° trimestre (-3,2%), sia nella seconda metà del 2022 (-3,6% nel 3° e -5,9% nel 4°); su base annua il calo risulta pari a -1,3%. Anche i beni intermedi hanno visto una dinamica simile, in flessione in media d'anno di -2,4% (Grafico 4).

La moderata flessione congiunturale registrata a gennaio (-0,7%), segnala un ridimensionamento congiunturale dell'attività produttiva delle imprese italiane e riflette la debolezza del quadro economico.

## Grafico 4 Contributi eterogenei alla produzione industriale

(Italia, variazioni % congiunturali,  
dati trimestrali destagionalizzati)



1° trimestre 2023 = gennaio.

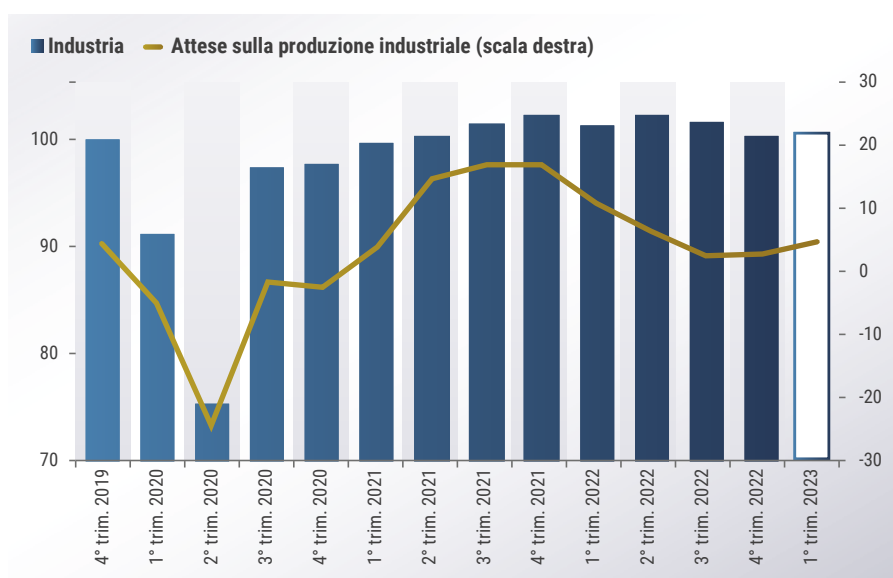
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Segnali positivi provengono dalle indagini qualitative. Il PMI manifatturiero a gennaio ha superato la soglia di espansione (50,4 da 48,5 di dicembre) e ha continuato a salire a febbraio (52). Anche secondo i giudizi derivanti dai direttori degli acquisti delle imprese dei servizi le condizioni sono diventate più favorevoli (51,2 a gennaio da 49,9 di dicembre, 51,6 a febbraio). Inoltre, il clima di fiducia delle imprese manifatturiere a gennaio è cresciuto a 102,8 da 101,6 del mese precedente, rimanendo poi stabile a febbraio.

Questi andamenti discordanti riflettono il ciclo economico particolarmente altalenante. Alcune indicazioni segnalano prospettive produttive più positive di quanto emerso nell'ultima parte del 2022, come mostra per esempio il miglioramento nei giudizi e nelle attese delle imprese della manifattura sulla produzione e sugli ordini (Grafico 5). Altre indicano, però, lentezza nella ripresa, posticipando alla fine dell'anno in corso, se non al 2024, una crescita più vigorosa, quando la discesa dei prezzi dell'energia, il rientro delle pressioni inflazionistiche e il venire meno dell'impatto negativo ritardato del rialzo dei tassi sulle variabili reali (si veda il Focus 3) potranno dare più impulso all'attività industriale.

## Grafico 5 Tiene l'industria italiana, attese sulla produzione favorevoli

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



1° trimestre 2023 = media gennaio-febbraio per i saldi delle risposte delle imprese manifatturiere, dato di gennaio per produzione industriale.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.



## EXPORT



2023  
**+1,6%**

2024  
**+2,3%**

**Commercio estero atteso in forte rallentamento** Nello scenario CSC, le esportazioni italiane di beni e servizi, dopo la forte espansione nel 2022 (+9,4%), rallenteranno bruscamente al +1,6% nel 2023 e +2,3% nel 2024, tornando sui ritmi medi di crescita del periodo pre-Covid.

Le importazioni, cresciute in doppia cifra nel 2022 (+11,8%), registreranno una frenata ancora più accentuata, al +1,9% nel 2023 e al +2,2% nel 2024.

Il rallentamento delle vendite all'estero è dovuto all'indebolimento del contesto internazionale, soprattutto in Europa e negli Stati Uniti. La frenata della domanda interna, specialmente per investimenti, e delle stesse esportazioni, porrà un freno alle importazioni che, quest'anno, avranno comunque una dinamica superiore all'export.

**Robusti gli scambi di beni** Molto positiva, nell'ultimo anno, la performance dell'export di beni, nonostante la forte incertezza del contesto internazionale, generata dall'invasione russa in Ucraina e dalle tensioni tra Stati Uniti e Cina, e le persistenti strozzature lungo le *supply chain* internazionali.

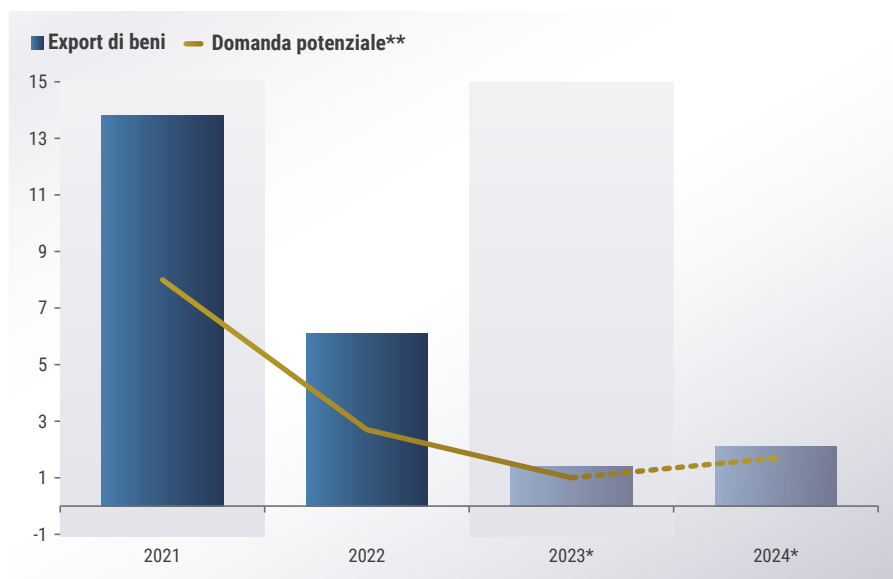
Le imprese esportatrici italiane hanno dimostrato grande resilienza agli shock e capacità di cogliere le opportunità generate dalle condizioni eterogenee e in veloce cambiamento nei mercati internazionali, facendo leva su alcuni punti di forza strutturali: una base manifatturiera rafforzata, una profonda diversificazione nei prodotti e lungo le filiere internazionali di produzione, un miglioramento competitivo nei costi e, soprattutto, nella composizione qualitativa dell'export (si veda il Focus 4).

Hanno giocato un ruolo importante anche fattori temporanei, come il deprezzamento dell'euro che ha spinto le vendite italiane soprattutto nei mercati extra-europei, e la performance eccezionale di alcuni settori, come il farmaceutico e i prodotti petroliferi raffinati, connessa alle attuali emergenze (produzione di farmaci anti-Covid, riduzione delle forniture russe).

Nel complesso, la crescita delle vendite italiane all'estero è stata maggiore di quella degli altri principali paesi europei e della propria domanda potenziale, cioè dell'aumento delle importazioni nei paesi di destinazione dell'export italiano. Nel 2022 l'export di beni italiano si è avvicinato ai 600 miliardi di euro, superando ampiamente, anche in volume, i livelli pre-Covid del 2019.

### Grafico 6 L'export di beni in linea con la sua domanda potenziale

(Italia, tassi di crescita a prezzi costanti)



\* Previsioni CSC.

\*\* La dinamica della domanda potenziale è una media ponderata della crescita dell'import dei paesi esteri, in base al loro peso come destinazione dell'export italiano.

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



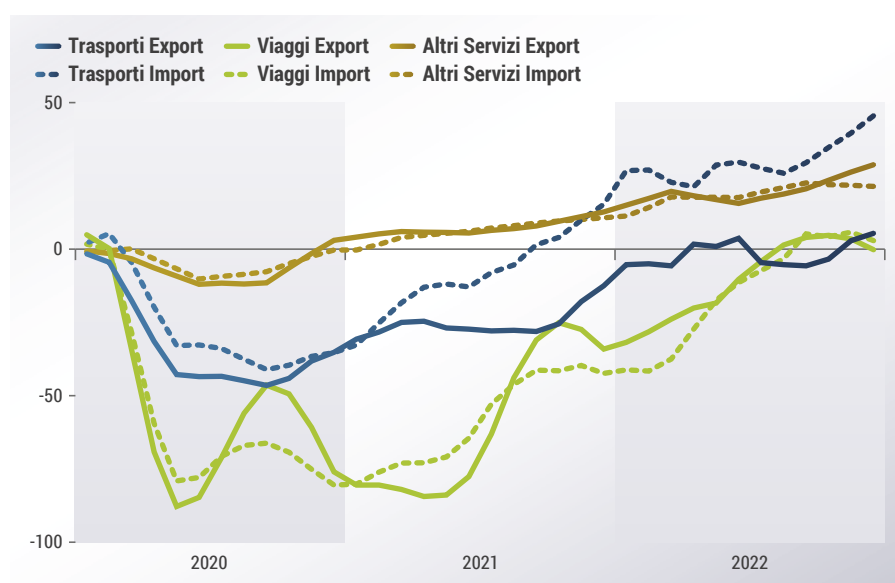
In prospettiva, la domanda potenziale è attesa rallentare fortemente nel biennio previsivo, per la frenata degli scambi mondiali e soprattutto di quelli in Europa e USA, che sono destinazione della maggior parte delle vendite italiane all'estero. La domanda debole e l'esaurirsi dell'effetto del cambio (che è risalito dai minimi di fine settembre ed è ipotizzato stabile nello scenario CSC) limiteranno la dinamica dell'export di beni nel biennio previsivo (Grafico 6).

**Export di servizi sopra i livelli pre-Covid** L'export di servizi ha compiuto un balzo del +28,4% nel 2022, a prezzi costanti, colmando interamente il gap che ancora lo separava dai livelli pre-Covid.

È stato sostenuto dal forte rimbalzo dei viaggi internazionali, tornati anch'essi sui valori del 2019: +83,2% i flussi in entrata di turismo estero e +79,5% quelli in uscita di turismo italiano all'estero. Il surplus alla voce "viaggi", nella bilancia dei pagamenti, è così tornato ai livelli precedenti la pandemia (oltre +17 miliardi di euro; Grafico 7).

### Grafico 7 Gli scambi di servizi hanno recuperato il livello pre-Covid

(Dati in valore, medie mobili a 3 mesi, var. % sullo stesso periodo del 2019)



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

Anche l'export di servizi di trasporto è risalito sui livelli pre-Covid, sebbene in questo comparto abbia giocato un ruolo rilevante l'aumento dei prezzi (connesso a quello dei carburanti). I maggiori costi hanno inciso soprattutto dal lato dell'import (per esempio, nei noli marittimi), anche a causa della perdita di quote di mercato dei vettori italiani. Di conseguenza, si è ampliato il deficit nel settore dei trasporti (da -10 miliardi nel 2019 a oltre -17 miliardi nel 2022).

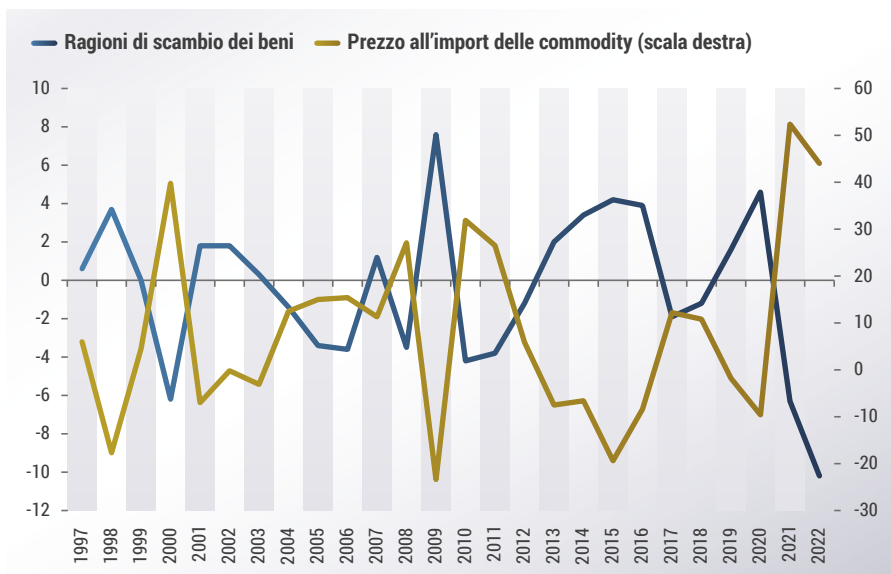
Infine, i flussi negli altri servizi (alle imprese, finanziari, informatici ecc.) hanno registrato una risalita più veloce, tornando sopra i livelli pre-Covid già a inizio 2021 e mostrando una crescita in linea con quella dell'export di beni.

Nello scenario CSC, l'export di servizi, pur avendo esaurito la fase di recupero con tassi di crescita a doppia cifra, registrerà un'espansione robusta nel biennio previsivo (sopra al +3% medio annuo), anche grazie alle buone prospettive per il turismo.

**I prezzi dell'energia pesano sui conti con l'estero** Il balzo dei prezzi delle materie prime energetiche e di altre commodity e, allo stesso tempo, l'indebolimento dell'euro, hanno provocato fortissimi rincari dei prezzi (in euro) delle commodity importate e di conseguenza un netto peggioramento delle ragioni di scambio italiane (il rapporto tra deflatori dell'export e dell'import di beni, cioè il rapporto tra prezzi all'export e all'import), di oltre il 10% nel 2022, la variazione negativa più ampia in oltre 25 anni (Grafico 8).

## Grafico 8 Ragioni di scambio giù per i rialzi delle commodity

(Italia, indice di prezzo  
e deflatori degli scambi, var. %)



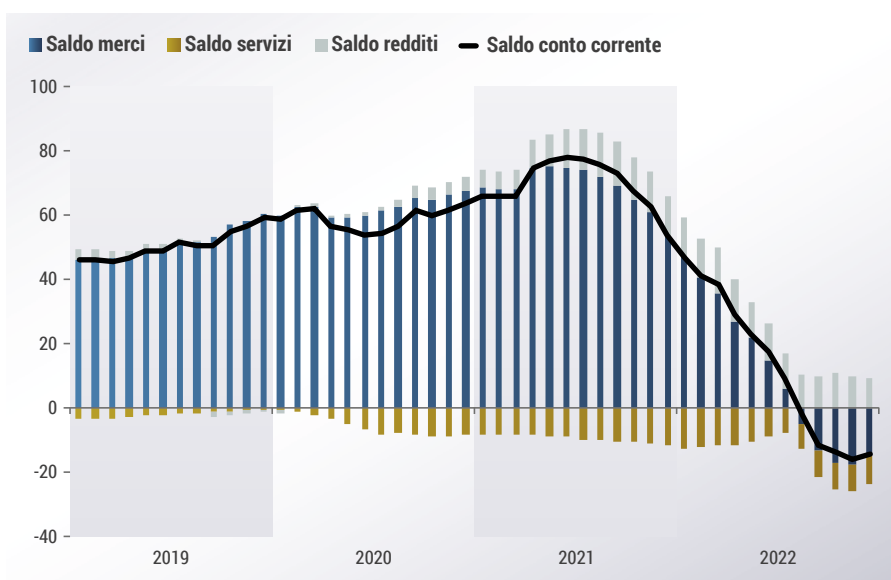
Le ragioni di scambio di beni sono definite dal rapporto tra deflatore dell'export e deflatore dell'import.  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati OCSE e ISTAT.

L'effetto prezzi, insieme a una dinamica molto robusta delle importazioni in volume (sostenuta dalla crescita degli investimenti italiani), ha provocato una caduta in territorio negativo del saldo commerciale nel 2022 (-15 miliardi di euro, pari al -0,8% del PIL), per la prima volta dal 2011.

Il saldo delle partite correnti ha seguito la stessa dinamica di quello commerciale, dato che il deficit nei servizi è stato compensato da un surplus alla voce "redditi dall'estero" (Grafico 9).

## Grafico 9 Il deficit commerciale ha spinto in negativo il saldo corrente

(Miliardi di euro, cumulati sui 12 mesi)



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

Nello scenario CSC, il parziale rientro dei prezzi delle commodity e la stabilizzazione del cambio permetteranno un miglioramento delle ragioni di scambio nel 2023-24, che però non compenserà le perdite registrate nel biennio 2021-2022.

Di conseguenza, il saldo commerciale e quello delle partite correnti risulteranno gradualmente, tornando a valori lievemente positivi alla fine del biennio previsivo.

Infine, la posizione patrimoniale netta dell'Italia con l'estero, che si è ridotta nel 2022 (+5,5% del PIL nel 3° trimestre, da +8,1% a fine 2021) a causa dei saldi negativi, tenderà a stabilizzarsi nel biennio, su valori comunque positivi.

## OCCUPAZIONE (ULA)



2023  
**+0,4%**

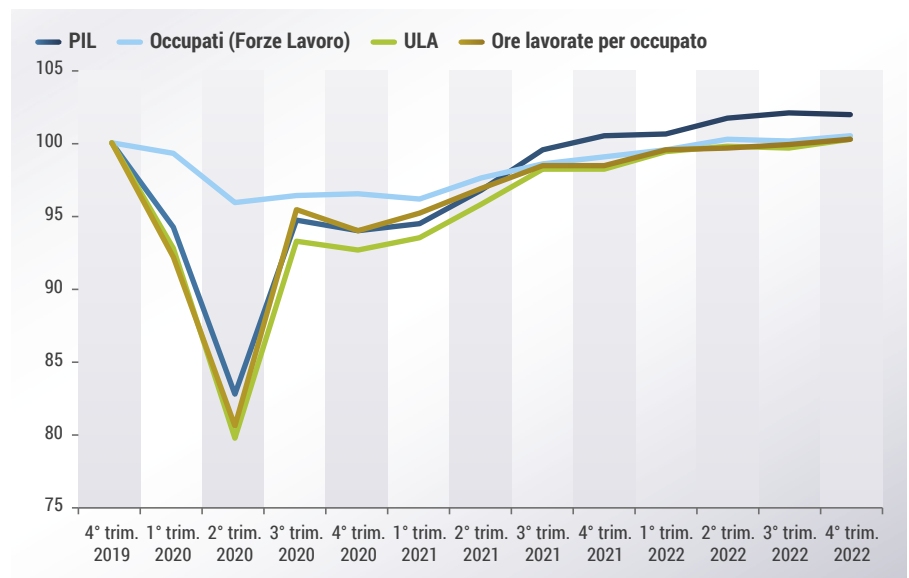
2024  
**+0,8%**

### Grafico 10 La risalita del lavoro rimane sotto a quella del PIL

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

## 3. L'occupazione

**Input di lavoro a ritmo smorzato** La dinamica dell'input di lavoro utilizzato, in termini di unità di lavoro equivalenti a tempo pieno (ULA), si è appiattita nella seconda metà del 2022, di pari passo al PIL (Grafico 10). È attesa restare agganciata al ritmo di crescita dell'attività economica anche quest'anno (+0,4%) e rimanervi un po' sotto l'anno prossimo (+0,8%). Il *gap* tra risalita del PIL e delle ULA (e il conseguente guadagno in termini di produttività), che si è aperto da fine 2021, permarrà quindi anche nel 2023, principalmente perché l'intensità di lavoro nei servizi non tornerà sugli stessi livelli del pre-Covid. Il *gap* si amplierà un po' l'anno prossimo, quando si prevede comincino a manifestarsi nel sistema produttivo gli efficientamenti conseguenti a investimenti e riforme del PNRR.



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

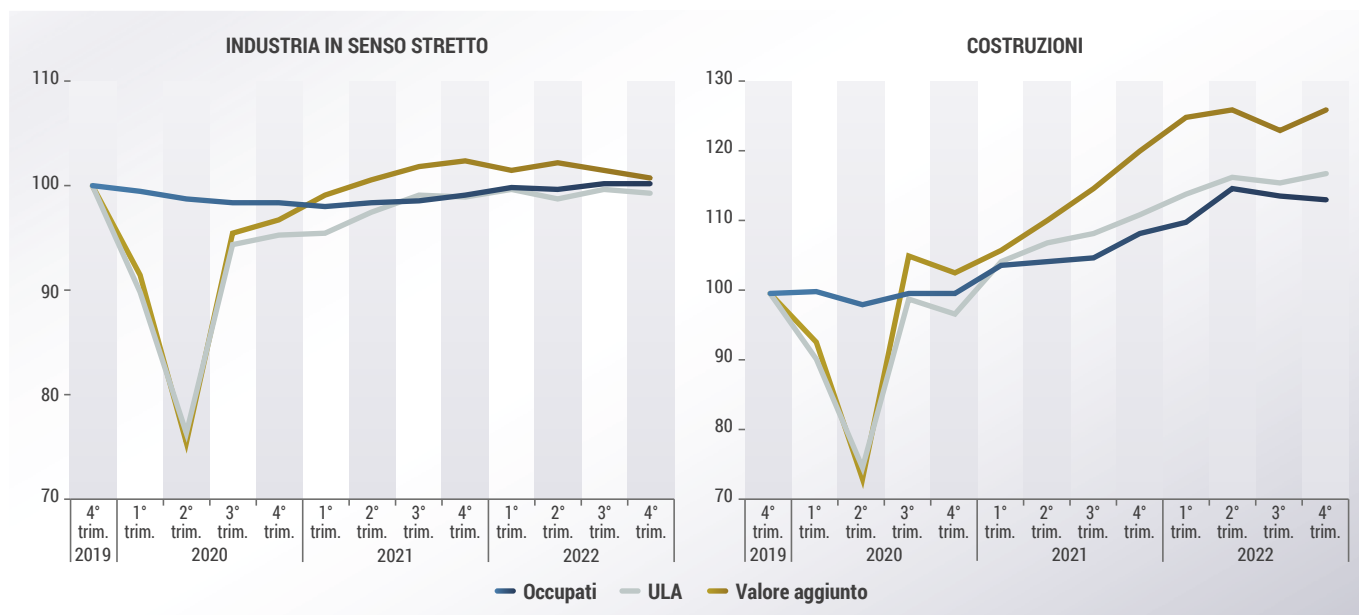
In termini di persone occupate, si prevede una dinamica nel biennio previsivo smorzata rispetto a quella delle ULA (+0,3% nel 2023 e +0,6% nel 2024), coerente con un lieve allungamento degli orari.

**Ampie differenze tra settori** In termini settoriali, si prevedono dinamiche parzialmente eterogenee per l'input di lavoro, a riflesso di quelle dei livelli di attività. Nell'industria in senso stretto, la contrazione della produzione registrata nella seconda parte del 2022 non si è tradotta in una contrazione delle ULA, che sono rimaste ancorate sui livelli pre-Covid (Grafico 11). Di converso, si prevede che quest'anno l'input di lavoro utilizzato possa aumentare tutt'al più a un ritmo in linea con il lieve aumento atteso per l'attività industriale. Nel 2024, sulla dinamica delle ULA inciderà positivamente il rafforzamento previsto per domanda di beni e produzione, ma essa sarà in parte attenuata da guadagni attesi in termini di produttività.

Nelle costruzioni, invece, ci si attende un ridimensionamento della forza lavoro utilizzata, a causa della contemporanea contrazione di investimenti e attività. Tuttavia, l'input di lavoro, che da inizio 2021 a metà 2022 non aveva tenuto il passo dello straordinario boom del settore (+11,5% le ULA nel 2° trimestre 2022 sul 1° 2021, contro il +18,9% del valore aggiunto), calerà a un ritmo più moderato rispetto ai livelli di attività, smorzando così parzialmente il balzo della produttività del lavoro misurata come rapporto tra prodotto e lavoro, che d'altronde su un così breve periodo non poteva essere pienamente sorretto da miglioramenti tecnologici. Nella seconda parte del 2022 la produttività ha già cominciato a flettere: -0,5% il rapporto tra valore aggiunto e ULA nel 4° trimestre 2022 sul 2°, dopo il +6,6% registrato da inizio 2021.

## Grafico 11 Tiene l'occupazione nell'industria, nonostante la frenata dell'attività

(Italia, 4° trimestre 2019=100)

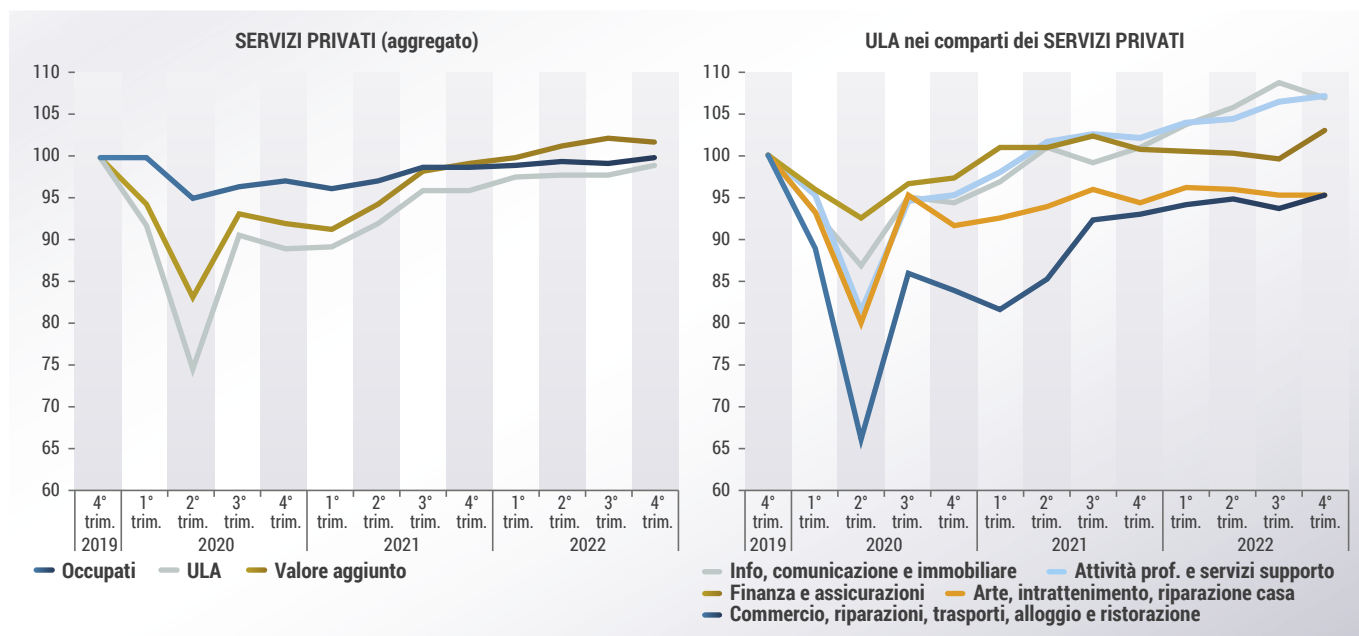


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Nell'aggregato dei servizi privati, la risalita dell'input di lavoro si è bloccata nella seconda metà del 2022, sui livelli pre-Covid in termini di persone occupate, ma sotto in termini di ULA (Grafico 12). Ciò a fronte di un'attività che, dopo aver recuperato a inizio 2022 il calo apertosi con la crisi sanitaria, ha continuato a crescere con slancio fino all'autunno. Ciò implica un calo dell'intensità di lavoro rispetto al pre-Covid.

## Grafico 12 Occupazione già ferma anche nei servizi

(Italia, 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Tale calo, andando ad analizzare più nel dettaglio i vari comparti, risulta ascrivibile a commercio, trasporti e alloggio/ristorazione (-1,0% le ULA nel 4° trimestre 2022 sul 4° 2019, +0,1% gli occupati, contro il +1,9% del valore aggiunto). In questo ampio comparto, quindi, che assorbe circa la metà della forza lavoro complessiva, sono calati gli occupati "per unità di prodotto" e si sono ridotte le ore lavorate pro-capite.

Guardando in avanti, nei servizi ci si attende che sarà più ampia l'onda lunga della crisi energetica, a causa di un ridimensionamento della domanda innescato da una ridotta capacità di spesa delle famiglie.

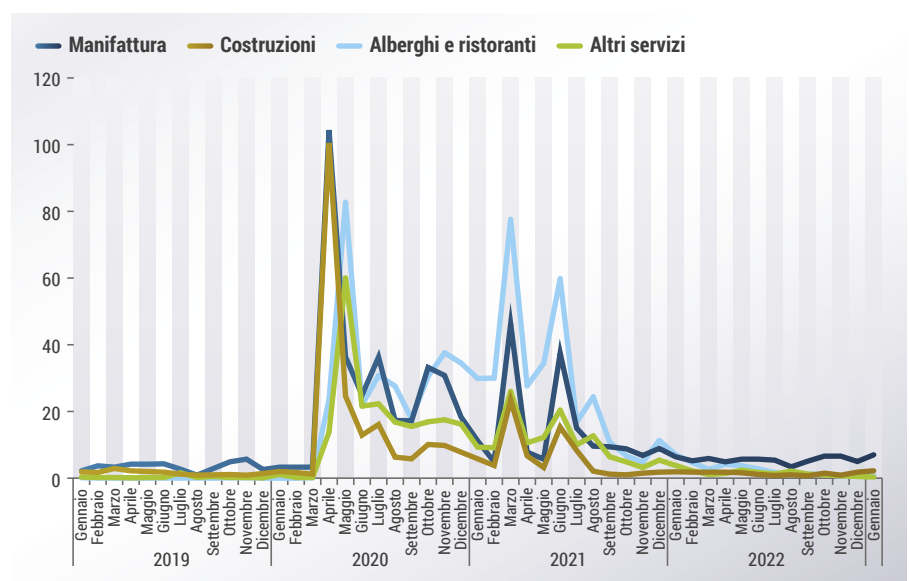
**Pochi segnali dalle richieste di CIG** Per integrare il quadro di analisi settoriale, si può guardare al numero di ore autorizzate di CIG al mese in diversi comparti, in rapporto alla dimensione del settore (misurata dal monte ore mediamente lavorate nel 2019). Dato che l'autorizzazione e l'utilizzo effettivo delle ore di CIG non sono necessariamente contemporanei (le imprese si possono, infatti, far autorizzare ore da utilizzare anche nei mesi successivi), la dinamica delle richieste può sia segnalare variazioni già in corso nell'intensità di utilizzo della forza lavoro, sia anticipare rallentamenti dell'attività previsti dalle imprese.

Nella manifattura, il rapporto tra ore autorizzate di CIG e monte ore lavorate è stato mediamente pari al 5,3% nel corso del 2022 (contro il 3,2% medio del 2019), senza oscillazioni rilevanti, oltre a quelle attese per fattori stagionali. Pare essersi mantenuto su questi livelli anche in entrata del 2023, stando al dato disponibile di gennaio. Non si rilevano, quindi, segnali di bruschi cambi nei livelli di produzione, o di aspettative su di essi, neanche guardando in avanti. D'altronde, il fatto che le richieste di CIG nella manifattura si siano mantenute su livelli al di sopra del pre-Covid, anche se il valore aggiunto ha più che recuperato, indica l'esistenza di comparti dove ancora vi è necessità di utilizzo della CIG, oltre che un diffuso atteggiamento di cautela generato dalle forti incertezze che hanno caratterizzato, e ancora caratterizzano, il contesto economico nazionale e globale.

In termini previsivi, almeno per il 2023, poiché le richieste di CIG non si sono sgonfiate, ci si attende una dinamica dell'input effettivo di lavoro (in termini di ULA) che sarà in linea con quella dei livelli di attività. Quando l'attività si rafforzerà nei prossimi mesi, però, la risalita dell'occupazione (in termini di teste) avverrà con ritardo, dato che l'allungamento degli orari potrebbe spiazzare i nuovi ingressi.

### Grafico 13 L'industria entra nel 2023 con richieste CIG sui livelli del 2022

(Ore autorizzate per settore in % del monte ore lavorate nel 2019; dati mensili grezzi)



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

## DISOCCUPAZIONE



2023  
8,2%

2024  
8,0%

Nelle costruzioni, l'incidenza delle autorizzazioni di CIG è stata molto bassa per tutto il 2022, intorno all'1,4%, molto vicino all'1,6% del 2019. Il fatto che i livelli di attività, seppure attesi in netto rientro, siano previsti mantenersi al di sopra di quelli pre-Covid, fa presagire che l'utilizzo della CIG rimarrà sui livelli fisiologici del settore.

Per quanto riguarda i servizi (incluso il comparto alberghi – ristoranti), il ricorso alla CIG si è quasi del tutto esaurito da metà 2022, dopo le impennate durante la crisi sanitaria e il successivo lento rientro (Grafico 13).

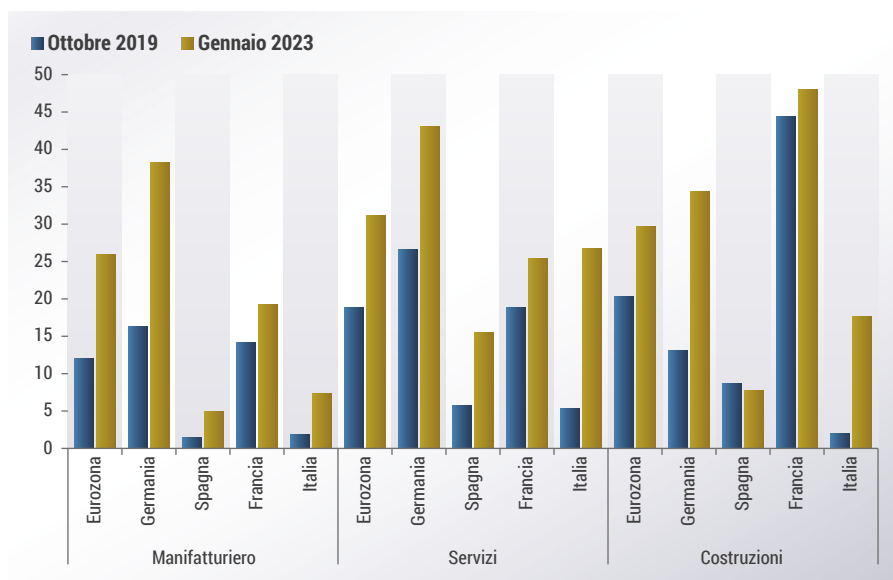
**Disoccupazione ancorata all'8,0% nel biennio** Il tasso di disoccupazione in Italia, in progressivo calo dai picchi raggiunti durante la crisi pandemica (10,1% a inizio 2021), è sceso al 7,9% a settembre scorso, valore su cui ha oscillato fino a gennaio 2023. Con un'occupazione pressoché ferma nei prossimi mesi, ma una forza lavoro in espansione, il tasso di disoccupazione risalerà leggermente, attestandosi poco sopra l'8,0%. Valore su cui rimarrà ancorato sia nella seconda parte del 2023, sia l'anno prossimo.

La forza lavoro è attesa in espansione dello 0,4% in media d'anno, sia nel 2023 sia nel 2024, con un'ulteriore crescita del tasso di attività. La partecipazione al mercato del lavoro sarà stimolata sia dalla crescita economica, sia dalle politiche di attuazione del Programma Nazionale Garanzia Occupabilità Lavoratori (GOL)<sup>3</sup>.

Un fattore che ha recentemente caratterizzato il mercato del lavoro italiano è la crescente difficoltà di reperimento di personale dichiarata dalle imprese (Grafico 14). Seppur ancora ridotta rispetto agli altri paesi europei, la quota di aziende che indicano la scarsità di manodopera come ostacolo alla produzione è cresciuta in maniera significativa rispetto al pre-Covid: 7,3% nella manifattura a gennaio 2023, da 1,8% a fine 2019; 26,7% nei servizi privati (ad eccezione del commercio), da 5,3%; 17,6% nelle costruzioni, da 2,0%. Si tratta di un fenomeno da tenere monitorato, e che potrebbe sia segnalare imminenti strozzature dal lato dell'offerta di lavoro, sia innescare pressioni salariali, almeno limitatamente ad alcune figure professionali più ricercate e/o in alcuni mercati locali del lavoro.

### Grafico 14 Scarsità di manodopera in aumento

(% imprese\*; dati trimestrali  
destagionalizzati)



\* Che indicano la scarsità di manodopera come ostacolo alla produzione.  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione europea.

<sup>3</sup> Secondo gli ultimi dati di monitoraggio dell'Anpal, del 31 gennaio 2023, il numero di partecipanti al programma GOL è pari a 827.853 persone. Si tratta di coloro che hanno presentato una dichiarazione di immediata disponibilità (DID) al lavoro e hanno ricevuto un assessment quali-quantitativo in un Centro per l'impiego, sottoscrivendo un patto di servizio personalizzato con l'individuazione di uno tra i quattro percorsi previsti nel GOL. Dei partecipanti complessivi, oltre la metà è inserita nel percorso 1 ("Reinserimento lavorativo"), che identifica le persone più vicine al mercato del lavoro.

## 4. Le retribuzioni e i prezzi

**Salari reali in recupero dal 2024** La dinamica delle retribuzioni di fatto pro-capite nell'intera economia italiana ha accelerato sensibilmente nel 2022, attestandosi al +3,7% (dal +0,3% nel 2021), ed è attesa mantenersi su un ritmo medio annuo simile a questo nel corso del biennio di previsione (+3,0% nel 2023 e +3,6% nel 2024). In termini reali, tuttavia, il recupero si registrerà solo a partire dall'anno prossimo (+1,3%). Dopo il -6,2% cumulato nel biennio 2021-2022, che ha eroso completamente i guadagni registrati negli anni precedenti (+5,4% tra il 2015 e il 2020), le retribuzioni di fatto pro-capite reali quest'anno sono, infatti, attese in ulteriore calo (-3,1%), a causa del solo parziale rientro della dinamica dei prezzi al consumo.

La dinamica retributiva media nell'intera economia è il frutto di andamenti molto differenziati tra settori. In quello pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale) anche nel 2023 la crescita salariale sarà sospinta dai rinnovi relativi alla tornata contrattuale 2019-2021. Sebbene questi si siano tutti conclusi nel 2022<sup>4</sup>, l'effetto complessivo sulle retribuzioni contrattuali (+6% circa su base annua) si manifesterà in larga parte nel 2023, dato che gli aumenti sono arrivati in busta paga non prima dello scorso maggio, con la firma del rinnovo nel comparto "apri-pista" delle Funzioni Centrali (Ministeri, Agenzie Fiscali, Enti pubblici non economici), e da ultimo a dicembre in quello della Sanità. Gli arretrati, sempre relativi al triennio 2019-2021, sono stati invece pagati in tutti i comparti del pubblico entro fine 2022, per un valore intorno al +5% delle retribuzioni di fatto pro-capite, che tuttavia si manifesterà con segno opposto nel 2023. Dato questo effetto meccanico negativo a valere su quest'anno, che in parte spiazzerà l'impatto dell'avanzamento di stipendi tabellari e indennità, si stima che la dinamica complessiva per il pubblico impiego scenderà al +1,5% nel 2023 (dal +5,2% nel 2022) e si attesterà su un ritmo lievemente inferiore l'anno prossimo. Tale previsione ingloba gli effetti delle risorse stanziare dalla Legge di Bilancio 2023 per il pagamento di anticipi ai dipendenti pubblici, già da quest'anno, sulla tornata contrattuale 2022-2024 (i cui rinnovi non saranno verosimilmente conclusi prima del 2025).

Nel settore privato, la dinamica delle retribuzioni di fatto nel 2022 (+3,9%) è stata al di sopra di quella delle contrattuali (+1,0%) per effetto di svariati fattori, come l'allungamento degli orari di lavoro, il pagamento (specie nel 1° semestre) di premi di risultato per la buona performance economica nel 2021 e l'erogazione (specie nel 2° semestre e con un picco verso fine anno) di *una tantum* ed erogazioni di *welfare*, spesso specificatamente volte a sostenere il potere di acquisto dei lavoratori a fronte dei rincari (temporanei) nelle bollette energetiche.

Nel biennio 2023-2024, la dinamica salariale nel settore privato sarà sostenuta da un'accelerazione delle retribuzioni contrattuali, che si smorzerà solo più avanti, sulla scia del rientro dell'inflazione. Il meccanismo di aggiustamento dei minimi tabellari definito tra le parti sociali nel 2009 e confermato nel 2018 prevede, infatti, che al momento del rinnovo di un CCNL gli aumenti delle retribuzioni contrattuali nei tre-quattro anni di vigenza dell'accordo siano definiti sulla base dell'inflazione attesa, con adeguamenti *ex-post* per eventuali scostamenti con l'inflazione effettiva. L'indice dei prezzi preso a riferimento è l'IPCA al netto degli energetici importati (IPCA-NEI), come stimato dall'ISTAT con aggiornamenti annuali, diffusi tra fine maggio e inizio giugno. Questo meccanismo implica, in generale, che le retribuzioni contrattuali inglobino con ritardo eventuali pressioni inflazionistiche al di sopra delle attese. Nel caso specifico di questa crisi energetica, implica che le retribuzioni riflettano nell'immediato rialzi

<sup>4</sup> CCNL per il personale pubblico non dirigenziale siglato il 9 maggio 2022 per il Comparto Funzioni Centrali, il 15 giugno 2022 per la Sanità, il 4 agosto 2022 per le Funzioni Locali, il 6 dicembre 2022 per Istruzione e Ricerca.



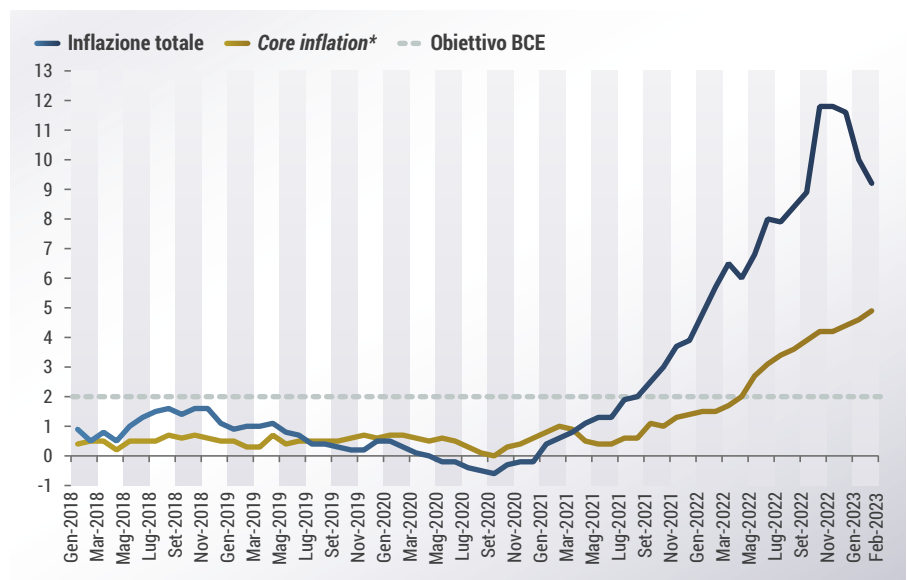
inferiori rispetto a quelli registrati dall'indice complessivo dei prezzi<sup>5</sup>. Ciò almeno fintanto che è la componente energetica a tirare su l'inflazione. Quando però i prezzi dell'energia cominciano a diminuire, come sta avvenendo in questi mesi, la situazione si ribalta, perché l'IPCA-NEI può risultare più alto dell'IPCA totale. A conti fatti, questo meccanismo è come se "spalmasse" su più anni le fiammate inflazionistiche innescate dal rincaro dell'energia.

Prendendo questo meccanismo di aggiustamento a riferimento sia nell'industria sia nei servizi privati e assumendo che entro l'anno sia rinnovato il CCNL del commercio (in attesa di rinnovo da fine 2019), si prevede una dinamica delle retribuzioni contrattuali nel settore privato tra il +6% e il +7% cumulato nel biennio 2023-2024.

Le retribuzioni di fatto avanzeranno a un ritmo più elevato, stimato intorno a un punto percentuale in più, in virtù di emolumenti non continuativi, sia quest'anno (più probabili se sostenuti dall'estensione degli incentivi al welfare sui livelli del 2022), sia l'anno prossimo, anche grazie al previsto rafforzamento dell'attività economica.

**Inflazione alta, ma in calo** La dinamica dei prezzi al consumo in Italia ha finalmente virato al ribasso a partire da dicembre 2022, scendendo al +9,1% annuo a febbraio 2023, un valore ancora molto elevato (Grafico 15). Ciò avviene dopo l'ascesa rapida nel corso del 2021 e 2022, fino a valori record (+11,8% a ottobre e novembre scorso). La variazione già acquisita per la media del 2023 è pari al +5,4%.

**Grafico 15**  
**Inflazione in Italia:**  
**iniziato il percorso di riduzione**  
(Dati mensili, variazioni % a 12 mesi, indice NIC)



\* Al netto di energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

## INFLAZIONE



Nello scenario CSC, che incorpora un prezzo del gas stabile ai valori di inizio anno, l'inflazione continuerà a frenare durante tutto il 2023, arrivando poco sopra l'obiettivo del +2,0% a fine anno. In media, si attesterà al +6,3% (in calo da +8,1% nel 2022): si tratta di una revisione al rialzo di +2,0 punti rispetto allo scenario CSC di ottobre. Nel 2024, l'inflazione è attesa in ulteriore frenata, ma molto meno ampia rispetto a quest'anno, portandosi al +2,3% in media.

Questa previsione di un'inflazione in discesa, rapida quest'anno, più lenta nel prossimo, è basata sull'effetto netto di vari fattori, alcuni di segno opposto.

<sup>5</sup> Nel 2022, infatti, a fronte di un +8,7% dell'IPCA totale e di un +51,3% dei prezzi al consumo dell'energia, l'indice dei prezzi IPCA al netto dell'energia ha registrato un +4,5%, in linea con l'IPCA-NEI stimato dall'ISTAT il 3 giugno 2022 (alzato rispetto al +1,0% previsto un anno prima, il 4 giugno 2021).



Il *driver* principale del ribasso nel 2023 è il progressivo venir meno (già iniziato a fine 2022) dell'impatto del precedente rincaro di petrolio e gas sulla variazione (a 12 mesi) dei prezzi al consumo energetici.

Il nuovo rafforzamento dell'euro sul dollaro (+8,1% annuo a marzo da ottobre 2022) alleggerisce in Italia l'inflazione "importata" tramite materie prime (e input intermedi) acquistati dall'estero. Questo tende a frenare la dinamica dei prezzi al consumo nel Paese. Per il 2023, l'ipotesi incorporata nello scenario CSC comporta un ulteriore apprezzamento dell'euro (+1,6%). Ciò amplia i benefici per i prezzi della prevista flessione delle quotazioni di petrolio e gas.

I dati qualitativi mostrano che le attese dei consumatori italiani sui prezzi sono divenute "ribassiste" da fine 2022, fino a un minimo di -9 a febbraio 2023 (saldo delle risposte, sui 12 mesi), dopo che erano salite a un picco di +51 a marzo dello scorso anno, sulla scia della guerra in Ucraina. Anche le attese delle imprese industriali sui propri prezzi di vendita si sono decisamente moderate da ottobre 2022, con il ribasso del gas, ma restano "rialziste": +18 a febbraio 2023, da un picco di +54 nell'aprile 2022. Negli ultimi mesi, quindi, si è creata una forbice tra le aspettative di famiglie e imprese, che avvalorava l'ipotesi che i prezzi *core* continueranno a essere sostenuti mentre il totale rallenta.

La domanda dei consumatori si era molto rafforzata nella parte centrale del 2022, ma si è di nuovo indebolita a fine anno ed è stimata fragile in avvio di 2023. Inoltre, l'attività economica in alcuni settori dell'industria è stata frenata dallo shock energetico nel 2022. Ciò potrebbe contribuire a moderare gli effetti di *second round* dei precedenti rincari di energia e altre commodity sui prezzi domestici.

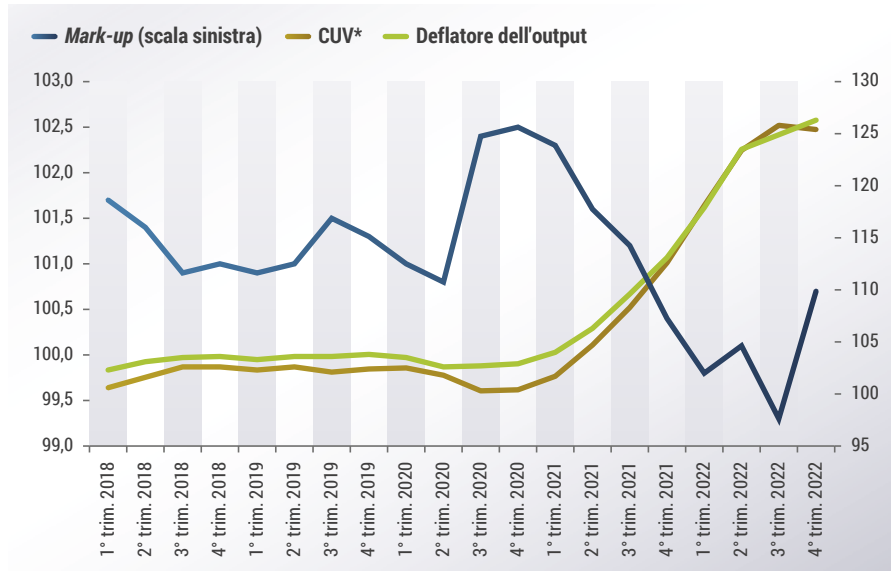
**I prezzi core accelerano** Negli ultimi mesi, come previsto dal CSC, risentendo con il tradizionale ritardo delle pressioni inflazionistiche a monte, la dinamica dei prezzi *core* (esclusi energia e alimentari) in Italia ha continuato gradualmente ad accelerare, arrivando al +4,9% annuo a febbraio. La dinamica di questi prezzi resta più bassa in Italia rispetto all'Eurozona (+5,6%). Questo riflette il fatto che in Italia le imprese hanno inizialmente assorbito di più nei propri margini i rincari delle materie prime e ora il trasferimento a valle è ritardato rispetto agli altri partner europei. Per questo, si ipotizza che l'inflazione di fondo in Italia resti su ritmi significativi sia nel 2023, che nel 2024.

In Italia, la dinamica dei prezzi è salita molto per i servizi: +4,4% annuo a febbraio 2023 (da +1,8% un anno prima). I rincari nei servizi di trasporto, che risentono più direttamente del costo dei carburanti, si stanno moderando, pur restando ancora elevati (+6,3% da un picco di +8,9%). Viceversa, continuano a rincarare i servizi ricreativi-culturali (+6,1% da +4,6%) e quelli dei servizi relativi all'abitazione (+3,4% da +1,5%).

I prezzi al consumo dei beni industriali hanno accelerato ancora di più: +5,6% a febbraio, da +1,1% un anno prima. I maggiori rincari si registrano per i beni non durevoli (+7,0% da +1,0%). Tale dinamica ha seguito al rialzo, con qualche ritardo e con un ritmo inferiore, quella dei corrispondenti prezzi alla produzione per i beni di consumo (+12,0% annuo a dicembre 2022, sul mercato interno). Il persistente differenziale tra questi prezzi (al cancello della fabbrica e alla cassa del supermercato) sembra riflettere una lieve erosione dei margini nelle attività di distribuzione al consumatore, che quindi "assorbono" parte dei rincari.

Per l'aggregato della manifattura, i dati su costi e margini fotografano una prima moderazione del costo degli input a fine 2022 (-0,5% nel 4° trimestre), dopo il fortissimo aumento registrato da fine 2020 (+30,8% al 3° trimestre 2022), a causa dei rincari delle commodity soprattutto energetiche. A fronte dei maggiori costi, le imprese italiane hanno progressivamente rialzato i prezzi di vendita: +22,7% da fine 2020; tale rialzo è stato concentrato soprattutto nella prima parte del 2022, per il caro-energia, mentre ha rallentato negli ultimi due trimestri. Il risultato netto è che i margini operativi delle imprese hanno recuperato a fine 2022, ma restano erosi, in aggregato: -1,4% in media nel 2022 (Grafico 16).

**Grafico 16**  
**Mark-up nella manifattura**  
 (Italia, dati trimestrali)



\* Costi variabili per unità di prodotto: media ponderata di deflatore dell'input e Clup.  
 Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT (CN trimestrale).

L'aumento dei prezzi di vendita delle imprese italiane è più pronunciato per i beni intermedi (+12,6% annuo a dicembre), rispetto a quelli di consumo e, soprattutto, rispetto a quelli strumentali (+7,5%). Per questo e per il diverso peso dei costi delle materie prime nei vari settori, l'andamento dei margini industriali nel 2022 non è stato uniforme. Tendono, naturalmente, ad essere più sotto pressione i settori in cui è maggiore l'incidenza dell'energia sui costi totali (si veda il Focus 5).

**Energia in calo, alimentari no** I prezzi energetici al consumo in Italia stanno rallentando in misura significativa (+28,2% annuo a febbraio 2023, da un picco di +71,1% a ottobre 2022), sebbene non rapida come il crollo del prezzo internazionale del gas. Questa frenata spiega interamente la riduzione dell'inflazione totale in tale periodo (il contributo dell'energia è sceso a 2,8 punti, da un massimo di 7,2; ovvero, al 31% dell'inflazione dal 71%). I prezzi dell'energia in Italia (carburanti per i trasporti, elettricità e gas per la casa) stanno seguendo, infatti, il ribasso di petrolio e gas con un breve ritardo. Così come avevano seguito i rincari precedenti, anche se l'intensità degli aumenti al consumatore finale è stata smussata dagli interventi di *policy*.

Nello scenario CSC, nel 2023 il Brent, tradotto in euro, scende del 19%, mentre il gas del 57%. Nel 2024, il petrolio registrerà un ulteriore calo del 6%, mentre il gas è ipotizzato costante. In questo contesto, la variazione a 12 mesi dei prezzi energetici al consumo in Italia continuerà a rallentare gradualmente nel corso del 2023: a fine anno dovrebbe scendere vicino allo zero. Nel corso del 2024 la dinamica dei prezzi energetici finali dovrebbe divenire di poco negativa.

I prezzi alimentari hanno accelerato molto e, a differenza di quelli energetici, non stanno frenando (picco di +13,2% annuo a febbraio 2023). Dalle materie prime alimentari (in particolare le quotazioni dei cereali) è venuta una forte spinta al rincaro nella prima parte del 2022 e la successiva moderazione è stata parziale, non repentina come avvenuto per il gas.

In base all'ipotesi CSC di una flessione limitata per le commodity agricole nella media del 2023 e poi di un andamento quasi piatto nel 2024 (quindi su livelli ancora elevati), la dinamica dei prezzi al consumo alimentari in Italia dovrebbe rallentare progressivamente nel corso del 2023, tendendo ad azzerarsi entro il prossimo anno. Dunque, il contributo dei prezzi alimentari all'inflazione totale (pari al momento a 2,4 punti) dovrebbe via via scemare nell'orizzonte previsivo.

L'inflazione nell'Area euro è stimata dalla Commissione europea a +6,1% nel 2023 e a +2,6% nel 2024. Quindi, la dinamica dei prezzi in Italia dovrebbe risultare poco sopra quella dell'Eurozona nel 2023 (+0,2 punti). Nel 2024 dovrebbe aversi invece un differenziale negativo, con l'inflazione italiana più bassa (-0,3 punti).

**Si moderano anche i deflatori** Lungo tutto il 2022 è rimasto un ampio e inedito divario tra l'inflazione misurata sui prezzi al consumo e il deflatore dei consumi delle famiglie, stimati dall'ISTAT con metodi diversi. La prima è stata costantemente più alta: +0,7 punti percentuali nel 4° trimestre. Il motivo risiede nei cambiamenti in corso d'anno nelle abitudini di spesa delle famiglie italiane che, a fronte del balzo dei prezzi, si sono spostate, soprattutto quelle meno abbienti, verso acquisti di beni meno costosi (discount): ciò non viene colto dal NIC, calcolato su un paniere di beni e servizi fissato a inizio anno.

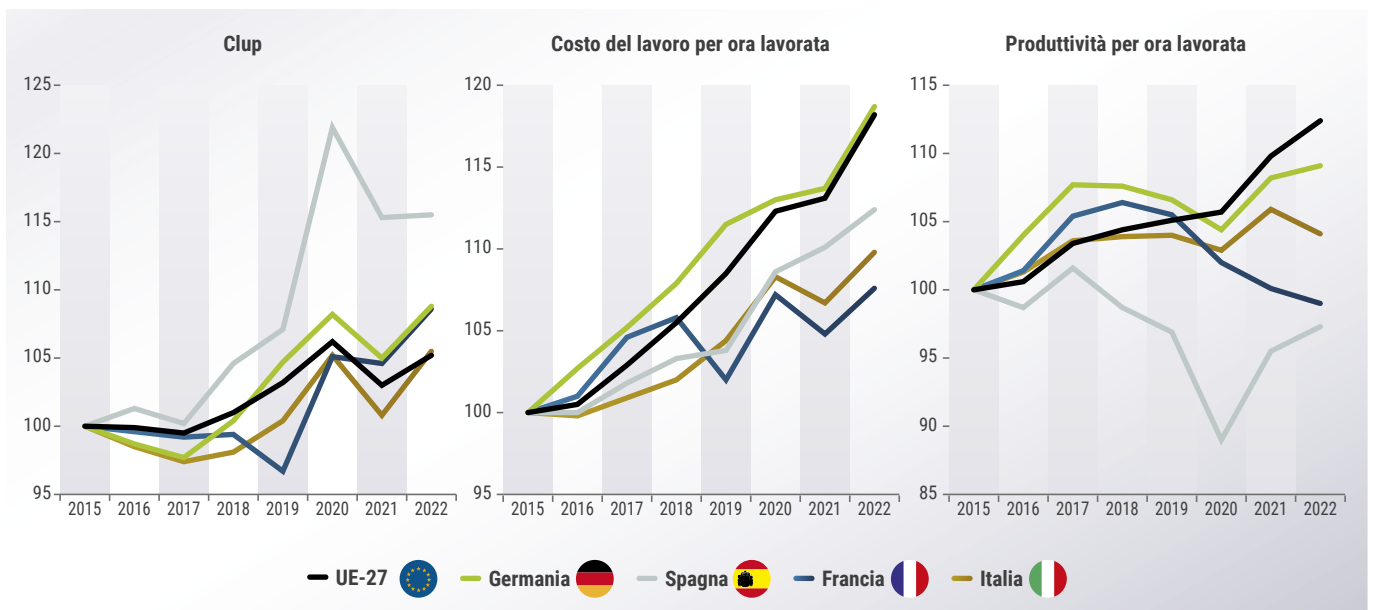
Il deflatore del PIL in Italia (che è calcolato a partire dal deflatore dei consumi), nello scenario CSC registrerà nel 2023 una dinamica (+4,3%) decisamente più bassa di quella dei prezzi al consumo; ciò anche per effetto delle minori variazioni dei prezzi delle altre componenti della domanda. Nel 2024, il deflatore del PIL (+2,0%) resterà, di poco, più basso rispetto all'inflazione: il *gap* tra prezzi al consumo e deflatore dei consumi è atteso quasi annullarsi, l'andamento dei prezzi delle altre componenti resterà più contenuto.

**Clup industriale in aumento** Il Clup nel manifatturiero italiano è cresciuto del +4,7% nel 2022, più che in altre economie europee (+3,6% nell'industria tedesca, +3,8% in quella francese, +2,1% in media nella UE-27). A fronte di una dinamica più contenuta del costo del lavoro per ora lavorata (+2,9% contro il +4,4% in Germania), la competitività dell'industria italiana è stata penalizzata da un più ampio calo della produttività (-1,7%).

Il deterioramento della competitività in termini di Clup nel 2022 ha eroso, ma non annullato, il miglioramento registrato dal 2015 rispetto ai principali competitor europei, che rimane significativo sia rispetto a Germania e Francia sia, e ancor più ampio, rispetto alla Spagna. Quest'ultima penalizzata soprattutto dalla dinamica della produttività del lavoro, già in calo prima della crisi pandemica (Grafico 17).

**Grafico 17**  
**Manifatturiero italiano: qualche guadagno di competitività accumulato dal 2015**

(Clup e sue componenti, indici 2015=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Nel biennio 2023-2024 il Clup in Italia sarà spinto verso l'alto dal rafforzamento della dinamica salariale, che avverrà un po' in ritardo rispetto alla fiammata inflazionistica, anche in virtù del meccanismo di aggiustamento delle retribuzioni contrattuali descritto sopra. Per contenere il rialzo del Clup sarà, quindi, cruciale l'andamento della produttività, che tuttavia è attesa in espansione solo l'anno prossimo, condizionatamente al manifestarsi dei primi effetti degli investimenti e delle riforme attuati con il PNRR.

## 5. La finanza pubblica

**Deficit pubblico in riduzione** Nello scenario CSC l'indebitamento netto della pubblica amministrazione si attesta al 4,9% del PIL nel 2023 e al 4,2% nel 2024 (Tabella 2). Lo scostamento rispetto a quanto previsto dalla Nota di aggiornamento al DEF (NaDEF) di novembre e poi nel quadro programmatico governativo della Nota Tecnica Illustrativa di gennaio (4,5% quest'anno e 3,7% il prossimo) è guidato principalmente da tre fattori: la revisione dei criteri di contabilizzazione dei crediti di imposta per agevolazioni edilizie ceduti, conseguenti alla recente revisione da parte di Eurostat dei criteri di contabilizzazione<sup>6</sup>; l'aumento consistente dei tassi di rendimento dei titoli di Stato e, quindi, della spesa per interessi sul debito pubblico; l'impatto dell'alta inflazione sui consumi pubblici.

### DEFICIT PUBBLICO/PIL



2023  
4,9%

2024  
4,2%

**Tabella 2**  
**Il quadro della finanza pubblica**  
(Valori in % del PIL)

	2021	2022	2023	2024
Indebitamento della PA	9,0	8,0	4,9	4,2
Entrate totali	48,3	48,8	49,5	48,2
Uscite totali	57,3	56,8	54,4	52,4
Pressione fiscale	43,4	43,5	43,5	43,2
Saldo primario	-5,5	-3,7	-0,1	0,5
Debito della PA	149,8	144,7	142,9	143,4

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

**Rilevante la revisione contabile sui crediti d'imposta** A febbraio Eurostat, infatti, ha chiarito che la cedibilità di alcuni crediti d'imposta (Superbonus, bonus facciate ecc.) comporta la contabilizzazione degli stessi come "maggiori spese". Se cedibili, i crediti sono da considerarsi esigibili nella loro interezza e quindi imputabili nell'anno in cui sorge l'obbligazione. La non esigibilità, viceversa, implica la registrazione dei crediti come detrazioni ("minori entrate", nei conti pubblici) nel corso degli anni di effettiva fruizione dell'agevolazione fiscale.

Tale revisione contabile impatta fortemente sul deficit pubblico, perché le misure coinvolte hanno registrato negli ultimi anni un diffuso utilizzo: secondo il monitoraggio di ENEA, a fine 2022 erano pari a quasi 69 miliardi di euro le detrazioni a carico dello Stato per il solo Superbonus<sup>7</sup>. Proprio sulla base di tali dati, già nella NaDEF il Governo aveva elevato a 110 miliardi l'impatto finanziario complessivo delle agevolazioni edilizie, inizialmente stimato a 33,6 miliardi (Tabella 3).

Con la riclassificazione contabile, gli effetti finanziari di Superbonus, bonus facciate e ristrutturazioni edilizie sono dunque imputati tra le maggiori spese e, in particolare, nei contributi agli investimenti per il periodo 2020-2023; di contro, sono annullate le rispettive minori entrate inizialmente ripartite fino al

<sup>6</sup> Eurostat, con il "Manuale sul deficit e sul debito 2022", fornisce risposta alla richiesta di parere avanzata dall'ISTAT nel 2020 in merito alla corretta classificazione dei crediti di imposta. Ciò ha determinato la riclassificazione contabile del Conto economico delle Amministrazioni pubbliche lo scorso 1° marzo.

<sup>7</sup> Secondo l'ultimo "Report mensile dell'ENEA", le detrazioni a carico dello Stato ammontano a 75,4 miliardi a fine febbraio 2023.

2036. L'ISTAT ha perciò rivisto in forte rialzo l'indebitamento netto nel 2021 e nel 2022, rispettivamente al 9,0% e all'8,0% del PIL (da 7,2% e 5,6% precedentemente indicati).

**Tabella 3**  
**Effetti finanziari della revisione contabile sulle agevolazioni edilizie**

(Valori in miliardi di euro)

	Totale	2020	2021	2022	2023	2024	2025-2036
<b>Stanziamenti iniziali per il totale agevolazioni edilizie</b>	33,6	0,0	0,6	2,7	5,4	7,0	17,9
cumulato			0,6	3,2	8,7	15,7	33,6
<b>Stanziamenti per il Superbonus (report ENEA, dic-2022)</b>	68,7	0,0	1,1	5,4	11,1	14,4	36,6
cumulato			1,2	6,6	17,8	32,1	68,7
<b>Aggiornamento stima su stanziamenti totali* (NaDEF 2022)</b>							
Vecchia classificazione (minori entrate) (A)	110,0	0,1	1,8	8,7	17,8	23,0	58,6
cumulato			1,9	10,6	28,4	51,4	110,0
Nuova classificazione (maggiori spese) (B)	102,2	2,4	36,5	53,2	10,0**	-	-
cumulato			38,9	92,2	102,2	-	-
<b>Impatto della revisione contabile sul deficit (A-B)</b>	7,8	-2,3	-34,7	-44,5	7,8**	23,0	58,6

\* Include gli stanziamenti per il Superbonus, bonus facciate e ristrutturazioni edilizie.

\*\* In assenza di DL 11/23 le maggiori spese sul 2023 sarebbero state pari a 17,8 miliardi. I 7,8 miliardi in meno sono l'impatto stimato dal CSC del blocco della cedibilità.

Fonte: elaborazioni e ipotesi Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, ENEA e documenti governativi.

Sebbene sia probabile un intervento governativo in merito al blocco della cessione dei crediti, si ipotizza un minor utilizzo delle misure a seguito delle modifiche sulla disciplina dei cd. bonus edilizi, come previsto dal DL 11/2023. Di conseguenza, per il 2023 la stima CSC a legislazione vigente prevede che il blocco della cedibilità a febbraio 2023 possa portare a un risparmio per l'anno in corso pari a 7,8 miliardi; quindi, la maggiore spesa per il 2023 anziché essere di 17,8 miliardi come stimata dalla NaDEF, è ipotizzata di 10 miliardi.

Per il 2024, si attende un miglioramento del deficit pari a circa 23 miliardi derivante dall'annullamento delle minori entrate previste in origine, mentre non si registreranno ulteriori maggiori spese.

Tuttavia, non ne derivano nuovi spazi per manovre espansive, trattandosi solo di effetti contabili. Inoltre, dato che si tratta di una discrepanza tra registrazioni di cassa e competenza delle spese, tra l'altro già effettuate, le variazioni impattano soltanto sul deficit e non sul debito pubblico.

**A peggiorare il deficit è l'aumento della spesa per interessi** Come indicato in seguito (par. 6 e 7), la politica monetaria restrittiva della BCE ha aumentato i tassi, provocando un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato (oltre il 4,0% per il BTP). I titoli italiani, che già scontavano un differenziale di rendimento rispetto al Bund di 170-180 punti base, potrebbero mantenere un divario simile anche nel 2023 e nel 2024. In quest'ultimo anno, è probabile che i tassi rimarranno fermi o caleranno, se le previsioni di inflazione indicheranno un rientro verso il target della BCE.

Nello scenario CSC, si attende un incremento di quasi 1,4 punti del rendimento dei titoli di Stato nel 2023 rispetto all'anno precedente, con una spesa aggiuntiva per interessi di oltre 8 miliardi tra titoli che giungono in scadenza e spesa per rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione. Complessivamente, la spe-

sa per interessi è stimata a 96 miliardi nel 2023 e a quasi 98 miliardi nel 2024, pari al 4,8% e 4,7% del PIL nei due anni di previsione (dal 4,4% del 2022).

**Sostenuta la crescita delle entrate** Nello scenario CSC, le entrate complessive si attestano al 49,5% del PIL nel 2023 e al 48,2% nel 2024, registrando una dinamica positiva nel biennio di previsione imputabile (come visto prima) alla recente riclassificazione contabile dei crediti d'imposta.

I dati di monitoraggio sul 2022 hanno confermato il buon andamento delle entrate, per il venir meno di proroghe, sospensioni e rateizzazioni dei versamenti decisi con i decreti emergenziali nel biennio 2020-21, e per effetto dell'incremento dei prezzi al consumo. Le entrate tributarie contabilizzate al Bilancio dello Stato sono cresciute complessivamente di 48,5 miliardi rispetto al 2021 (+9,8%). Nel dettaglio, le imposte dirette sono aumentate di 26,2 miliardi (+9,7%), trainate per lo più dal gettito IRES, e le imposte indirette di 22,3 miliardi (+9,8%), grazie al forte aumento del gettito dell'IVA, sia da scambi interni che da importazioni.

Nello scenario di previsione, le entrate tributarie crescono ancora significativamente quest'anno (+6,0%, dopo il +7,4% del 2022), meno il prossimo (+1,9%), attestandosi rispettivamente al 30,0% e al 29,6% del PIL. In particolare, le imposte dirette crescono nel 2023 (+1,5%), e nel 2024 (+2,0%); le imposte indirette aumentano sensibilmente quest'anno (+9,8%), per effetto combinato di maggiore inflazione, minori consumi e interventi contro il caro-energia, meno il prossimo (+2,9%). I contributi sociali crescono nel 2023 del 3,4%, registrando un rallentamento rispetto al 2022 (+6,1%) dovuto al taglio contributivo per i lavoratori dipendenti e alla proroga degli esoneri contributivi a favore di giovani e donne, così come stabiliti nell'ultima Legge di Bilancio. Nel 2024 i versamenti contributivi tornano a crescere a un ritmo più sostenuto (+5,2%).

La pressione fiscale e contributiva rimane ferma al 43,5% del PIL nel 2023 per scendere al 43,2% nel 2024: in termini nominali, aumenta del 5,2% quest'anno e del 2,9% il prossimo.

**Spesa pubblica in rientro** La spesa pubblica è stimata al 54,4% del PIL nel 2023 e poi in flessione al 52,4% nel 2024. Le misure contro il caro-energia adottate fino a marzo (per complessivi 11,6 miliardi), la revisione contabile dei crediti d'imposta e il forte aumento della spesa per interessi spiegano le maggiori spese per quest'anno. Si conferma il percorso di rientro dal picco raggiunto nel 2021, quando la spesa aveva toccato il 57,3% del PIL<sup>8</sup>.

La spesa corrente primaria è stimata al 44,2% del PIL nel 2023 e in calo al 43,1% nel 2024; in termini monetari, cresce quest'anno (+3,5%), meno il prossimo (+0,8%) per il venir meno delle misure contro il caro-energia adottate fino a marzo. I redditi da lavoro crescono nel biennio di previsione (rispettivamente del +2,4% e del +1,9%) per effetto della dinamica positiva delle retribuzioni e dell'occupazione del settore pubblico, più marcata quest'anno. I consumi intermedi sono attesi in aumento nel 2023 (+4,5%) per effetto dell'aumento dei prezzi e in riduzione nel 2024 (-0,9%), per la fine delle misure emergenziali. In aumento la spesa pensionistica indicizzata all'inflazione.

La spesa in conto capitale è stimata in forte riduzione quest'anno (-25,2%) e il prossimo (-10,9%), in virtù dell'esaurirsi della maggiore spesa per contributi agli investimenti, dovuta alla riclassificazione contabile delle agevolazioni edilizie.

Infine, stando agli ultimi dati disponibili sul portale di monitoraggio REGIS, non sembrano esserci state nuove revisioni di spesa programmata del PNRR, rispetto a quanto previsto nella NaDEF di novembre. Tuttavia, ad oggi non è

<sup>8</sup> Prima della recente revisione contabile sui crediti d'imposta, la spesa pubblica aveva toccato il picco storico nel 2020 (al 56,8% del PIL).



## DEBITO PUBBLICO/PIL



2023  
142,9%

2024  
143,4%

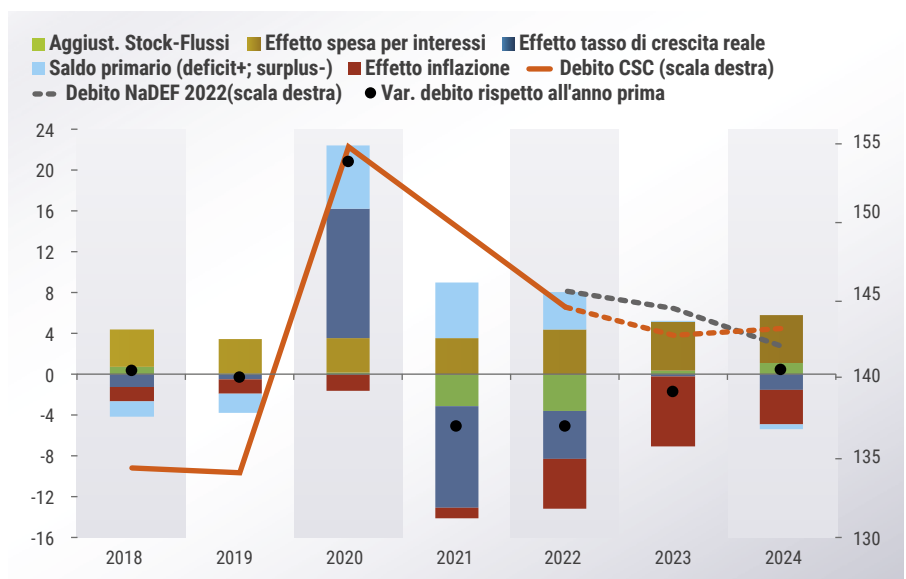
### Grafico 18 L'elevata spesa per interessi fa risalire il debito pubblico nel 2024

(Valori in % di PIL)

possibile stabilire se tutte le risorse programmate nel 2022 siano poi state effettivamente spese secondo il programma.

**Il debito pubblico resta alto** Il debito pubblico in rapporto al PIL è stimato al 142,9% nel 2023, in calo di 1,8 punti rispetto al 2022 (Grafico 18). Nel 2024 è previsto aumentare di 0,4 punti, fino al 143,4%. Rispetto alla dinamica indicata dalla NaDEF, in cui il debito calava gradualmente fino al 142,3% nel 2024, nello scenario previsivo del CSC agiscono almeno due fattori:

- la spesa per interessi aumenta considerevolmente per i già citati effetti di rinnovo di titoli in scadenza (*roll-over*) e per le nuove emissioni indicizzate all'inflazione, ma nel 2023 è pienamente compensata dal contributo positivo dell'inflazione alla riduzione del debito pubblico;
- a riduzione del debito pubblico, interviene proprio la cosiddetta componente "effetto inflazione" che erode lo stock di debito, specialmente nel 2023. Infatti, il tasso di interesse implicito sul debito pubblico è inferiore al tasso di inflazione. Nel 2024, tuttavia, l'effetto inflazione si dimezza e la scarsa crescita reale associata a un irrisorio avanzo primario non riesce a compensare la spesa per interessi, determinando una leggera risalita del debito.



Per il 2022 la NaDEF prevedeva un debito pubblico che si è rivelato a consuntivo più basso.  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Banca d'Italia.

Il contributo al debito della componente di "aggiustamento stock-flussi" è quasi tutto ascrivibile agli effetti di contabilizzazione degli incentivi edilizi; specularmente, parte del disavanzo è costituito proprio dagli effetti della riclassificazione contabile di tali incentivi.

**Restrittiva l'intonazione della politica di bilancio** Salvo imprevisti, a gennaio 2024 sarà riattivato il Patto di Stabilità e Crescita e non è ancora chiaro se verrà adottata la nuova proposta della Commissione europea. Nonostante permanga la possibilità di qualche variazione rispetto alla proposta attuale, i tradizionali parametri del 3% di deficit sul PIL e del 60% di rapporto tra debito pubblico e PIL rimarranno validi (giacché sono inseriti nei trattati e quindi difficilmente modificabili). Allo stato attuale e con un debito in crescita, l'Italia potrebbe incontrare difficoltà nel rispettare le regole fiscali europee.

Perciò, alla luce delle prospettive economiche deboli, sebbene in ripresa, e in un contesto di inflazione che resta elevata, seppur in calo, gli spazi di manovra sul 2024 saranno limitati.

## 6. Il credito per le imprese

**Credito in rapida frenata** La dinamica dei prestiti bancari alle imprese in Italia si è bruscamente fermata a fine 2022 (+0,1% annuo a gennaio 2023), dopo aver accelerato molto nella prima metà dell'anno scorso (picco di +4,8% in agosto; Grafico 19). Un andamento molto volatile, non caratteristico del credito, dovuto al peculiare contesto economico, incerto e rapidamente mutevole. I prestiti hanno frenato dopo l'estate nei servizi e nel manifatturiero, settori nei quali stavano crescendo di più; viceversa, hanno accelerato nelle costruzioni.

### Grafico 19 Prestiti alle imprese: improvviso stop

(Italia, variazioni % annue\*, dati mensili)



\* Corretto per l'effetto di cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti.  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

Il profilo del credito nel 2022 ha coinciso con quello del prezzo del gas, con il picco in agosto e la successiva discesa sotto i valori pre-guerra. Dunque, il ricorso delle imprese al credito sembra strettamente connesso al maggior fabbisogno di liquidità a causa del caro-energia, che ha richiesto esborsi di cassa superiori al normale.

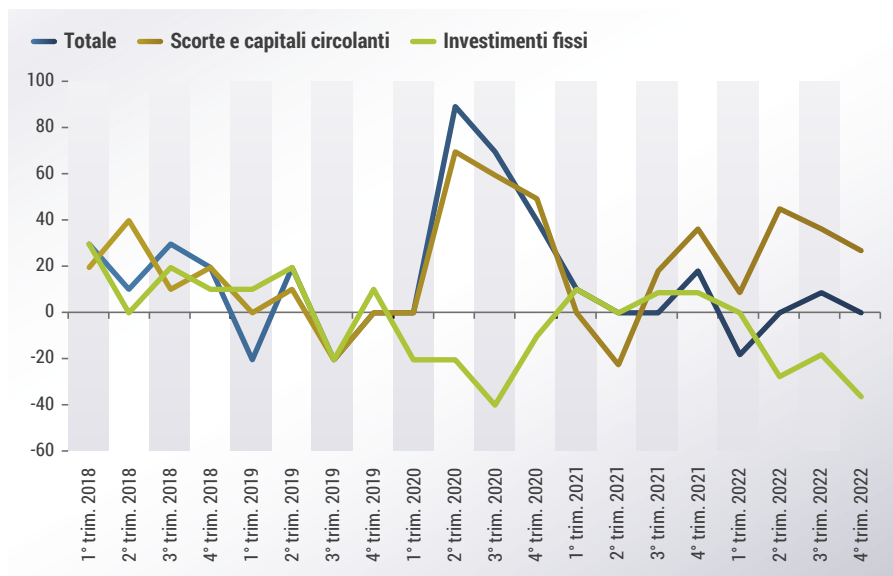
L'indagine Banca d'Italia conferma tale ipotesi. Segnala che la domanda delle imprese, nel complesso, è stata sostanzialmente stabile nel corso del 2022. Ma questo nasconde forti movimenti al suo interno. Le richieste di fondi per scorte/capitale circolante, quindi per coprire esigenze di liquidità, hanno rallentato nella seconda metà del 2022 dopo il balzo nel 2° trimestre, ma continuano a crescere. Calano, invece, le richieste di fondi per finanziare nuovi investimenti (Grafico 20). Coerentemente, l'indagine indica che sta aumentando la domanda di fondi di breve termine, mentre si riduce quella per il lungo termine.

Questa indagine mostra, inoltre, che nel corso del 2022 si è avuta una stretta, progressivamente più forte, nei criteri di accesso al credito per le imprese. Il fattore principale che ha peggiorato l'offerta è stato il ribasso delle attese sull'economia e su specifici settori. Hanno contribuito anche i maggiori rischi percepiti dalle banche sulle garanzie, i problemi di dotazione di capitale, quelli di raccolta sui mercati e di liquidità, sebbene con un'ampiezza molto inferiore a quella della crisi del 2011-12. Ha pesato lo stop alle misure espansive della BCE, in particolare su acquisti di titoli e prestiti straordinari agli istituti (par. 7).



## Grafico 20 Domanda di credito: per la liquidità, non per investire

(Italia, imprese, indagine BLS, dati trimestrali)



Variazione della domanda di prestiti negli ultimi tre mesi.

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

L'irrigidimento dell'offerta nel 2022 è consistito, secondo i dati qualitativi, soprattutto nell'aumento dei tassi pagati dalle imprese, ma sono cresciuti anche oneri aggiuntivi, richieste di garanzie, limiti alle scadenze. Nella seconda metà dell'anno è segnalata anche una stretta sull'ammontare dei prestiti.

L'indagine ISTAT (sul solo manifatturiero) conferma che la quota di aziende che non ottengono i prestiti richiesti è aumentata nel corso del 2022, fino al 7,8% a settembre (da 4,5% a fine 2021), ma poi si è moderata nel 4° trimestre (5,6%). Tali dati confermano anche un accesso al credito molto meno favorevole: -34,0 il saldo delle risposte delle imprese a dicembre, da -4,8 un anno prima. In particolare, la quota di imprese che ottiene credito solo a condizioni più onerose è cresciuta al 42,9% (da 7,3%). Quindi, una parte significativa delle imprese industriali ha credito più costoso e più scarso.

Nel 2022 la liquidità disponibile in azienda, rispetto alle esigenze operative, è stata significativamente erosa, relativamente ai valori pre-crisi appena recuperati nel 2021, scendendo di nuovo sotto tali livelli. La riduzione di tale indicatore è avvenuta perché è cresciuto il fabbisogno di risorse liquide, mentre il valore dei depositi rimaneva praticamente fermo. La situazione non è grave come nel 2020, ma va tenuta sotto controllo.

Resta un divario settoriale in termini di liquidità: nei settori dei beni di consumo la situazione è più difficile, rispetto a quelli intermedi e agli strumentali. Ciò potrebbe dipendere dalle maggiori difficoltà delle imprese dei settori "a valle" in termini di margini. Dunque, queste aziende potrebbero avere più esigenza di credito, a breve, per aumentare le loro dotazioni liquide.

**Prospettive: domanda e offerta di credito** La dinamica dei prestiti è attesa debole nel 2023 e 2024. La domanda, meno alimentata dal caro-energia, dovrebbe però essere sostenuta dalla ripartenza dell'economia. Sull'offerta influiscono, in prospettiva, sia fattori positivi che negativi. C'è il rischio di rimanere in uno scenario di offerta troppo selettiva e domanda parzialmente insoddisfatta, tanto da non sostenere adeguatamente l'attività economica.

Dopo il cruciale rafforzamento dei bilanci di impresa realizzato in Italia nel decennio pre-pandemia (misurato, ad esempio, da una maggiore quota del capitale sul passivo), si è avuto un netto peggioramento nel 2020 a causa del nuovo debito bancario accumulato, ma poi subito un deciso miglioramento nel 2021. Nel 2022 molte imprese, tendenzialmente quelle operanti nei settori

più energivori, hanno di nuovo avuto bisogno di maggiore liquidità e quindi di accrescere ancora l'indebitamento, nonostante fosse *ex-ante* consigliabile contenerlo: questo mostra che, a fronte di continui shock nello scenario economico, è cruciale che l'offerta di credito bancario resti ampia.

A tal fine, misure per il credito e la liquidità sulla falsariga di quelle varate nel 2020 (garanzie del Fondo per le PMI, moratorie sui debiti bancari), potrebbero ancora risultare importanti per una quota di imprese, in particolare nella prima parte del 2023. Queste misure possono favorire l'offerta di credito, come confermano i dati qualitativi dell'indagine Banca d'Italia: mostrano un significativo allentamento nel 2° trimestre 2020, in piena pandemia, quando furono allargate le garanzie pubbliche sul credito bancario alle imprese.

I fattori positivi per l'offerta di credito sono tre, strettamente legati.

1. Le sofferenze bancarie stanno proseguendo il trend di riduzione, nonostante il contesto economico difficile: 17 miliardi di euro a gennaio 2023, da 22 a fine 2021. Il flusso di nuovi prestiti deteriorati è aumentato nel 3° trimestre 2022, ma di poco, restando su valori moderati (1,7% dello stock), grazie al fatto che l'economia italiana è rimasta in crescita in tale periodo. Al contenimento delle sofferenze contribuisce il proseguire delle cartolarizzazioni di prestiti, che escono dai bilanci bancari, sebbene più limitato rispetto agli anni precedenti (8,1 miliardi nel 2022, erano stati 33,8 nel 2019).
2. Il rischio per le banche (e quindi per i prestiti) di dovere effettuare forti rettifiche su crediti resta limitato. Anche perché le stesse banche, intanto, hanno già deciso maggiori accantonamenti, alzando il tasso di copertura. Il fatto che l'economia italiana abbia evitato, o limitato al minimo, la temuta "correzione al ribasso" tra fine 2022 e inizio 2023 e poi sia attesa in ripartenza, fa prevedere che i rischi sui crediti in essere resteranno bassi.
3. La redditività bancaria è aumentata nel 2022, in modo marcato. Le rettifiche su crediti, appunto, sono rimaste stabili (in passato, erano state il principale fattore negativo) e il maggiore livello dei tassi ha favorito un aumento del margine di interesse. Ciò ha più che compensato la frenata dell'attività di negoziazione e l'aumento dei costi operativi.

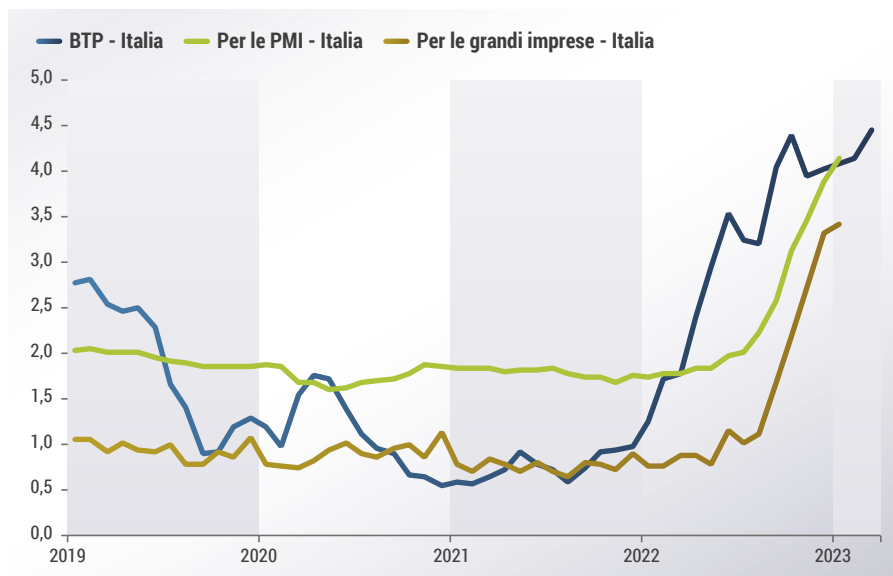
Il fattore negativo è uno, ma rilevante. I rendimenti sovrani italiani sono ulteriormente aumentati da inizio anno (con uno spread su quelli tedeschi quasi invariato), su valori molto elevati a seguito della forte risalita già nel 2022: 4,48% medio a marzo 2023 il BTP decennale, da 0,97% a dicembre 2021. Questo rialzo inizialmente ha seguito quello dei tassi USA, poi è stato sostenuto dalla fine degli acquisti BCE di titoli e dai rialzi dei tassi ufficiali nell'Eurozona (si veda par. 7).

I maggiori tassi sul BTP hanno impatti sfavorevoli per le banche italiane, che tipicamente si riverberano poi sulle condizioni di offerta di credito: primo, tendono ad alzare il costo della raccolta bancaria; secondo, nella misura in cui sono calati i prezzi di mercato dei titoli pubblici, si è ridotto il valore effettivo del portafoglio degli istituti, generando potenziali perdite per svalutazioni e anche un indebolimento nel calcolo dei coefficienti di patrimonializzazione. Portafoglio bancario di titoli che nell'ultimo anno è diminuito al valore nominale, ma resta ampio (381 miliardi a gennaio 2023, da 405 a fine 2021), per cui potenzialmente "pericoloso" per la solidità degli istituti.

**Costo del credito in aumento** I tassi pagati dalle imprese italiane sono tradizionalmente correlati all'andamento del BTP e del tasso BCE, per cui hanno subito un forte aumento nel 2022, come atteso già nello scenario CSC di ottobre (Grafico 21).

## Grafico 21 Il rialzo dei tassi di riferimento fa impennare il costo del credito

(Tassi di interesse, valori %, dati mensili)



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

A gennaio 2023, il tasso per le PMI sulle nuove operazioni è arrivato a 4,15% (da 1,75% a fine 2021), quello per le grandi imprese a 3,42% (da 0,89%). Dunque, siamo già a +2,50 punti, in media.

Il costo del credito sembra destinato a salire ancora, data l'ipotesi di ulteriori rialzi della BCE nel 2023 e di un rendimento sovrano in lieve risalita addizionale (4,50% a fine anno). Nello scenario CSC, i tassi per le imprese in Italia aumenteranno di poco sopra i valori attuali entro il 2023.

Questo rincaro, complessivamente pari a quasi +3,0 punti, peggiora la situazione finanziaria delle aziende, perché accresce il peso degli oneri finanziari. Dunque, potrebbe pesare sul flusso di nuovi investimenti (si veda il Focus 6).

## 7. Lo scenario internazionale

**Il rallentamento dei paesi avanzati pesa sul commercio mondiale** Nel 2023 lo scenario internazionale è atteso beneficiare di un allentamento di alcune tensioni che hanno caratterizzato il 2022: dai rincari dei prezzi, soprattutto energetici, alle pressioni sulle catene di fornitura. Se dal lato dell'offerta i vincoli appaiono quindi meno stringenti, la domanda mondiale è vista in indebolimento, a causa dei rallentamenti che riguarderanno i paesi avanzati. È prevista in rafforzamento, invece, la crescita degli emergenti.

Permangono rischi al ribasso, anche se attenuati, soprattutto legati all'evoluzione della guerra e alle tensioni economico-politiche tra le due principali potenze economiche (USA e Cina).

Le più recenti previsioni delle istituzioni internazionali vedono per quest'anno un netto rallentamento del ciclo economico mondiale, che però registrerà un recupero nel prossimo.

Nel 2022 il commercio mondiale ha realizzato un aumento (+3,2%) in linea con il ritmo di crescita medio annuo degli ultimi venti anni (+3,3%). Tale dinamica positiva è stata raggiunta nonostante il conflitto russo-ucraino, i blocchi produttivi in Cina dovuti alla politica zero-Covid e i conseguenti colli di bottiglia in alcune catene di fornitura globali. Si caratterizza per una crescita concentrata nei due trimestri centrali dell'anno e una brusca riduzione nel 4° (-2,1%).

## COMMERCIO MONDIALE



**Tabella 4**  
**Le esogene internazionali**  
**della previsione**  
(Variazioni %)

	2021	2022	2023	2024
Commercio mondiale	10,3	3,2	2,0	3,0
PIL - Stati Uniti	5,6	2,1	0,7	1,6
PIL - Area euro	5,2	3,5	0,5	1,2
PIL - Paesi emergenti	6,4	3,9	4,1	4,5
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	71	101	83	78
Prezzo del gas (Europa)	47	124	50	50
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,18	1,05	1,07	1,07
Tasso FED effettivo <sup>3</sup>	0,08	1,68	4,75	3,38
Tasso BCE <sup>3</sup>	0,00	0,58	3,44	3,19

<sup>1</sup> Brent, dollari per barile; <sup>2</sup> livelli; <sup>3</sup> valori %.

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

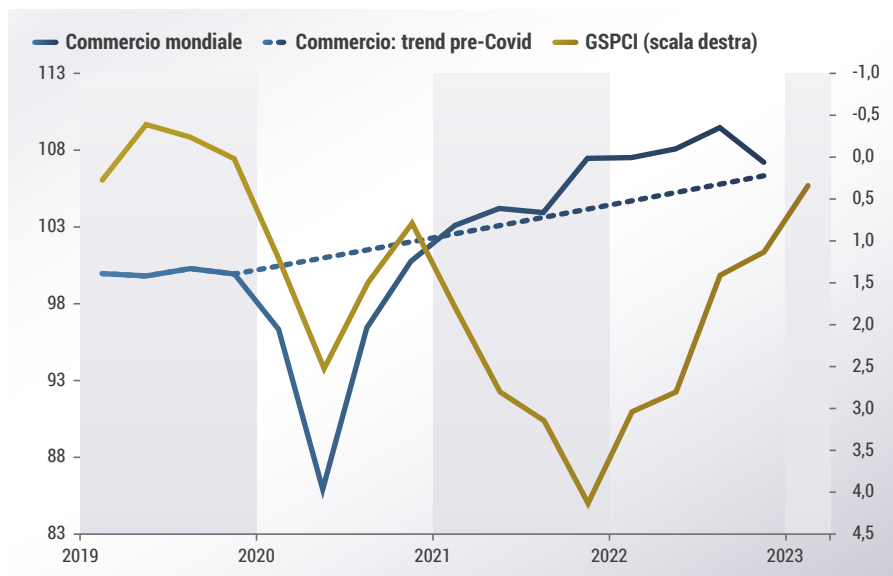
Gli scambi mondiali hanno mostrato una forte resilienza anche al conflitto esploso nel 2022. Il venir meno di importanti attori della fornitura mondiale di materie prime e intermedi cruciali, come il gas, l'argilla, il grano e i fertilizzanti, ha comportato una riorganizzazione delle forniture, attraverso fornitori alternativi o sostituzioni di prodotto, nei limiti del possibile, che ha contribuito a sostenere la dinamica degli scambi. In questo modo il commercio mondiale, nel corso dell'ultimo anno, ha potuto superare il sentiero di crescita pre-pandemia (Grafico 22). L'allentamento delle tensioni nelle catene globali di fornitura è ben visibile nella dinamica del *Global Supply Chain Pressure Index*<sup>9</sup>, un indice che integra una serie di indicatori, che spaziano dal costo di trasporto alle difficoltà logistiche, al *sentiment* degli operatori, con l'obiettivo di fornire una sintesi delle potenziali strozzature delle catene di fornitura globali. Dall'indice composito emerge una forte e continua riduzione delle tensioni, segnalando che le pressioni sulla catena di approvvigionamento globale sono in normalizzazione. Anche l'abbandono della politica zero-Covid da parte delle autorità cinesi ha contribuito molto alla stabilizzazione delle condizioni degli scambi globali.

Nonostante le minori pressioni sulle catene di fornitura, emergono segnali di debolezza nella dinamica degli scambi per i primi mesi dell'anno. L'indice dell'attività portuale di container - *RWI/ISL Container Throughput Index* - a gennaio segna un forte rallentamento, principalmente nei porti del Nord Europa. Segnali non completamente negativi provengono dalla componente ordini esteri globale del PMI manifatturiero che, sebbene sia rimasta da marzo 2022 sotto la soglia neutrale, segnalando quindi contrazione, nel 1° bimestre del 2023 mostra una riduzione nel ritmo di caduta degli ordini.

<sup>9</sup> L'indice è una misura pluridimensionale della pressione globale sulle catene di approvvigionamento, considerando congiuntamente: il *Baltic dry index*, rappresentativo del costo di trasporto e noli marittimi delle materie prime secche, l'*indice Harpex*, che guarda ai tassi di spedizione dei container, il costo del trasporto aereo lungo una serie di rotte, unito anche agli indicatori qualitativi dei PMI (*Purchasing Managers' Indices*) per le principali economie globali. Si veda, Benigno G., di Giovanni J., Groen J., Noble A.I., "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n. 1017, maggio 2022.

## Grafico 22 Verso un ritorno alla normalità del commercio mondiale

(Dati trimestrali in volume,  
indice 2019=100, Global Supply Chain  
Pressure Index\* asse invertito)



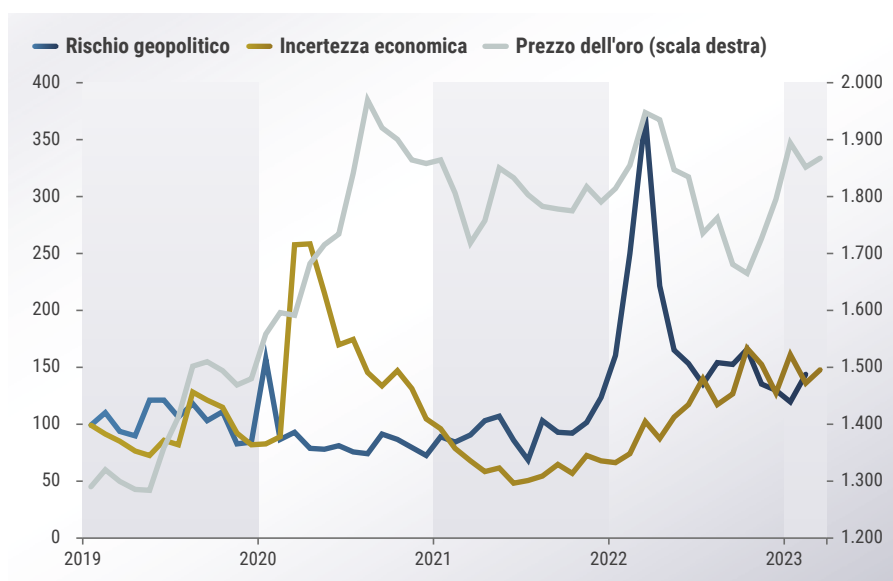
\* Si veda nota 9, 1° trimestre 2023: gennaio-febbraio.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB e Federal Reserve Bank of New York, Global Supply Chain Pressure Index, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview>

Gli indicatori di incertezza permangono su livelli elevati, sebbene al di sotto dei picchi registrati nel corso degli ultimi tre anni (Grafico 23). Ciò ha fortemente influito sugli investimenti diretti esteri nel mondo: nei primi tre trimestri del 2022, secondo una stima OCSE-UNCTAD, sono cresciuti del 12% in termini annui (molto meno del +60% nel 2021). In particolare, risultano penalizzati i paesi del G20, che registrano una riduzione del 5%, trainata dal crollo degli IDE in entrata in Cina (-34%) e, in misura inferiore, negli Stati Uniti (-16%). L'Unione europea appare in controtendenza rispetto alla maggior parte dei paesi del G20, registrando un tasso di crescita sostenuto (+59%) e quasi doppio rispetto a quello del 2021 (+31%). Le previsioni per il 2023 dell'UNCTAD<sup>10</sup> sono di un marcato rallentamento dei capitali esteri investiti nel mondo, a causa della crescita molto più contenuta nei paesi sviluppati, delle peggiori condizioni finanziarie e della maggiore incertezza, che colpisce particolarmente alcuni paesi in via di sviluppo.

## Grafico 23 Resta alta l'incertezza nel mondo

(Indici gennaio 2019=100 e dollari per oncia)



\* Marzo 2023 primi 20 giorni. Indice dell'Incertezza Economica (Twitter) basato sulla frequenza della parola "incertezza" nei messaggi in inglese della popolare piattaforma. Indice di rischio geopolitico calcolato con una ricerca testuale nei principali giornali in lingua inglese.

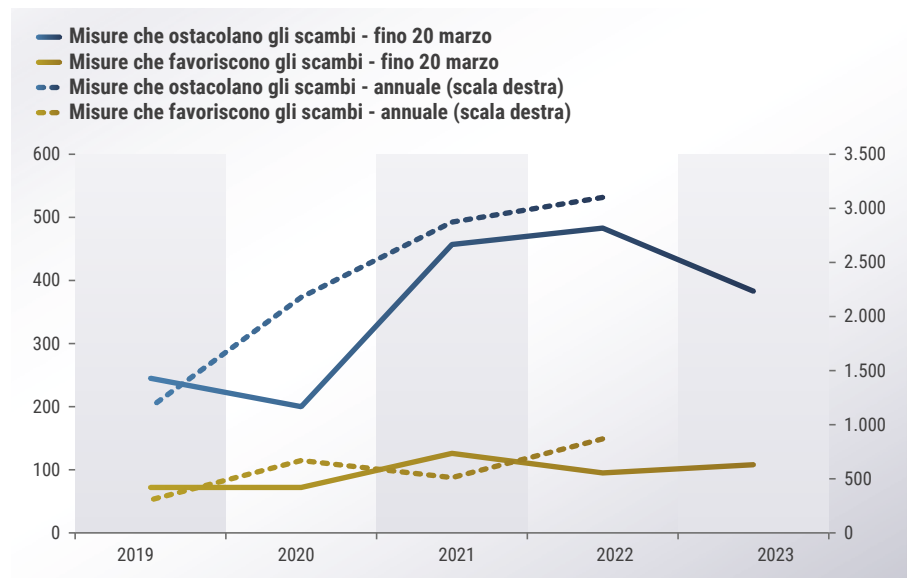
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Economic Policy Uncertainty e Refinitiv.

<sup>10</sup> UNCTAD, *Global Investment Trend Monitor* n. 44, gennaio 2023.

Un possibile freno agli scambi globali potrebbe provenire dalle ulteriori misure restrittive del libero scambio internazionale, che includono sia aumenti delle tariffe doganali, sia quote all'import e all'export e altri strumenti che elevano barriere non tariffarie al commercio. Secondo quanto rilevato dal *Global Trade Alert*, il numero di interventi è sensibilmente aumentato negli ultimi tre anni (Grafico 24).

### Grafico 24 Possibili freni alla crescita del commercio mondiale

(Numero di interventi per anno)



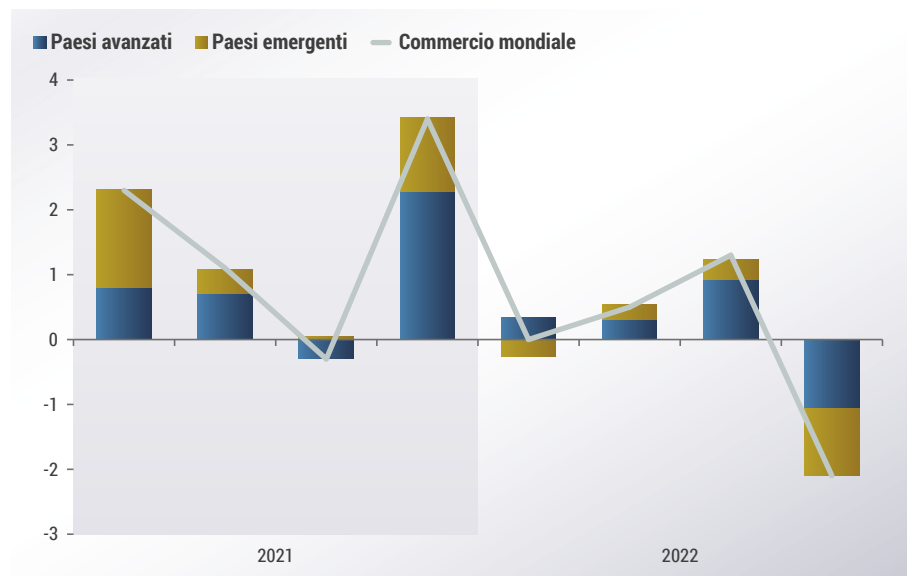
Cutoff al 20 marzo per tutti gli anni.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Global Trade Alert.

**Nel 4° trimestre 2022 caduta degli scambi globali generalizzata** Nell'ultimo biennio a sostenere la crescita degli scambi globali sono stati soprattutto i paesi avanzati, Area euro e Stati Uniti, mentre i paesi emergenti hanno complessivamente rallentato. In particolare, ciò che è venuto meno è stato il contributo degli scambi cinesi, mentre gli altri paesi emergenti asiatici hanno continuato a sostenere il commercio mondiale fino al 3° trimestre 2022 (Grafico 25). Nell'ultimo trimestre 2022 c'è stato un crollo generalizzato degli scambi in entrambe le aree.

### Grafico 25 Il calo generalizzato degli scambi globali

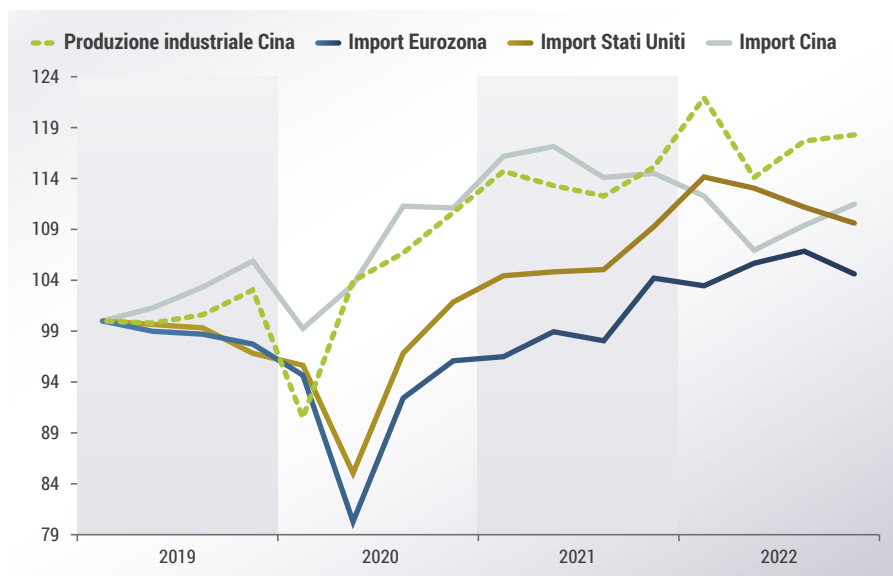
(Tassi di crescita trimestrali  
e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB.

## Grafico 26 Le importazioni cinesi tornano a crescere

(1° trimestre 2019=100, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB.

Lo scenario previsivo CSC incorpora un cambio nel baricentro della crescita degli scambi mondiali: rallenteranno fortemente quelli dei paesi avanzati, colpiti dall'inflazione e dalla politica monetaria restrittiva, mentre riprenderanno maggiore dinamicità quelli degli emergenti.

Questo scenario di crescita assume l'assenza di una *escalation* nelle tensioni politico-economiche legate al conflitto russo-ucraino e ai rapporti tra Stati Uniti e Cina, e una maggiore cooperazione internazionale tra le due principali aree economiche occidentali (USA e UE). Ciò riguarda, in particolare, il contenimento degli effetti<sup>11</sup> di alcuni provvedimenti approvati nell'ultimo biennio dall'Amministrazione Biden, primo fra tutti l'*Inflation Reduction Act* (IRA agosto 2022), che potrebbero essere deleteri per gli scambi commerciali tra i due alleati.

**Rivista al ribasso la crescita USA** Nel 4° trimestre del 2022 il PIL americano è aumentato del +0,6%, per la seconda volta consecutiva dopo il rimbalzo nel 3° (+0,8%). Questo miglioramento viene dopo due trimestri negativi, nella prima metà dell'anno. Anche grazie al recupero nella seconda metà del 2022, l'economia USA ha chiuso il 2022 con una crescita del PIL del 2,1%, un livello del 6,3% superiore a quello pre-Covid (4° trimestre 2019).

Gli investimenti fissi lordi hanno confermato il trend negativo (-1,2% nel 4° trimestre) già osservato a partire dal 2° trimestre del 2022 (-3,3% la contrazione cumulata). Mentre la tenuta dei consumi (+0,3% nel 4° trimestre, di cui +0,6% di servizi, -0,1% di beni) ha sostenuto il prodotto totale, unitamente all'aumento della spesa pubblica (+0,9%; Grafico 27).

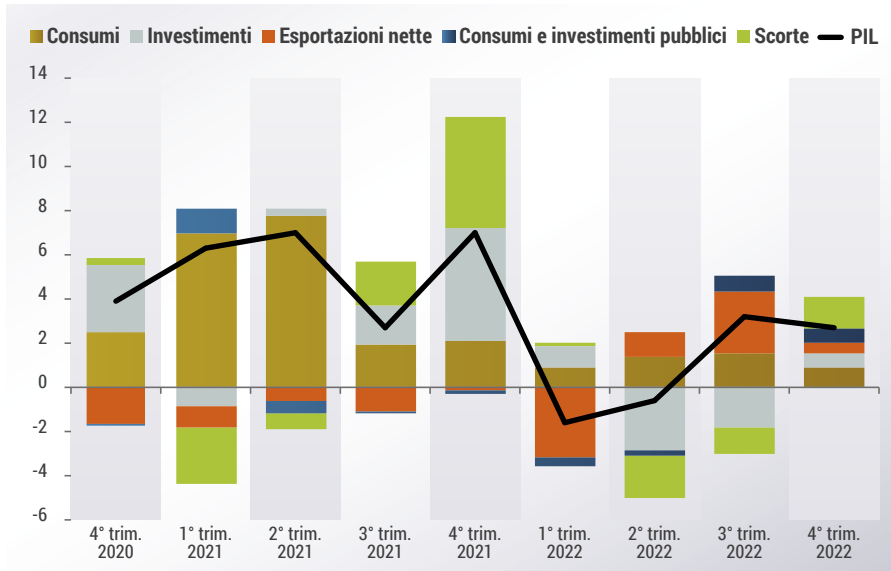
Alla luce del dato sull'ultimo trimestre 2022, la variazione acquisita per il 2023 è migliorata al +0,9%, rispetto al +0,4% che si registrava fino al 3° trimestre.

<sup>11</sup> Attualmente Stati Uniti e Unione europea sono impegnati in una *task force* per definire il ruolo dei paesi membri UE nel commercio con Washington dei prodotti tutelati dall'IRA.



## Grafico 27 Crescita del PIL USA

(Variazioni trimestrali %  
annualizzate del PIL reale)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati BEA.

Ciononostante, lo scenario ipotizzato per l'anno in corso è stato rivisto al ribasso di 0,4 punti percentuali (da +1,1%), alla luce del recente ulteriore irrigidimento della strategia di politica monetaria americana (si veda il paragrafo seguente).

Nello scenario del CSC si ipotizza una crescita del PIL degli Stati Uniti dello 0,7% nel 2023 e dell'1,6% nel 2024.

I punti di attenzione nel quadro economico statunitense sono i seguenti:

- lo shock energetico e il conflitto russo-ucraino hanno avuto effetti diretti sull'economia statunitense più contenuti di quelli osservati in Europa. D'altra parte, il rallentamento del commercio internazionale osservato nel 2022 dovrebbe accentuarsi nel 2023, mentre la politica monetaria attesa è più restrittiva di quanto già previsto, a causa della persistenza dell'inflazione osservata nelle ultime rilevazioni.
- L'indice della produzione industriale ha evidenziato una contrazione dell'attività negli ultimi due mesi del 2022, dopo il rallentamento già osservato tra luglio e settembre. A dicembre 2022 la produzione è quindi tornata ai livelli di febbraio. La riduzione trimestrale è stata di -0,6%, la prima dal 3° trimestre del 2020, in pieno periodo pandemico, ed è seguita alla decelerazione registrata nel 2° trimestre (+0,3% da +1,2%). Il dato di gennaio 2023 prefigura una variazione acquisita di ulteriore calo nel 1° trimestre (-0,9%) e negativa anche per l'intero anno (-0,8%).
- Gli indicatori anticipatori nella seconda metà del 2022 sono tornati su valori recessivi, per la prima volta dal 3° trimestre del 2020. Il PMI manifatturiero, dopo un picco raggiunto a febbraio, ha ripreso una tendenza di rallentamento, che si protrae ininterrottamente da dicembre 2021. La media acquisita nel 1° trimestre del 2023 è di 1,6 punti inferiore a quella del 4° dello scorso anno. Ciò è in linea con quanto registrato per l'ISM manifatturiero (-1,5 punti), mentre l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago ha registrato una marginale risalita (+0,8 punti), dovuta però a un picco negativo anomalo a novembre, al netto del quale sarebbe sceso di 1,7 punti. I livelli medi trimestrali si mantengono al di sotto della soglia di espansione e con un *gap* sempre ampio: -2,4 punti il PMI manifatturiero a inizio 2023, da +0,8 di fine 2022; -6,2 punti l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago, da +4,5; -2,4 punti per l'ISM manifatturiero, da -0,9. Gli indici sull'attività manifatturiera locale della FED di Dallas, Richmond, New York,

## PIL USA



2023  
**+0,7%**

2024  
**+1,6%**

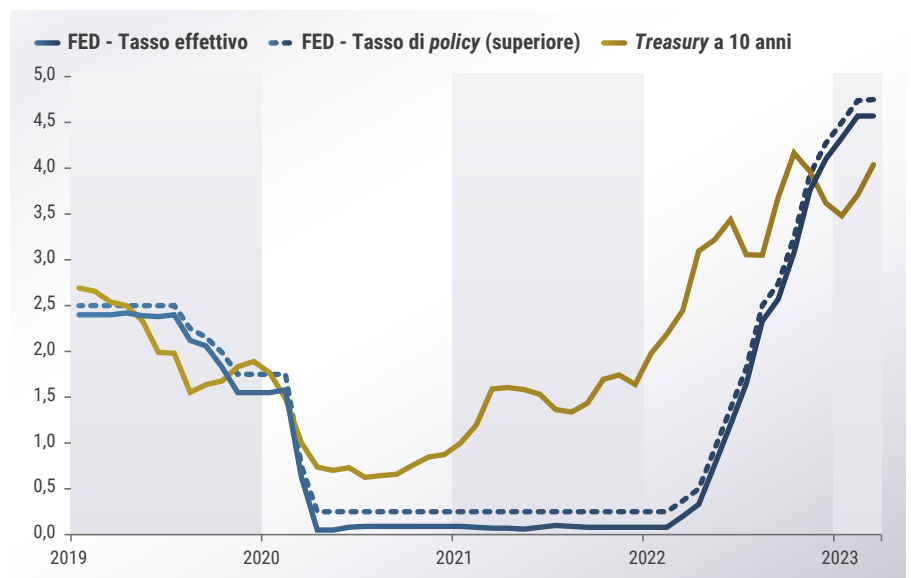


Philadelphia e Kansas City sono attestati su valori recessivi e significativamente inferiori alla media del 2022.

- Il mercato del lavoro USA nel 2022 si è stabilizzato su un tasso di disoccupazione medio del 3,6%, un dato significativamente inferiore alla soglia del 4,0% e più basso di 1,7 punti rispetto alla media dell'anno precedente. L'acquisito del 1° trimestre 2023 è ancora leggermente inferiore (3,5%). I posti di lavoro creati nel 2022 nei settori non agricoli sono stati complessivamente 4,6 milioni (erano stati 5,3 nel 2021). Nel corso dell'anno, sono stati definitivamente recuperati i posti di lavoro persi durante la pandemia, nei mesi di marzo e aprile 2020 (21,2 milioni).
- L'incertezza di politica economica americana, misurata dall'*EPU Index*<sup>12</sup>, ha registrato un aumento del 5,2% rispetto al 2021, in buona parte determinato dalle elezioni di *mid-term* che si sono tenute a novembre.

**Vicino lo stop ai rialzi FED** La FED sta continuando a rialzare i tassi ufficiali: all'unanimità a marzo li ha portati nella forchetta 4,75-5,00%. Il tasso di riferimento fino a marzo 2022 era fermo a 0,00-0,25%, fin da aprile 2020. Il tasso effettivo FED, da 0,08% a inizio 2022, è salito a 4,56% a febbraio 2023 (Grafico 28).

**Grafico 28**  
**Tassi americani in forte rialzo**  
(USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

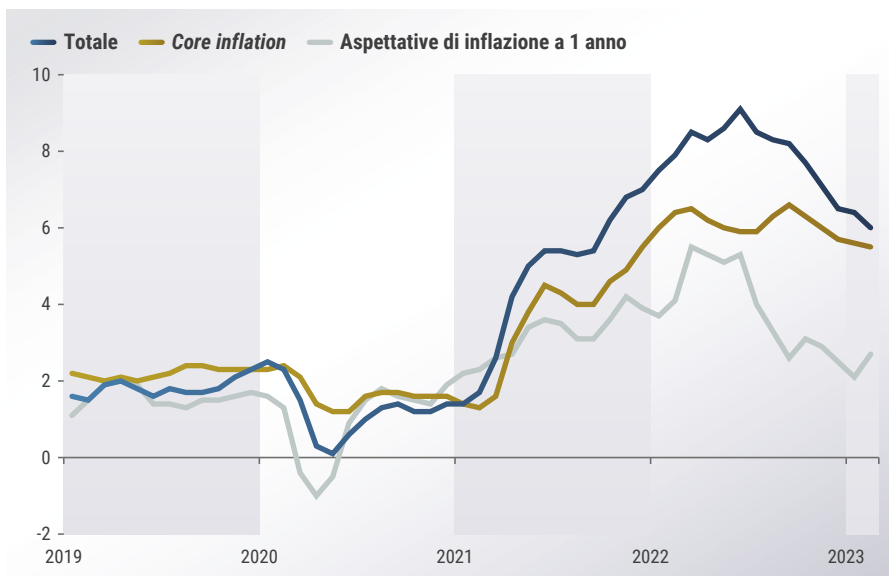
L'inflazione, intanto, si è già ridotta in misura significativa (+6,0% a febbraio 2023, da un picco di +9,1% a giugno 2022), anche se resta ben oltre l'obiettivo FED (+2,0%). Negli USA resta troppo alta anche l'inflazione esclusi energia e alimentari (+5,5%): ciò riflette la forte domanda interna e, quindi, le pressioni diffuse sui prezzi, non limitate all'energia (Grafico 29). Le retribuzioni nominali negli USA hanno accelerato al +5,1% annuo nel 4° trimestre 2022, incorporando in parte l'aumento dei prezzi.

Secondo la FED, la disoccupazione resta poco sotto il valore di lungo termine (stimato al 4,0%) e l'economia americana genera abbastanza nuovi posti di lavoro, nonostante lo scenario complicato. In altri termini, può rimanere in salute anche se frenata dalla stretta monetaria.

<sup>12</sup> L'*Economic Policy Index* è elaborato da Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. ("Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, 2016).

## Grafico 29 L'inflazione USA cala verso i valori della core

(Indici CPI, var. % a 12 mesi, dati mensili)



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

A marzo il comunicato FED continua a indicare che il tasso ufficiale sarà alzato ancora nelle prossime riunioni. Il FOMC (*Federal Open Market Committee*) ha segnalato che la maggioranza dei suoi membri intende alzare i tassi di un altro quarto di punto, a 5,00-5,25% entro fine 2023. Per il 2024, quasi tutti i membri del FOMC intendono abbassare i tassi e la maggioranza indica un livello di 4,25-4,50% entro fine anno, ovvero un taglio di quasi un punto.

I mercati scontano un sentiero leggermente diverso per i tassi. I *future* indicano infatti tassi FED fermi al picco di 4,75-5,00% fino a metà del 2023. E indicano una probabilità significativa che i primi tagli ci siano già entro dicembre (a 4,00-4,25%; stime CME). Nel 2024, secondo i *future*, il taglio dei tassi FED proseguirà in misura marcata, fino al 2,75-3,00% a fine anno.

## TASSO FED



Nello scenario CSC, coerentemente con tali indicazioni, la FED deciderà un ultimo piccolo rialzo dei tassi nei prossimi mesi, entro giugno, fino al 5,25% e poi si ipotizza l'inversione di rotta. Nel 2024, si ipotizza il proseguire del taglio dei tassi FED verso valori meno restrittivi (al 3,00% a fine anno). Lo scenario CSC di ottobre incorporava un rialzo minore tra il 2022 e il 2023 (a un massimo di 4,50%).

La politica monetaria sta frenando l'economia USA già dagli ultimi mesi del 2022. Il livello neutrale del tasso, di lungo periodo, è stimato al 2,5% dal FOMC: il tasso effettivo FED ha superato tale livello a settembre dello scorso anno e nel 2023 arriverà a distanziarlo di quasi 3 punti. L'impatto della politica monetaria restrittiva sarà invece alleggerito nel corso del 2024, quando comunque il tasso effettivo supererà la soglia di circa due punti.

Il tasso FED resterà superiore a quello BCE, con una distanza media pari a +1,3 punti nel 2023 e molto meno nel 2024 (a +0,2). Ciò continua a esercitare una spinta a indebolire l'euro rispetto al dollaro, anche se i rialzi BCE hanno limitato la distanza tra i due tassi e, dando un segnale ai mercati, hanno invertito la tendenza alla svalutazione dell'euro.

La FED, inoltre, dopo aver fermato prima dell'atteso (marzo 2022), visto il balzo dell'inflazione, il piano di *Quantitative Easing* che realizzava enormi acquisti di titoli americani, già da giugno scorso, sta limitando il reinvestimento in bond delle somme incassate da quelli che giungono a scadenza: titoli per 95 miliardi al mese non vengono riacquistati. Non si prevedono vendite di titoli. Lo stock di titoli accumulato, perciò, si sta gradualmente riducendo, anche se resta ampio: a febbraio in portafoglio ci sono ancora 5.365 miliardi di dollari in *Treasury* e 2.623 in *Mortgage Backed Security*.

Il percorso di riduzione dello stock, già abbastanza avanzato, sta rimuovendo la spinta al ribasso sui tassi USA di medio-lungo termine. Il rendimento del *Treasury* decennale, piuttosto volatile negli ultimi mesi, è comunque lungo un trend crescente: 3,61% a febbraio, da 1,63% a fine 2021.

**L'Eurozona evita la recessione, ma le prospettive sono deboli** L'Eurozona ha registrato una crescita di +3,5% nel 2022, con un profilo trimestrale crescente nella prima parte dell'anno (+0,6% nel 1° e +0,9% nel 2°) e in rallentamento a partire dal 3° trimestre (+0,4%). Le informazioni relative al 4° trimestre hanno evidenziato una situazione di sostanziale stagnazione (zero sul trimestre precedente, rivisto al ribasso dalla stima preliminare di +0,1%).

Il PIL dell'area supera i livelli del 2019 di +2,3%. Tra le principali economie europee, la crescita nel 2022 è stata sostenuta soprattutto dalla buona performance di Spagna (+5,5%) e Italia (+3,7%), meno da Germania (+1,8%) e Francia (+2,6%).

Nel 2022, la crescita dell'Area euro è stata trainata principalmente dalla dinamica piuttosto sostenuta della domanda interna, soprattutto nella prima parte dell'anno.

Per quanto riguarda gli investimenti (+3,7% annuo), sono aumentati quasi ovunque, ma in particolare in Irlanda<sup>13</sup> (+25,9%), Grecia (+11,9%) e Italia (+9,4%), mentre meno consistente è stato il contributo proveniente da Francia (+2,2%) e Germania (+0,4%) e negativo quello dell'Austria (-0,9%). Dopo un 1° trimestre negativo (-0,7%), l'accelerazione degli investimenti nel 2° trimestre (+0,9%), ma soprattutto nel 3° (+3,9%), ha guidato la crescita dell'area. Tuttavia, l'andamento positivo si è interrotto nel 4° (-3,6%), plausibilmente per via dell'impatto negativo che gli inediti rincari energetici e i conseguenti aumenti dei costi di produzione hanno esercitato sull'attività produttiva delle imprese (-0,3% la produzione industriale nel 4°) e per i primi effetti dei rialzi dei tassi.

I consumi delle famiglie, invece, cresciuti di +4,3% in media annua, dopo un 1° trimestre debole (+0,1%), hanno visto un graduale aumento nella parte centrale dell'anno (+1,1% nel 2° e +0,9% nel 3°), nonostante l'elevata inflazione, anche grazie al risparmio in eccesso accumulato dalle famiglie, la cui propensione è scesa nel 3° trimestre al 13,3%, tornando sui valori del 2019. La spesa delle famiglie ha riguardato specialmente i servizi, il cui rimbalzo ha beneficiato della completa riapertura delle attività e della fine delle restrizioni pandemiche.

Infine, anche l'aumento delle esportazioni (+7,0% annuo) ha contribuito a dare impulso alla crescita, nonostante la sostanziale stagnazione nell'ultima parte dell'anno (+0,1%) indichi un certo indebolimento di tale componente.

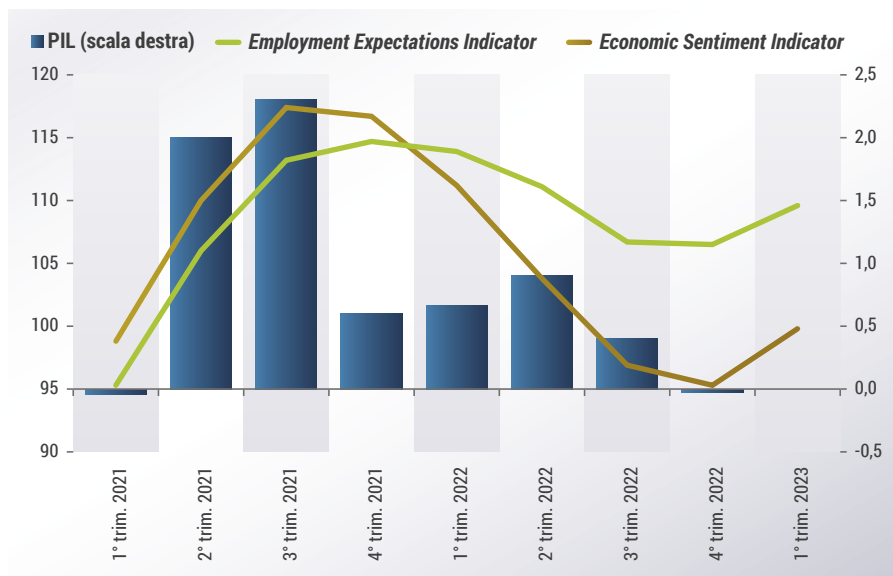
Per quanto riguarda le prospettive, i segnali provenienti dai principali indicatori congiunturali degli ultimi mesi sono di un graduale miglioramento. La discesa dei prezzi delle commodity energetiche, il recupero del tasso di cambio euro/dollaro e l'inversione del trend inflazionistico suggeriscono un'attenuazione dei fattori più critici. Anche le indicazioni derivanti dalle principali indagini qualitative sul clima di fiducia (109,6 in media a gennaio-febbraio da 106,5 nel 4° trimestre l'indice ESI) e sulle aspettative occupazionali (99,8 da 95,3 nello stesso periodo l'indice EEI) sono di attese più ottimistiche (Grafico 30).

La risalita dell'indice composito del PMI dell'Area euro (52,0 a febbraio, da 50,3 di gennaio) conferma una situazione economica più positiva, soprattutto per l'attività legata ai servizi (52,7 il PMI del settore), segnalando espansione per il secondo mese consecutivo, grazie alla crescita dei nuovi ordini.

<sup>13</sup> La crescita degli investimenti fissi lordi in Irlanda ha registrato nel 3° trimestre 2022 un aumento di +91,4% trainata dall'esplosione degli investimenti in proprietà intellettuale (+216% nel 3°), attribuibile alle grandi multinazionali operanti soprattutto nel settore dell'*high-tech* e con sede nel territorio irlandese.

## Grafico 30 Eurozona in miglioramento

(Variazioni % congiunturali,  
media=100, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Tuttavia, le prospettive rimangono ancora molto fragili e incerte. Il PMI manifatturiero si è stabilizzato a febbraio (a 48,5), interrompendo il trend di discesa degli otto mesi precedenti, ma rimanendo comunque in zona di contrazione. Inoltre, emerge una forte eterogeneità tra le aziende manifatturiere di Italia, Grecia e Spagna che hanno supportato la produzione dell'area e quelle di Germania e Francia in cui prosegue il calo.

Inoltre, l'alta inflazione persistente e la stretta monetaria condizioneranno negativamente l'anno in corso. Per il 2023, infatti, le ultime previsioni della BCE stimano un'inflazione che continuerà a rimanere sopra il target quest'anno (+5,3%) con la *core* ancora in salita (+4,6%) comprimendo il potere d'acquisto delle famiglie e lasciando poco margine per un'espansione dei consumi. L'intonazione restrittiva adottata dalla Banca centrale influirà negativamente sui *driver* della crescita, indebolendo in particolare gli investimenti delle imprese. L'effetto degli impulsi restrittivi della politica monetaria, già parzialmente riflessi nel rallentamento del credito bancario, si materializzerà più intensamente nei prossimi trimestri.

Per il 2024, i prezzi dell'energia più bassi, un'inflazione più vicina al 2% e l'allentamento della stretta monetaria contribuiranno a creare condizioni più favorevoli per la crescita dell'economia dell'Eurozona.

L'ipotesi CSC per il biennio 2023-24 è di una crescita moderata dell'attività. Per quest'anno, risulta più difficile escludere in maniera certa un ulteriore rallentamento, per via dell'elevata incertezza che caratterizza lo scenario internazionale, dell'inflazione ancora alta e dell'impatto della stretta monetaria. Lo scenario incorpora quindi un +0,5% per il 2023, leggermente rivisto al rialzo rispetto alle previsioni di ottobre, seguito da una crescita più sostenuta nel 2024, pari al +1,2%.

## PIL EUROZONA



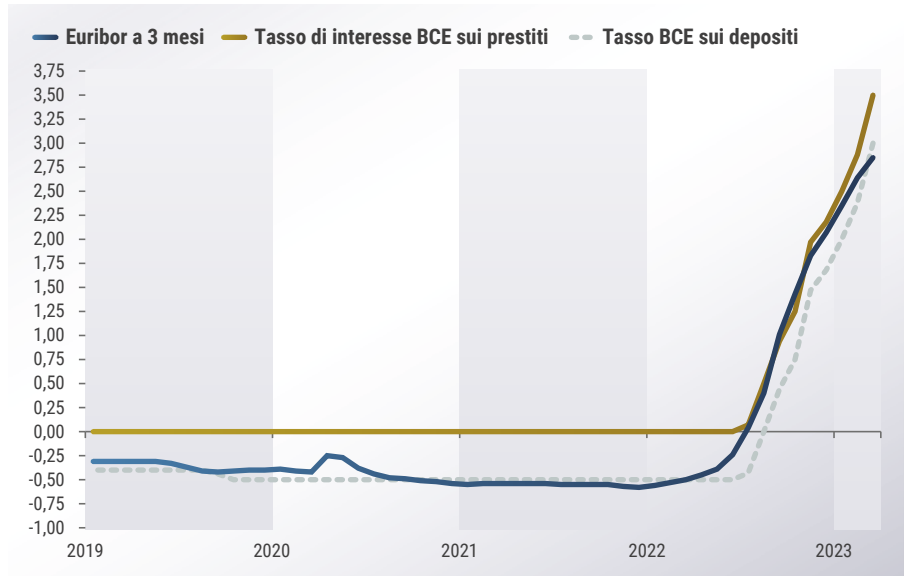
2023  
**+0,5%**

2024  
**+1,2%**

**BCE: ancora qualche rialzo dei tassi** La BCE a marzo ha alzato ancora i tassi (a 3,50%), come già anticipato un mese prima in modo irrituale, proseguendo nella rapida stretta monetaria iniziata a luglio 2022, con alcuni mesi di anticipo rispetto alle attese iniziali. Ciò ha segnato l'uscita dalla *policy* monetaria iper-espansiva nell'Eurozona mantenuta per oltre 6 anni (da aprile 2016), e accentuata durante il periodo della pandemia: il tasso sui prestiti alle banche era a zero e quello sui depositi delle banche a -0,50% (Grafico 31).

### Grafico 31 Balzo dei tassi BCE e dell'Euribor

(Tassi di interesse, valori %, dati mensili)



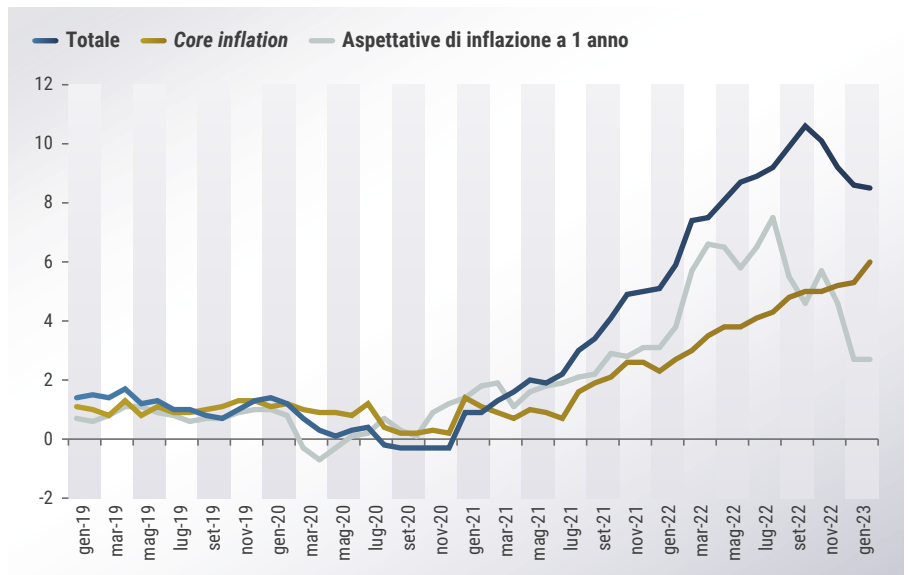
Marzo 2023: per i tassi BCE, ultimi dati giornalieri.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il rialzo è stato motivato dall'inflazione troppo sopra l'obiettivo del +2,0% e la necessità di tenere a freno le aspettative. L'inflazione era stata spinta dai prezzi energetici, che ora frenando la stanno riducendo (+8,5% a febbraio, da un picco di 10,6% a ottobre). La dinamica di fondo, misurata al netto di energia e alimentari, è sempre rimasta molto più bassa (+5,3%), sebbene sopra l'obiettivo, e sta continuando a crescere lentamente per gli effetti di *second round* dei rincari energetici (es. servizi di trasporto; Grafico 32).

### Grafico 32 Inflazione nell'Eurozona: moderazione agli inizi, ma aspettative quasi rientrate

(Indici IPCA, var. % a 12 mesi, dati mensili)



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

La BCE temeva anche il proseguire dell'indebolimento dell'euro sul dollaro (che accresce i prezzi in euro delle commodity quotate in dollari), considerata la risalita dei tassi USA che era stata già avviata.

Le quotazioni di gas e petrolio sono fuori del raggio d'azione della BCE, ma sono calate proprio durante la stretta monetaria, per altri motivi. L'economia europea ha già frenato nella seconda metà del 2022 a causa dello shock energetico: ciò poteva essere sufficiente a evitare un balzo delle aspettative di inflazione.

L'aumento dei tassi indebolisce ancor più la dinamica dell'economia, dato che è già sopra il tasso "neutrale" nell'Eurozona: dalle dichiarazioni di alcuni membri del *board* e da stime di vari istituti, si può ritenere che oggi tale valore si trovi al 2,00/2,50%. La politica monetaria, quindi, con i rialzi decisi finora, ha già ampiamente completato la fase di "normalizzazione", rispetto al livello zero: ormai, dopo il rialzo di febbraio, la *policy* è certamente restrittiva, sebbene meno che negli USA.

Inizialmente, fino a settembre 2022, il rialzo dei tassi stava producendo un ulteriore indebolimento dell'euro, ma in seguito si è registrato il rafforzamento che la BCE auspicava rispetto al dollaro.

La Banca centrale ha indicato a marzo che, per le successive sedute, il sentiero dei tassi resta da definire e dipenderà dai nuovi dati che saranno resi disponibili. Eliminando, quindi, l'indicazione esplicita secondo cui "i tassi saranno alzati ancora".

Tutto ciò per abbassare la dinamica dei prezzi al consumo, contando dichiaratamente sull'impatto restrittivo che i rialzi dei tassi hanno sulla domanda.

Il tasso di mercato Euribor è stato guidato al rialzo dai tassi ufficiali, iniziando a risalire già prima dal territorio negativo: 2,85% in media a marzo 2023, da -0,58% a dicembre 2021, ovvero un aumento di oltre tre punti. Questo forte aumento dei tassi a breve contribuisce a frenare il credito all'economia reale nel corso del 2023, per il finanziamento sia dei consumi che degli investimenti.

L'Euribor proseguirà su questa strada nei prossimi mesi. I *future* sui tassi di mercato nell'Eurozona indicano un aumento fino a un massimo di 3,30% nell'agosto 2023. Ma a ciò farebbe seguito già a fine anno e poi nel 2024 un'inversione di rotta, molto limitata rispetto a quella negli USA, con un tasso di mercato che arriverebbe a 2,84% a fine anno prossimo (coerente con un taglio di 0,50).

Nello scenario CSC, coerentemente con le indicazioni dei *future*, la BCE non alzerà più i tassi ufficiali nei prossimi mesi, restando al 3,50%. Entro dicembre 2023 si ipotizza un primo taglio di 0,25. Per il 2024 è attesa prima una stabilità e poi un secondo taglio di un quarto di punto entro fine anno (a 3,00%).

Gli acquisti di titoli emessi nell'Eurozona tramite il *Quantitative Easing-2* (QE-2) pre-pandemia sono stati fermati dalla BCE a luglio 2022, in anticipo di alcuni mesi rispetto alle attese a seguito del balzo dell'inflazione in primavera; il massiccio programma "emergenziale" (PEPP) era scaduto a marzo.

Relativamente al QE-2, la BCE ha deciso a febbraio che, da inizio marzo 2023, lascerà ridursi molto lentamente lo stock di titoli in portafoglio, non riacquistando una parte dei titoli in scadenza, pari a 15 miliardi di euro al mese (quindi, una riduzione molto più graduale di quella negli USA).

Riguardo invece al PEPP, la Banca centrale continuerà fino al 2024 almeno, come deciso a febbraio, a reinvestire in titoli tutte le somme incassate da quelli che scadono, evitando un'erosione dello stock accumulato. Tali riacquisti di titoli PEPP sono flessibili: nei tempi, nel tipo di titoli, tra paesi membri, in modo da poter "intervenire" eventualmente per riequilibrare i tassi tra paesi.

I bond in bilancio BCE, perciò, finora sono rimasti stabili: 4.943 miliardi di euro a febbraio. Di questi, 2.587 miliardi sono titoli pubblici dell'Eurozona e 344 sono *corporate bond* emessi da imprese europee, mentre lo stock di titoli del *pandemic programme* è di 1.685 miliardi. Altri 326 miliardi vengono da vecchi programmi, in riduzione perché non beneficiano di reinvestimenti a scadenza.

La fine degli acquisti addizionali ha già lasciato spazio a un aumento dei tassi di mercato di medio-lungo termine nell'area e a un limitato ampliamento degli spread sovrani. Con i riacquisti parziali dai prossimi mesi, quindi la ridu-

## TASSO BCE



2023  
3,44%

2024  
3,19%

zione dello stock, la domanda di tali titoli si ridurrà, allentando ulteriormente il freno ai tassi.

Il terzo strumento BCE sono i prestiti alle banche. A settembre e dicembre 2022 sono scadute le prime due TLTRO-3, operazioni "straordinarie" pre-pandemia, della durata di 3 anni, con le quali la BCE ha prestato ampie risorse alle banche europee. Nate per favorire il credito a famiglie e imprese, si sono rivelate fondamentali durante la pandemia per evitare difficoltà nella raccolta bancaria. Ne restano attive otto, peraltro già ridotte dai rimborsi anticipati da parte delle banche, per un totale di prestiti pari a 1.218 miliardi. Queste operazioni arriveranno a scadenza gradualmente, ogni tre mesi: la maggiore a giugno 2023 (549 miliardi), l'ultima a dicembre 2024. I prestiti totali BCE, incluse le operazioni ordinarie, ammontano a 1.258 miliardi a febbraio, di cui 332 miliardi a banche italiane (da 453 un anno prima).

Le banche dell'Eurozona, a fronte di tali prestiti e anche degli acquisti BCE di titoli (che intermediano), continuano a detenere ampi depositi liquidi presso Francoforte (4.296 miliardi a febbraio), sebbene in calo; 275 miliardi sono depositi di banche italiane (da 417 un anno prima). Su tali depositi, le banche non devono più pagare il tasso negativo, ma anzi percepiscono un interesse sempre più significativo (2,50% da febbraio): la stretta monetaria, quindi, produce tramite questo tasso un miglioramento per la redditività degli istituti.

**Il petrolio prosegue il calo** Il prezzo del petrolio Brent sta proseguendo lungo un percorso di lenta moderazione, iniziato da luglio 2022, che lo ha portato a 82 dollari al barile in media a marzo 2023, un livello ancora poco sopra a quello "di equilibrio" (60-70 dollari). Il prezzo aveva raggiunto un massimo a giugno del 2022, a 123 dollari in media (da 74 a fine 2021), mentre il picco giornaliero è stato toccato l'8 marzo dello scorso anno, a 133 dollari, dovuto ai timori innescati dalla guerra, visto che la Russia è uno dei principali produttori di petrolio (con una quota dell'11% sul totale mondiale).

La "speculazione" finanziaria, ovvero le scommesse al rialzo sul petrolio, alimentate dall'invasione russa dell'Ucraina, ha amplificato le fluttuazioni del prezzo, spiegando i picchi nel 2022; ma non ha determinato i punti di svolta nelle quotazioni. Che sono stati guidati dal mercato fisico del petrolio, che prima ha registrato uno squilibrio tra domanda e offerta nel 2020, con eccessivo accumulo di scorte, ha attraversato un lungo processo di riequilibrio, con un forte ed eccessivo decumulo nel 2021 che spiega il balzo del prezzo e una risalita nel 2022 che spiega la moderazione.

L'ultimo scenario della *Energy Information Administration* prevede un profilo di stabilità e poi moderazione per il prezzo: 81 dollari a fine 2023, 75 a fine 2024. Tenendo conto anche di tale indicazione, lo scenario CSC ipotizza il permanere del prezzo sui valori dei primi due mesi del 2023 fino a fine anno. A ciò seguirebbe un'ulteriore moderazione nel corso del 2024, su valori ormai vicini a quelli di equilibrio per il mercato mondiale. In questo scenario, il Brent si attesterebbe in media a 83 dollari nel 2023, in calo dai 101 del 2022, scendendo a 78 nel 2024. Questi valori, rispetto a quelli dello scenario CSC di ottobre, comportano una piccola revisione al ribasso per il 2023 (-8 dollari).

Nel 2022 si è registrata una crescita della domanda (+2,3 mbg), ma più ancora dell'offerta mondiale (+4,3 mbg, stime EIA). La seconda si è riportata così sopra i consumi. Quindi, il mercato mondiale nel 2022 è stato ben rifornito (+0,6 mbg), in aggregato. Le scorte di greggio OCSE sono risalite e a fine 2022 sono tornate quasi ai valori pre-crisi (-3,9%; Grafico 33). Ma si è verificata una redistribuzione dei flussi, con i paesi occidentali che acquistano meno petrolio russo, il quale è stato indirizzato verso altri grandi paesi asiatici. Questa complicata "transizione" nel 2022, in presenza di offerta abbondante, spiega perché il prezzo è in flessione ma resta più alto del "normale".

## PREZZO DEL PETROLIO



2023  
83\$

2024  
78\$



### Grafico 33 Petrolio: mercato mondiale ben rifornito, scorte in aumento

(Dati mensili, milioni di barili, paesi OCSE)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA.

La risalita dell'offerta nel 2022 è stata dovuta soprattutto alla maggiore estrazione negli USA e nei paesi OPEC, mentre la Russia non ha subito ripercussioni, continuando a estrarre 10,9 mbg. I consumi di petrolio sono cresciuti negli USA e in Europa e in vari emergenti, non in Cina dove sono rimasti stabili.

Nel 2023 e 2024 è atteso il proseguire di una eccedenza di offerta rispetto alla domanda, dato che l'estrazione si espanderebbe nei due anni (+1,2 e +1,5 mbg) a un ritmo di poco inferiore a quello dei consumi (+1,1 e +1,8 mbg). Nel 2023, è atteso un forte calo dell'estrazione in Russia (-1,1 mbg), mentre l'offerta sarebbe ancora in crescita negli USA e piatta nell'OPEC. Il gruppo di paesi OPEC e non-OPEC a febbraio ha notato un buon grado di aderenza dei singoli membri alle quote di produzione stabilite, prolungando l'accordo fino a fine 2023. La domanda è stimata tornare a crescere in Cina, insieme a vari paesi emergenti, mentre si appiattirebbe nei paesi occidentali.

In questo scenario, proseguirebbe la risalita delle scorte di greggio OCSE, più nel 2023 che nel 2024, riportandole ampiamente sui livelli pre-crisi. Questo lento percorso virtuoso nel mercato fisico mondiale motiva l'ipotesi CSC di un prezzo che prosegue la sua moderazione fino al 2024, pur restando di circa 10 dollari sopra il valore storico "di equilibrio".

### PREZZO DEL GAS



2023  
50€

2024  
50€

**Prezzo del gas molto più basso** Lo scenario CSC si basa sull'ipotesi di un prezzo del gas in Europa sostanzialmente costante, sui livelli moderati raggiunti a inizio 2023 (50 euro/mwh, pari alla media febbraio-marzo) per i prossimi tre trimestri del 2023 e poi fino a fine 2024. Il prezzo TTF si assesterebbe quindi ben al di sotto dei 124 euro medi nel 2022. Questo comporta una netta revisione al ribasso rispetto allo scenario CSC di ottobre, quando si ipotizzavano prezzi ancora molto alti (204 in media nel 2023).

Il prezzo del gas europeo negli ultimi mesi si è significativamente abbassato (Grafico 34). Dopo il picco toccato nell'estate 2022 (236 euro in media in agosto e massimo storico giornaliero a 330), il gas ha virato al ribasso nel corso dei mesi invernali, scendendo a 53 euro a febbraio e a 47 a marzo 2023, un valore inferiore a tutti i dati mensili del 2022. Resta comunque più elevato dei valori pre-crisi: a fine 2019 era di appena 13 euro.

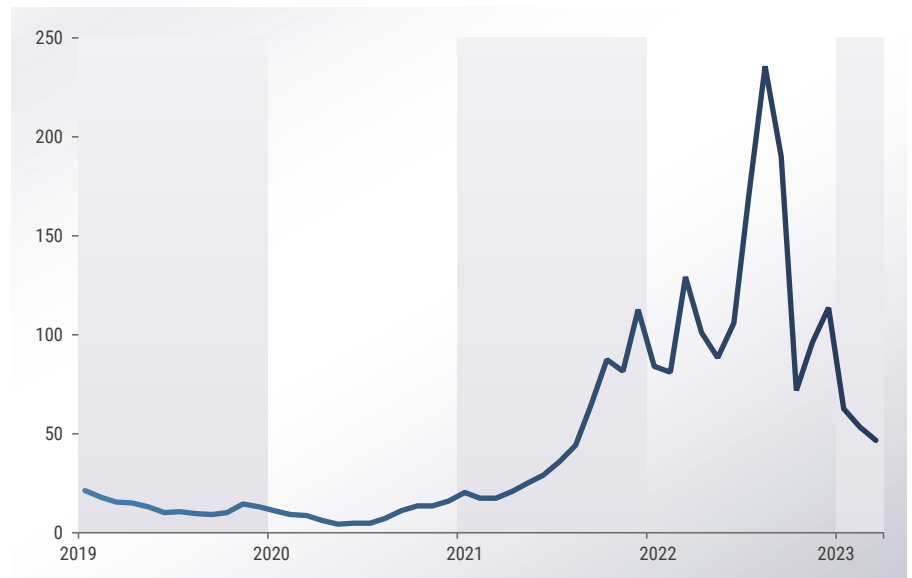
Scongiurati i timori di una scarsità di volumi in Europa nei mesi invernali, tra fine 2022 e inizio 2023, i mercati ora non incorporano più tale rischio nei prezzi correnti. Gli stock di gas sono rimasti significativi in Italia e negli altri principali paesi europei (e questo significa che il fabbisogno per stoccaggi nei prossi-



mi mesi è più basso). L'offerta russa di gas ai paesi dell'Europa occidentale è stata ridotta in misura marcata nel 2022 rispetto agli anni precedenti (-52% in Italia attraverso il Tarvisio), ma la maggior parte dei paesi UE è stata in grado di trovare forniture alternative (altre fonti, altri esportatori) e anche di ridurre i propri consumi interni di gas, industriali e domestici (-9,8% in Italia nel 2022), in modo da limitare il fabbisogno di importazione. Peraltro, le condizioni climatiche hanno favorito i minori consumi.

### Grafico 34 Energia: gas molto meno caro

(Quotazioni internazionali,  
medie mensili di dati giornalieri)



TTF: euro per mwh.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Anche il prezzo del gas negli USA si è moderato molto a partire da fine 2022 (-73% a febbraio 2023 rispetto ad agosto, 2,38 da 8,79 dollari/mmbtu). Il livello, come in Europa, rimane più alto rispetto al pre-Covid (+46% da fine 2019). Resta il fatto che il rincaro negli USA era stato decisamente inferiore rispetto a quello in Europa (+292% in agosto 2022 da fine 2019, rispetto a +1.416%; nel mese di picco: 8,79 rispetto a 70,04 dollari/mmbtu). I due mercati sono correlati ma "separati", dato che ancora oggi il gas è trasportato principalmente tramite gasdotti (via terra e sottomarini, ma non transoceanici), mentre quello liquefatto e trasportato via mare (GNL) conta meno.

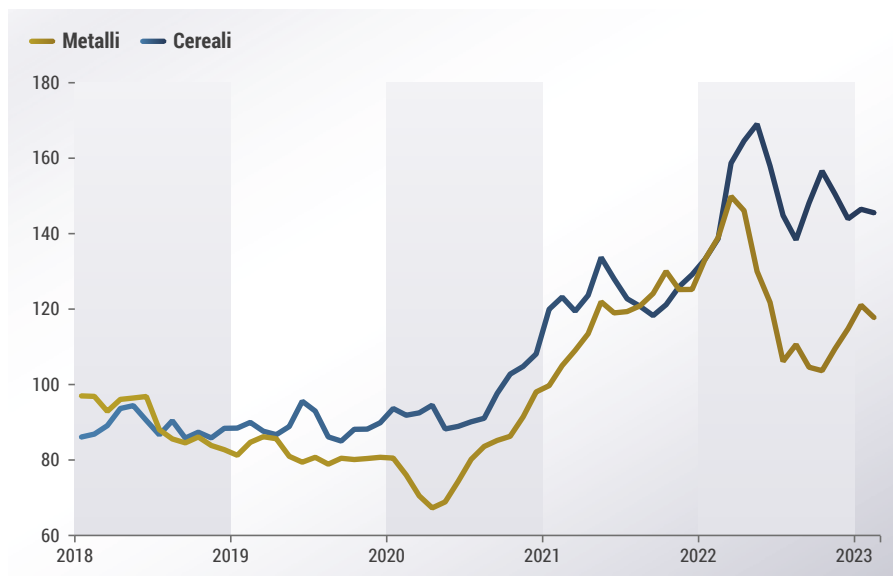
**Quotazioni non energetiche ancora elevate** I prezzi delle commodity non energetiche restano alti, sebbene in un quadro non omogeneo, che lascia spazio alla flessione del prezzo di alcune, ma anche a nuovi rincari. Questi ultimi sembrano essere legati al recente miglioramento delle attese di crescita per molti paesi avanzati ed emergenti, che sostiene le prospettive della domanda di varie materie prime (es. metalli).

Le quotazioni dei metalli sono risalite negli ultimi mesi, dopo la fase di moderazione nella seconda metà del 2022 (Grafico 35): rame +16,8% a febbraio 2023 da ottobre 2022, alluminio +7,1%. Invece, i prezzi agricoli proseguono in diminuzione: il grano registra un -9,9% negli ultimi mesi.

Le quotazioni, anche per le commodity in calo, sono molto più elevate di quelle pre-crisi: rame +47,1% da fine 2019, grano +87,2%. Da oltre due anni, i prezzi sono molto alti rispetto ai livelli passati. Dunque, i rialzi (che erano iniziati nella seconda metà del 2020) si sono rivelati persistenti, anche perché alle tensioni del 2021 si sono sommate nel 2022 le spinte al rialzo per i prezzi di varie commodity a seguito del conflitto in Ucraina, legate al timore che parte dell'offerta divenisse indisponibile (es. grano).

### Grafico 35 Prezzi non energetici: risalgono i metalli, cereali molto cari

(Dollari, dati mensili, indici 2010=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca mondiale.

I dati ICSG (*International Copper Study Group*) sul mercato fisico mondiale del rame confermano nel 2022 la scarsità di offerta (-376mila tonnellate), ma in miglioramento rispetto al 2021 (-455mila) contrariamente a ciò che faceva temere il conflitto. Quindi, da un lato occorrono investimenti in nuova capacità produttiva e questo tiene alti i prezzi, ma dall'altro i mercati stanno "correggendo" al ribasso rispetto a rincari passati dimostratisi eccessivi.

Per il grano, invece, i dati IGC (*International Grain Council*) per la stagione 2022-23 stimano il proseguire dell'aumento della produzione, meno dei consumi mondiali, in una condizione di mercato ben rifornito (+6,9mila tonnellate). La situazione è migliorata rispetto al piccolo *gap* di offerta del 2021-22 (-2,2mila). Non si è registrato, comunque, il temuto "vuoto produttivo" a seguito della guerra in Ucraina.

Le previsioni elaborate nel corso del 2022 suggerivano già che le quotazioni di numerose commodity non energetiche sarebbero calate nel 2023. La Banca mondiale a fine ottobre (incorporando quindi nello scenario parte della moderazione dell'energia) ipotizzava per i prezzi dei cereali un parziale ribasso nel 2023 (-5,6%) e una discesa più marcata per i metalli (-15,0%), quest'ultima in linea con gli andamenti recenti dei prezzi. Per il 2024, viceversa, la previsione di Banca mondiale era di una sostanziale stazionarietà per i metalli (+0,8%) e un piccolo ribasso per i cereali (-0,9%). Sembra dunque che la persistenza dei prezzi su valori elevati si possa prolungare ancora di un anno.

**Economie emergenti in accelerazione** I paesi emergenti subiscono effetti eterogenei dal contesto caratterizzato nei paesi avanzati da inflazione e tassi d'interesse elevati. In particolare, questi ultimi determinano prospettive differenziate di crescita in relazione alla solidità delle finanze pubbliche e di bilanciamento delle partite correnti, che trovano espressione anche nella maggiore o minore tenuta dei tassi di cambio.

Nel 2022 la crescita dei paesi emergenti è stata del +3,9% e tutte le principali economie sono cresciute, tranne la Russia che ha registrato un segno negativo (-2,2%). Nel periodo di previsione 2023-2024, le economie emergenti sono attese crescere rispettivamente del +4,1% e del +4,5%. I tre quinti della crescita nel 2023 verrà dai contributi di Cina e India.

I paesi asiatici continueranno a essere il traino della crescita degli emergenti, contando per quasi un terzo del PIL mondiale (Grafico 36). Come l'anno prece-

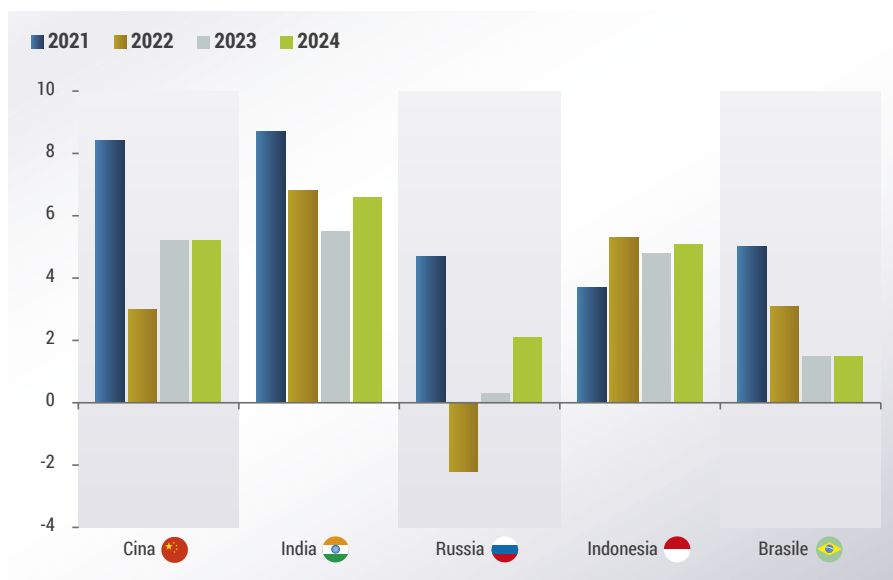
## PIL EMERGENTI



2023  
+4,1%

2024  
+4,5%

**Grafico 36**  
**L'andamento atteso**  
**per i principali paesi emergenti**  
*(Tassi di crescita del PIL, a prezzi costanti)*

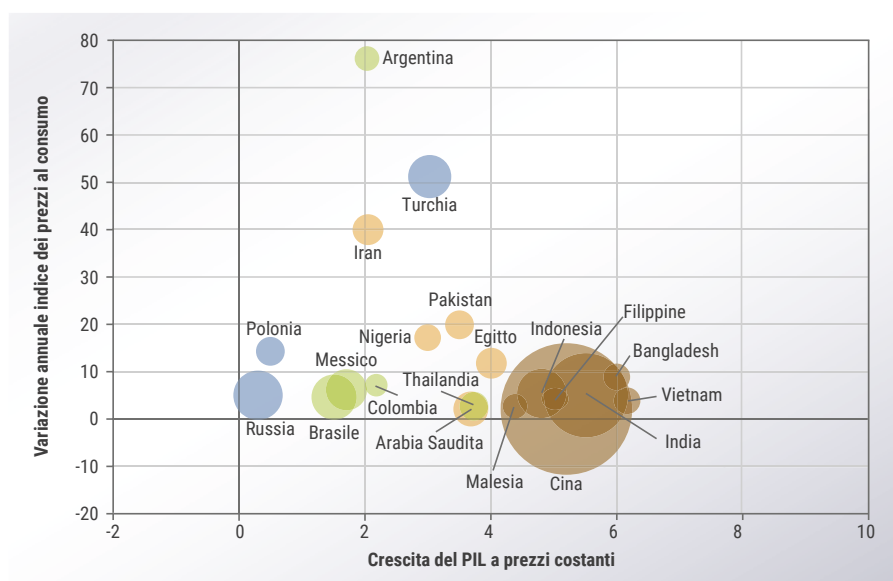


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI.

L'aumento dei prezzi nel 2023 è previsto essere sotto controllo per gli emergenti asiatici (Grafico 37). Viceversa, l'inflazione continua ad attestarsi su valori preoccupanti in Argentina, Turchia e Iran, dove l'aumento dei prezzi potrebbe arrivare rispettivamente intorno al +76%, al +51% e al +40%. Si registra un'elevata inflazione (oltre il +10%) anche in alcuni emergenti dell'Europa dell'Est (Polonia, Romania, Ungheria) e in alcuni paesi medio orientali o africani (tra cui Pakistan, Nigeria ed Egitto).

**Grafico 37**  
**I paesi asiatici crescono**  
**mantenendo sotto controllo**  
**l'inflazione**

*(Inflazione e crescita nei principali paesi emergenti, 2023)*

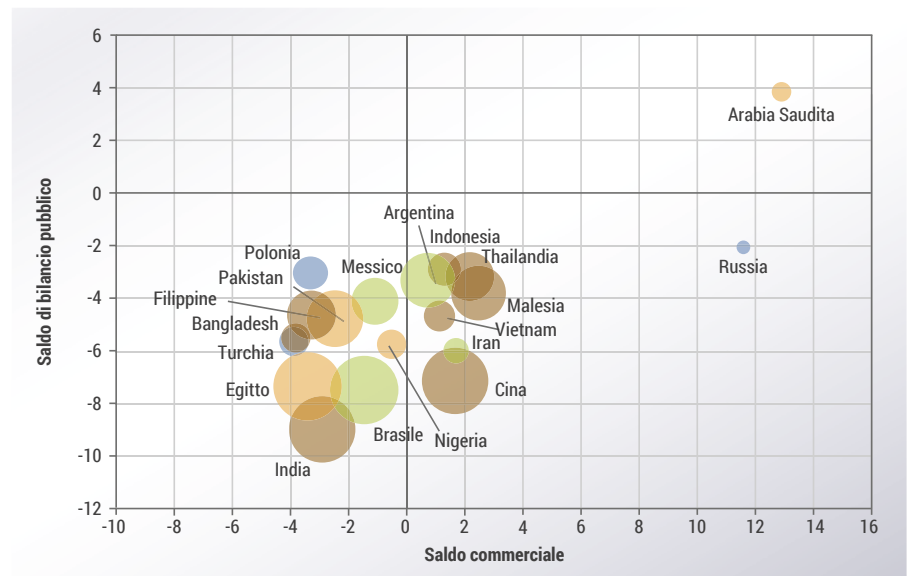


Nota: la dimensione delle bolle è pari al peso in termini di PIL mondiale a parità di potere d'acquisto. Il grafico riporta i primi 20 paesi emergenti per peso del PIL in PPA, suddivisi per area geografica (blu Europa, arancione Asia, verde America Latina, giallo Africa, Medio Oriente e Pakistan).  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

L'attività economica in Russia sarà fortemente influenzata dall'evolversi della guerra in corso, ma le stime prevedono una crescita del PIL quasi nulla nel 2023 insieme a una dinamica dei prezzi al consumo nell'ordine del +5,0%. Le attese di inflazione sono per ora invariate in Cina, poco sopra al +2,2%, e in India, attorno al +5,0% nel 2023, valori leggermente inferiori rispetto a quelle incorporate nelle ultime previsioni del CSC.

**Rischi negli emergenti: deficit gemelli e cambi** I paesi emergenti che esportano idrocarburi continuano a beneficiare di venti favorevoli alla crescita, soprattutto attraverso la realizzazione di significativi surplus commerciali (Russia e Arabia Saudita), o comunque, di un alleggerimento dei deficit nelle partite correnti (Nigeria e Iran). Molti paesi esportatori di idrocarburi hanno anche istituito dei fondi sovrani nazionalizzati e collegati al bilancio pubblico, ottenendo quindi un effetto di sollievo sul saldo di bilancio (Grafico 38).

**Grafico 38**  
**Idrocarburi e materie prime**  
**alleggeriscono i saldi commerciali**  
*(Saldo commerciale e saldo di bilancio pubblico in rapporto al PIL, 2023)*



Nota: la dimensione delle bolle è proporzionale al rapporto debito/PIL. Il grafico riporta i primi 20 paesi emergenti per peso del PIL in PPA, suddivisi per area geografica (blu Europa, arancione Asia, verde America Latina, giallo Africa, Medio Oriente e Pakistan). Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI.

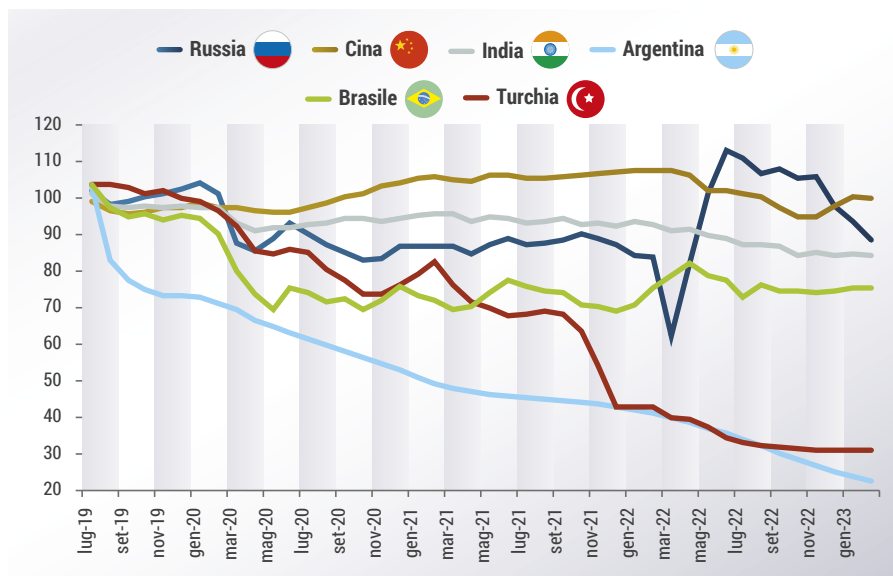
L'India, insieme alle Filippine, è uno dei paesi più esposti dal lato delle partite correnti, importando gran parte degli idrocarburi necessari a soddisfare il proprio fabbisogno energetico. Egitto, Pakistan, Thailandia e Brasile sono tra le economie emergenti che manifestano un più evidente "deficit gemello", ovvero un disavanzo simultaneo nelle partite correnti e nel bilancio pubblico. È rilevante notare come Turchia e Argentina, con evidenti problemi di iper-inflazione, manifestino anche squilibri sul piano fiscale e commerciale.

Non stupisce che proprio questi due paesi stiano scontando maggiormente fughe di capitali a seguito del rialzo dei tassi negli USA. Il cambio dollaro/peso argentino è in caduta libera da mesi, mentre la lira turca ha subito un crollo a seguito della guerra in Ucraina (Grafico 39). L'Argentina sconta anche l'incertezza politica legata all'avvicinarsi delle elezioni presidenziali, che incide sugli investimenti. Il rischio di insolvenza si ripercuote sul tasso di cambio.

Il real brasiliano, che si svalutava in seguito alla pandemia, si è lievemente apprezzato a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina, seppure i dati più recenti indichino una battuta di arresto. Infine, da notare come, l'economia russa rimane un'economia poco diversificata e legata all'andamento del prezzo degli idrocarburi: il tasso di cambio del rublo è calato di pari passo con la discesa dei prezzi di gas e petrolio.

**Grafico 39**  
**Peso argentino e lira turca**  
**in caduta libera e da fine 2022**  
**si svaluta il rublo**

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



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

**L'economia cinese accelera, senza inflazione** Il periodo di impasse legato all'uscita dalle politiche zero-Covid e il conseguente aumento dei contagi, ha lasciato più rapidamente del previsto la strada a una ripartenza veloce. Ciò è avvenuto anche sotto la spinta di un ritorno al turismo durante le vacanze del Capodanno lunare, a fine gennaio, in cui il volume dei viaggi turistici è aumentato del 23% su base annua e le entrate del turismo sono aumentate del 30%. Il settore dei servizi ha registrato i tassi di crescita più elevati, mentre l'industria non tiene ancora il passo, per via di una domanda internazionale ancora debole. Frenano soprattutto le esportazioni cinesi verso Stati Uniti ed Europa, in parte compensate dalle esportazioni verso la zona ASEAN.

I dati PMI confermano la ripartenza veloce dei servizi, in accelerazione a febbraio e con le aziende che segnalano il più rapido aumento dell'attività dallo scorso agosto. La ripresa è stata sostenuta dal più forte aumento di nuovi affari dall'aprile 2021, in rimbalzo dopo il ritiro delle restrizioni legate alle politiche zero-Covid. Gli indici PMI per la manifattura mostrano segnali di ripresa anche dal lato dei mercati esteri, con la crescita dei nuovi ordini di esportazione che ha raggiunto il massimo in quasi quattro anni. Per la manifattura, febbraio segna un ritorno alla crescita, con l'aumento sia della produzione che dei nuovi ordini. La ripartenza dell'industria dovrebbe accompagnarsi a nuovi aumenti dell'occupazione, rendendo l'offerta più solida e allentando quindi le pressioni sulle catene di approvvigionamento, con effetti positivi anche sui tempi di consegna.

Un'ulteriore spinta alla crescita proviene dal sostegno finanziario del Governo cinese al settore immobiliare, per facilitare il completamento delle costruzioni avviate, con effetti che si propagano su manifattura e servizi. Il provvedimento dovrebbe restituire dinamismo alla domanda di nuove abitazioni da parte delle famiglie.

La ripartenza cinese non sarà accompagnata da pressioni inflazionistiche perché, contrariamente a quanto accaduto in Europa e negli Stati Uniti, la spinta prevalente sarà sul lato dell'offerta e la politica monetaria manterrà un profilo moderatamente accomodante. Le pressioni sui prezzi nel frattempo sono rimaste sottotono, con le imprese che registrano solo lievi aumenti dei costi dei fattori di produzione e dei prezzi di vendita.

Per l'anno in corso, l'obiettivo governativo di crescita del PIL fissato intorno al +5% sembra quindi plausibile. La Cina è attesa mantenere lo stesso ritmo di crescita anche nel 2024.

**L'economia indiana rallenta per le politiche monetarie anti-inflazione** Dopo la rapida crescita economica, trainata dal rimbalzo della domanda rimasta compressa durante la pandemia, l'economia indiana sta rallentando a causa dell'aumento dell'inflazione, della politica monetaria più restrittiva e della रुपia più debole; fattori che stanno frenando la domanda stessa. Infatti, da un lato l'inflazione comprime i consumi delle famiglie, dall'altro i tassi di interesse elevati fanno da zavorra agli investimenti. La crescita del PIL rallenterà dal +6,8% del 2022 al +5,5% nel 2023. L'inflazione è attesa scendere da una media annua del +6,9% nel 2022 al +5,1% nel 2023. La Reserve Bank of India (RBI) ha aumentato il tasso repo di 25 punti base, al 6,50%, nel febbraio 2023, dopo un rialzo di 35 pb nel dicembre 2022. La RBI probabilmente alzerà nuovamente il tasso ufficiale nei prossimi mesi, portandolo al 6,75% entro la metà del 2023.

**Brasile: il rallentamento di USA ed Europa pesa sulle prospettive** La bassa crescita delle economie avanzate si trasmetterà all'economia brasiliana attraverso vari canali, tra cui un più elevato costo del capitale, minori afflussi di liquidità dall'estero, minore turismo e domanda estera debole. Tassi di interesse in aumento nelle economie sviluppate implicano, infatti, costi di indebitamento più elevati nel Paese e ridotti afflussi di capitale. Il tasso di *policy* in Brasile è al 13,75%, mentre l'inflazione è pari al +5,8%, portando a un tasso di interesse reale molto restrittivo (intorno al +8%).

Nel complesso, il rallentamento della domanda mondiale implica volumi di esportazioni brasiliane inferiori, anche se i prezzi delle materie prime restano ancora relativamente elevati e portano sollievo alle partite correnti. Il PIL è atteso crescere dell'1,5% sia nel 2023, sia nel 2024.

**Per ora, l'economia russa tiene** La Russia è riuscita a contenere i danni subiti dalle sanzioni dei paesi occidentali conseguenti all'invasione dell'Ucraina e dalla riduzione dei quantitativi di gas esportati in Europa. Ciò grazie all'impennata dei prezzi del gas stesso, che ha in parte compensato gli effetti negativi delle citate conseguenze della guerra. La recessione nel 2022 è stata più contenuta del previsto (-2,2%) e nel 2023 si attendono timidi segnali di ritorno alla crescita (+0,3%). Tuttavia, l'elevato grado di incertezza sull'evoluzione del conflitto si ripercuote anche sull'affidabilità di tale scenario previsivo.

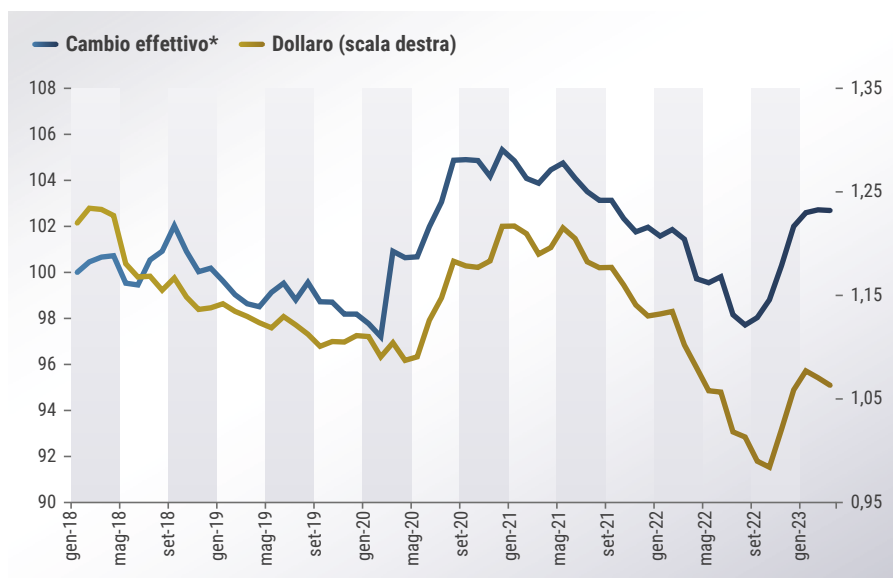
**Il conflitto alimenta le tensioni geopolitiche** L'incertezza generata dalla guerra in Ucraina pesa in modo particolarmente marcato sulle prospettive di sviluppo delle economie emergenti. Il precipitare delle relazioni tra Occidente e Russia e il protrarsi delle tensioni tra USA e Cina spingono verso un cambiamento marcato nei rapporti tra le economie avanzate e alcune economie di peso nei paesi emergenti (Cina, Russia e Iran *in primis*). Il rischio è che la "faglia di attrito" si cicatrizzi in una nuova "cortina di ferro", con il conseguente ritorno a un sistema di equilibri bipolari nell'arena internazionale.

**Euro in parziale risalita** Il tasso di cambio dell'euro sul dollaro, sceso sotto la parità a ottobre 2022, è risalito alla fine dell'anno e si posiziona, con una certa volatilità, intorno a 1,07 dollari nei primi mesi del 2023. Resta quindi sotto al precedente punto di minimo (febbraio-maggio 2020).

Il cambio effettivo nominale dell'euro (rispetto a 41 valute mondiali) ha registrato, invece, una dinamica molto più robusta, posizionandosi ampiamente sopra il minimo di tre anni fa. L'euro, infatti, si è rivalutato rispetto a un ampio insieme di valute, per gli effetti asimmetrici dell'invasione dell'Ucraina e i diversi tempi di reazione delle banche centrali nelle altre economie mondiali (Grafico 40).

## Grafico 40 Euro debole sul dollaro

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



\* Media geometrica ponderata dei tassi di cambio con 41 paesi extra-Area euro.  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il rafforzamento del dollaro era iniziato nel 2021, con le pressioni inflazionistiche e le aspettative di un avvio del processo di normalizzazione delle politiche della FED. Si è accentuato nel 2022, con l'avvio effettivo del forte rialzo dei tassi USA. La risalita dell'euro nell'ultimo bimestre 2022 è associata all'accelerazione negli aumenti dei tassi da parte della BCE.

## CAMBIO DOLLARO/EURO



2023  
1,07

2024  
1,07

Inoltre, il recupero della moneta unica è stato favorito dal parziale rientro dei prezzi energetici, che avevano peggiorato maggiormente i conti con l'estero europei e le prospettive (rispetto a quelle USA), e da una crescita economica più robusta nell'Area euro di quanto atteso, a fronte degli effetti del conflitto in Ucraina. Il recupero dell'euro è parziale e soggetto a variabilità, perché i prezzi energetici restano alti, anche in prospettiva, e l'incertezza geoeconomica è ancora elevata. Un possibile ulteriore peggioramento dei rapporti con la Russia continua a rappresentare un rischio al ribasso per la moneta unica.

Il CSC assume nel biennio previsivo un cambio dollaro-euro stabile intorno ai valori di inizio 2023 (1,07). Ciò corrisponde a un livello poco sopra i valori medi del 2022 (1,05), dopo un calo dell'11,3% rispetto al 2021 (1,18).





FOCUS



## Focus 1 - Il reddito disponibile reale delle famiglie italiane ha limitato i danni nel 2022

### IL REDDITO DISPONIBILE REALE DELLE FAMIGLIE ITALIANE È CALATO DEL



**-0,3%**

**NEI PRIMI 9 MESI DEL 2022**

#### Grafico A Una stima del reddito disponibile reale delle famiglie

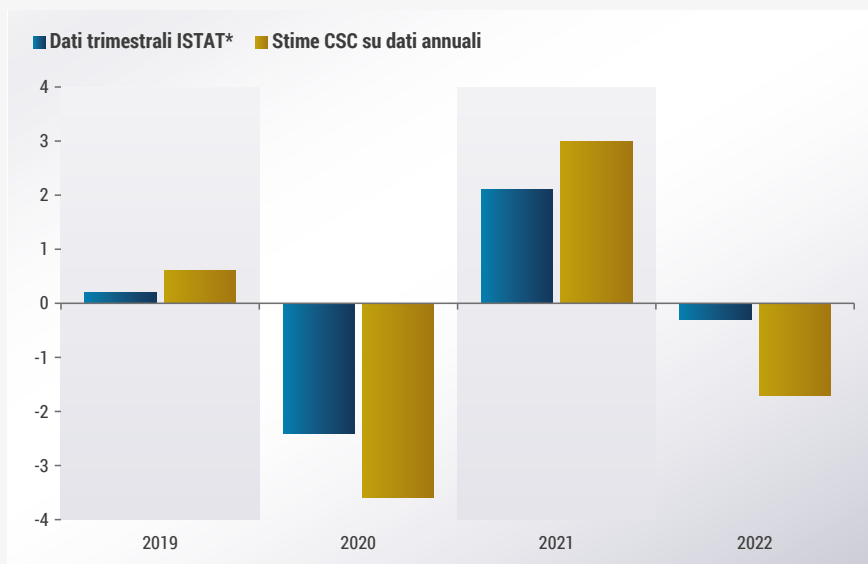
(Italia, variazioni % annue)

Il balzo dell'inflazione nel 2022, su valori che in Italia non si vedevano dagli anni Ottanta, ha colpito l'economia anzitutto attraverso la riduzione del valore dei redditi percepiti dalle persone: sulla base dei dati ISTAT di contabilità nazionale, la retribuzione di fatto media reale per ULA è diminuita.

Ma nella complessa architettura statistica dei conti nazionali, elaborati dall'ISTAT, c'è un'altra variabile economica particolarmente importante, da non confondere con le retribuzioni, che aggrega tutti i redditi percepiti (da lavoro e non) dall'insieme delle famiglie italiane: il reddito disponibile, espresso in termini reali. Questo aggregato include anche i contributi ricevuti dal settore pubblico ed è stimato al netto delle tasse.

Al momento, nella contabilità trimestrale, il dato ufficiale ISTAT sul reddito disponibile arriva solo fino al 3° trimestre 2022: il rilascio dei dati sul 4° trimestre è in calendario per il 5 aprile. Nei primi nove mesi del 2022, il reddito disponibile reale delle famiglie italiane era diminuito appena del -0,3% annuo. Sulla base dei dati annuali, è ora presumibile che nel 4° trimestre il reddito abbia subito un altro calo e, inoltre, che per i primi tre trimestri il dato sarà rivisto lievemente al ribasso.

Infatti, utilizzando i dati annuali di contabilità nazionale, il CSC ha stimato il reddito disponibile reale delle famiglie italiane per tutto il 2022. Ne emerge un risultato importante: è diminuito, ma non è crollato come si potrebbe pensare guardando all'aumento record dei prezzi, dell'8,1% annuo. La stima CSC è di un calo del reddito disponibile reale poco oltre l'1,5% (Grafico A)<sup>1</sup>.



\* Famiglie consumatrici; 2022 = primi 9 mesi.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Questa stima del reddito, che possiamo interpretare come un aver "limitato i danni" a fronte dell'enorme shock sui prezzi, è cruciale per tracciare la dinamica dei consumi complessivi delle famiglie: sia per capire il profilo re-

<sup>1</sup> Il reddito disponibile totale è stato espresso in termini reali in base al deflatore dei consumi (+7,4% nel 2022), non in base all'indice dei prezzi al consumo (che ha avuto una dinamica più elevata di quasi un punto) per coerenza con i criteri seguiti dall'ISTAT nell'elaborazione dei dati di contabilità trimestrale.

## CAMBIANO I CONSUMI DELLE FAMIGLIE ITALIANE



gistrato nel 2022, sia per prevedere gli andamenti nel biennio 2023-24 (si veda il par. 2).

I motivi di questo risultato sono vari:

- 1) riguardo ai redditi da lavoro, nel 2022 il calo delle retribuzioni pro-capite è stato in parte compensato dall'aumento significativo del numero di occupati. Quindi, il valore complessivo dei redditi da lavoro in termini reali è stato eroso solo in misura limitata;
- 2) l'anno scorso si è registrato un aumento dei redditi "non da lavoro", che includono quelli da interessi (in crescita, in un contesto di tassi in rialzo) e da distribuzione di utili (compresi, questi ultimi, dai rincari energetici);
- 3) un aumento dei trasferimenti dal settore pubblico, che includono gli interventi del Governo contro il caro-energia (circa 22 miliardi di euro alle famiglie, senza considerare le misure sui carburanti).

La sostanziale tenuta del reddito disponibile non significa che l'aumento dei prezzi non abbia avuto effetti sfavorevoli. In particolare, l'elevata inflazione può aver peggiorato la distribuzione dei redditi nel Paese. La stessa differenza tra il tasso di inflazione e il deflatore dei consumi evidenzia che le famiglie italiane nella fascia media di reddito hanno dirottato la spesa verso i beni meno impattati dall'aumento dei prezzi. Ciò è avvenuto nonostante gli interventi di *policy* adottati abbiano tentato di proteggere le fasce più povere della popolazione, come evidenziato dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio<sup>2</sup>.

Per quest'anno, difficilmente l'occupazione sarà in grado di mantenere la dinamica elevata del 2022 e l'andamento delle retribuzioni reali pro-capite sarà ancora negativo, con l'inflazione che rimarrà ancora su livelli storicamente alti. Quindi, il reddito disponibile reale difficilmente riuscirà a recuperare terreno nel 2023. Questo, a parità di tasso di risparmio, toglierà slancio ai consumi. Meglio andrà nel 2024, quando il rientro dell'inflazione è previsto concludersi.

<sup>2</sup> Si veda UPB, "Gli effetti distributivi dell'aumento dei prezzi e delle misure di sostegno in favore delle famiglie", *Flash UPB*, n. 2-2022.

## Focus 2 - L'intensità energetica dell'industria si riduce nel 2022: possibili spiegazioni

Molti anni di sostanziale stabilità geopolitica in Europa avevano garantito la "sicurezza" energetica sia in termini di copertura del fabbisogno di gas, come volumi fisici, sia in termini di competitività nei prezzi di fornitura, incoraggiando l'utilizzo di questa fonte energetica nell'attività produttiva delle imprese<sup>1</sup>. Sul finire del 2021, l'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche, in particolare del gas che si è trasferito anche all'elettricità, intensificatosi a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina nel febbraio 2022, ha posto seri rischi per il settore industriale.

**Prezzi di gas ed elettricità molto elevati nel 2022** Il prezzo del gas sul mercato europeo, che nel decennio 2010-2020 si aggirava attorno ai 20 euro/mwh, è aumentato in media nel 2022 di +928% rispetto al pre-Covid, raggiungendo picchi di 330 euro/mwh la scorsa estate. Dinamica simile per il prezzo dell'elettricità che, in Italia, ha registrato un aumento significativo raggiungendo in media i 304 euro/mwh al prezzo d'acquisto (+533% nel 2022 dal pre-Covid). Infine, il petrolio, sebbene in maniera più contenuta, è rincarato del +68% nel 2022 dal pre-pandemia.

Tali rincari hanno influito significativamente sulle bollette energetiche delle imprese italiane, che ne hanno subito in maniera eterogenea gli effetti negativi sui costi di produzione<sup>2</sup>. Nel complesso, i consumi di energia dell'industria<sup>3</sup> italiana rappresentano quasi un quarto dei consumi di energia del totale economia. In particolare, il settore industriale è un grande consumatore di gas, petrolio, elettricità, rappresentando circa il 22% del consumo totale.

**NEL 2022 IL CONSUMO DI ENERGIA NELL'INDUSTRIA È DIMINUITO DEL**



**-9,2%**

**Riduzione dell'intensità energetica** L'industria italiana ha reagito ai rincari diminuendo l'uso complessivo di energia, sia in assoluto (-9,2% nel 2022), che per unità di prodotto<sup>4</sup>. La riduzione dell'intensità energetica non è un fenomeno nuovo: da decenni i paesi occidentali hanno fatto grandi sforzi su questo fronte.

Negli ultimi anni il *decoupling* tra performance economica di un paese e l'utilizzo di risorse energetiche, nonché la capacità di un'economia di slegare l'ammontare di ricchezza prodotta dall'utilizzo di risorse e dall'impatto ambientale, è al centro della transizione energetica. La lotta al cambiamento climatico e l'evoluzione verso un paradigma economico che si pone come obiettivo la riduzione delle emissioni climalteranti accelera, infatti, la trasformazione produttiva verso modelli più sostenibili e meno esposti alle fonti fossili, con l'intento anche di favorire prezzi energetici contenuti e bollette meno onerose. Nel 2022 il processo potrebbe essersi intensificato, in ragione dei prezzi inediti di tali fonti.

<sup>1</sup> IEA, "Energy Security in Energy Transitions", *World Energy Outlook 2022*.

<sup>2</sup> Centro Studi Confindustria, "I prezzi record dell'energia fanno salire i costi delle imprese italiane alle stelle", *Rapporto di previsione*, Focus 5, ottobre 2022.

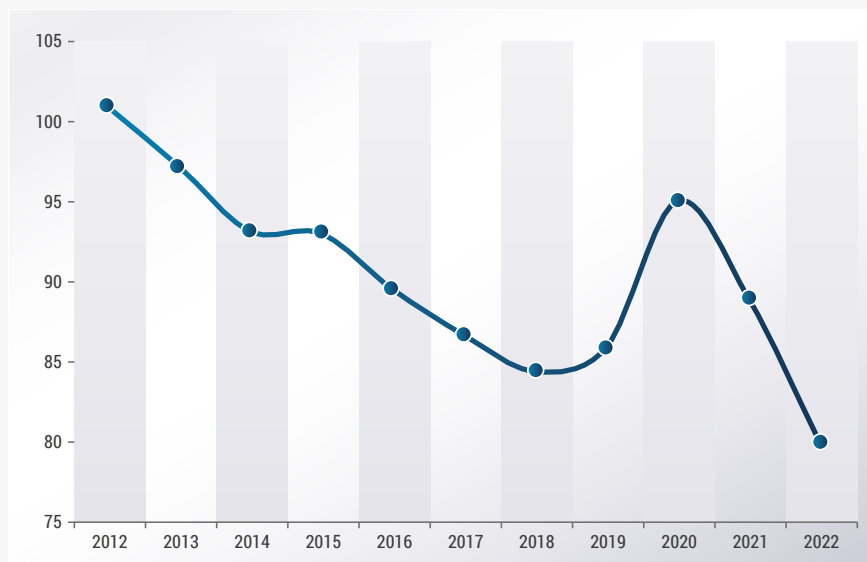
<sup>3</sup> Nella definizione di energia consideriamo come fonti il gas naturale, il petrolio e l'elettricità, mentre non viene incluso il carbone. Questa definizione vale per tutto il resto del documento.

<sup>4</sup> Dati ENEA. La definizione di industria utilizzata da ENEA, che riprende quella dei bilanci energetici fonte Eurostat, comprende anche il settore delle costruzioni. Tuttavia, sottraendo la quota di consumi energetici del settore edile (fonte Eurostat 2021) dal totale, la variazione congiunturale percentuale 2022 su 2021 non cambia, dato il basso peso del settore. Consideriamo il settore industriale includendo l'attività estrattiva e la manifattura, ma al netto del settore energetico e delle costruzioni.

### Grafico A Scende l'intensità energetica dell'industria italiana

(Tonnellate equivalenti di petrolio per milione di euro di valore aggiunto a valori concatenati 2015= 100\*).

Nel 2012 l'intensità energetica dell'industria italiana era pari a 101 tonnellate equivalenti di petrolio per milione di euro di valore aggiunto. Nel 2020 e nel 2021 la pandemia ha parzialmente interrotto questo processo virtuoso. Nel 2022, il rapporto è sceso a 79,9, riducendosi di circa il 10% rispetto al 2021, a fronte di una sostanziale tenuta del valore aggiunto dell'industria (Grafico A). L'intensità energetica sembra quindi essersi riportata sul sentiero di riduzione di lungo termine.

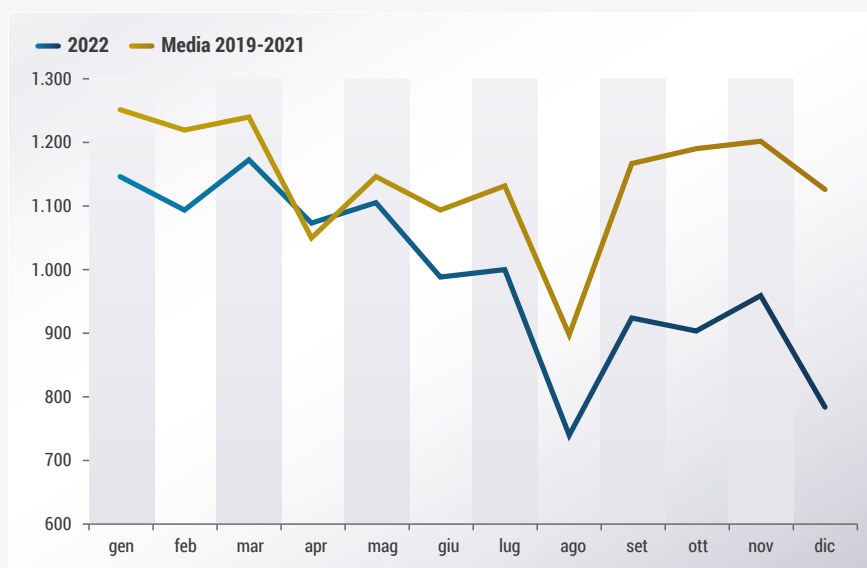


\* Rapporto tra consumi energetici di gas, petrolio ed elettricità nell'industria su valore aggiunto. Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ENEA, Eurostat e ISTAT.

### Grafico B Calo di consumi di gas nell'industria

(Italia, milioni di metri cubi, dati mensili)

**Diminuiti i consumi di gas, soprattutto nell'industria** Nel ridurre i consumi energetici, l'economia italiana, così come altre economie europee, ha compresso soprattutto i consumi di gas (Grafico B). In parte per effetto dei timori di razionamento dei volumi provenienti dalla Russia, in parte come risposta al forte rincaro del prezzo; un qualche ruolo possono aver avuto anche le sollecitazioni governative nazionali ed europee che hanno invitato a perseguire un *target* di riduzione dei consumi di gas<sup>5</sup>; insieme anche alle temperature in media più miti.



Nota: media 2019-2021 come media di dati mensili. Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati SNAM.

<sup>5</sup> Il Consiglio europeo nel regolamento (EU) 2022/1369 ha indicato un obiettivo di riduzione

## NEL 2022 RIDUZIONE DI CONSUMI DI GAS NELL'INDUSTRIA ITALIANA DEL



**-14,9%**

## E DI ELETTRICITÀ DEL



**-5,6%**

Complessivamente, in Italia i consumi di gas si sono ridotti di -6,7% nel 2022 rispetto alla media 2019-2021. Il calo più consistente è attribuibile proprio alle imprese industriali, che hanno diminuito i consumi di -13,2% (-14,9% rispetto al 2021), contro un calo di -9,4% nel settore civile, comprendente anche il residenziale, e una lieve diminuzione (di -1,0%) nel settore termoelettrico. Una riduzione dei consumi di gas ha interessato anche gli altri paesi europei: in Germania -14% (-21% nell'industria) nel 2022 rispetto alla media 2019-21, in Francia -9% (-13%) e in Spagna -3% (-14%)<sup>6</sup>.

**Diminuita anche l'elettricità, ma meno intensamente** Anche il consumo di elettricità nell'industria è diminuito di -5,6% nel 2022 rispetto al 2021. Una riduzione molto più ampia rispetto a quanto fatto dal sistema economico italiano nel suo complesso (-1,0%).

**Contributo eterogeneo all'intensità energetica** Un minor consumo di energia per unità di prodotto, cioè una riduzione dell'intensità energetica, può essere ottenuto, alternativamente o in maniera complementare, con:

1. un aumento dell'efficienza energetica a parità di tecnologia, impianti e macchinari;
2. una ricomposizione settoriale della produzione, verso i settori a minore intensità energetica;
3. un cambiamento nelle tecnologie di produzione e/o di impianti e/o macchinari volto a ridurre il consumo di energia per unità di prodotto (es. la siderurgia da forni elettrici utilizza una tecnologia più efficiente rispetto a quella a ciclo integrale). Questo di solito richiede tempi abbastanza lunghi di implementazione e quindi è difficile che si realizzi nei mesi successivi a uno shock come quello verificatosi nel 2022.

Peraltro, è difficile isolare l'impatto dei cambiamenti tecnologici da quello di un migliore utilizzo delle tecnologie esistenti (entrambi comportano un miglioramento dell'efficienza energetica).

L'accelerazione nella riduzione dell'intensità energetica nel 2022 è misurata sull'aggregato complessivo dell'industria, che potrebbe nascondere diverse eterogeneità settoriali e non consente di identificare il contributo singolo di ciascun settore alla minore intensità energetica.

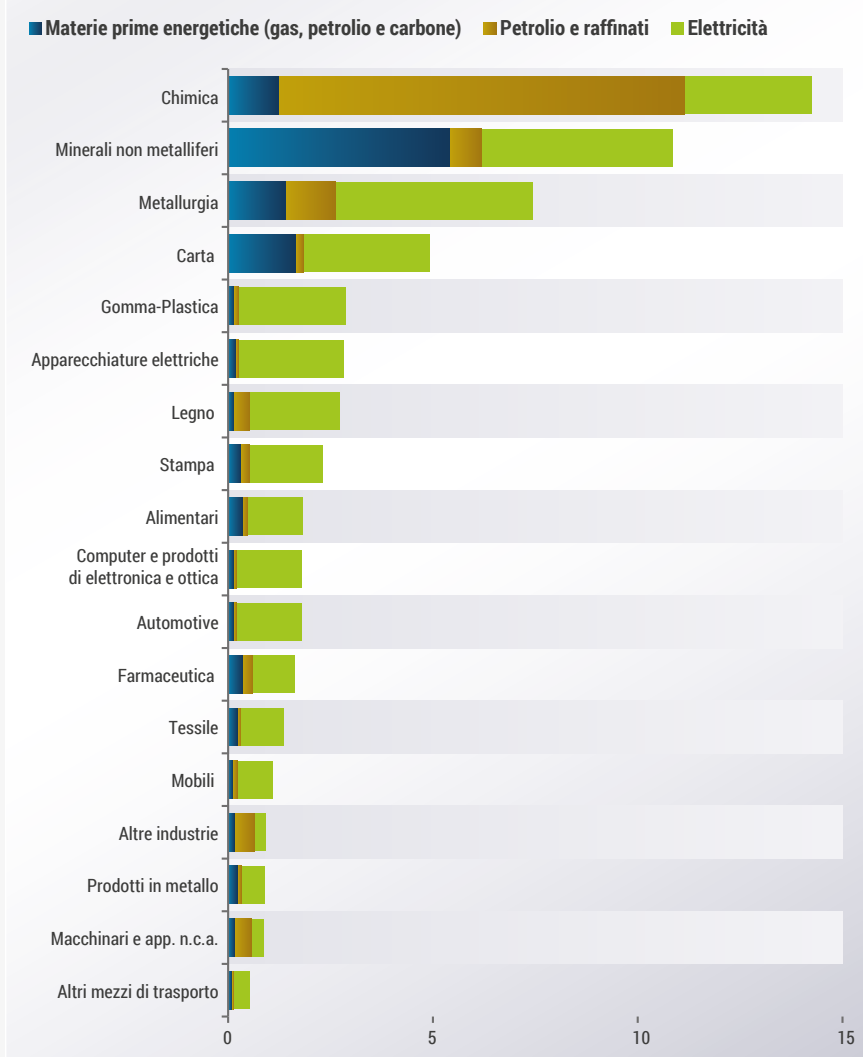
**Maggiore l'incidenza settoriale dei consumi energetici...** Un segnale di una significativa eterogeneità settoriale proviene dalla fotografia che illustra l'incidenza dei consumi energetici (acquisto di materie prime, di raffinati del petrolio, di servizi energetici) nei diversi settori sul totale della produzione (Grafico C).

della domanda di gas del 15% tra il 1° agosto 2022 e il 31 marzo 2023. In Italia il Piano nazionale di contenimento dei consumi di gas ha indicato una riduzione dei consumi coerente con il 15% del Regolamento UE, pari quindi almeno a 8,2 miliardi di metri cubi di gas naturale.

<sup>6</sup> Per maggiori dettagli sulla riduzione dei consumi di gas si veda Bruegel, "European Natural Gas Demand Tracker"; 17 febbraio 2023

## Grafico C L'incidenza dei consumi energetici per settore produttivo

(Italia, manifattura, valori %\*, 2019)



\* Valore % calcolato come consumo energetico dei settori Ateco B5/B6, Ateco C19, Ateco D su produzione a prezzi base per settore.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

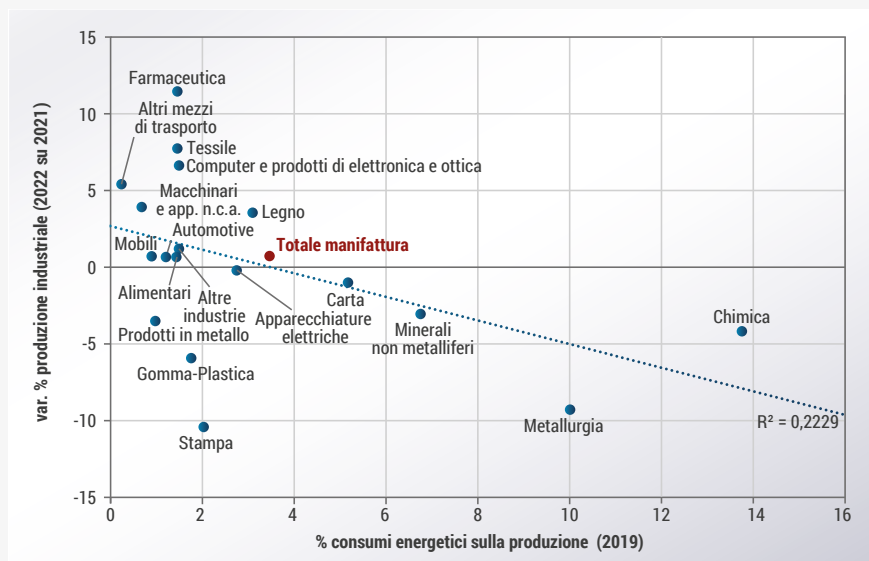
I settori della chimica, metallurgia, carta, minerali non metalliferi sono quelli in cui l'incidenza dell'energia è più elevata: nel 2019, 4,9% nella carta, 7,4% nei minerali non metalliferi, 10,8% nella metallurgia e 14,3% nella chimica. Tali settori, oltre a consumare elettricità, dipendono anche da altre materie prime energetiche. In particolare, consumano una quota di gas superiore al 45% del proprio consumo totale di energia; insieme, contribuiscono per più del 70% al consumo totale di gas. Al contrario, in gran parte degli altri settori, l'incidenza dei consumi energetici non arriva al 4% del totale della produzione.

**... peggiore la dinamica della produzione e più elevata la riduzione dei consumi** Se si mette in relazione la performance dei diversi settori industriali nell'ultimo anno (la dinamica della produzione industriale; Grafico D), con la corrispondente incidenza dei consumi energetici (la quota di tali input sulla produzione), si rileva una forte correlazione negativa. In altre parole, i settori caratterizzati da una minore incidenza dei consumi energetici per unità prodotta sono quelli la cui produzione è cresciuta maggiormente perché hanno subito un minor impatto negativo dai rincari dello scorso anno. Al contrario, i settori più *energy intensive* sono stati "costretti" dai rincari dell'energia a ridurre la produzione, e così anche i consumi di energia. La riduzione dell'intensità energetica dell'industria è, quindi, il risultato di una "forzata" ricomposizione settoriale del sistema produttivo.



## Grafico D Maggiore incidenza degli input energetici, minore produzione industriale

(Italia, valori %)



\* Sull'asse delle ascisse c'è la quota di consumo energetico dei settori Ateco B5/B6, Ateco C19, Ateco D sulla produzione a prezzi base per settore.

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

Tra i settori che hanno registrato una variazione della produzione industriale peggiore nel 2022 vi sono, infatti, proprio le quattro attività più *energy intensive*: chimica (-4,1% nel 2022), metallurgia (-9,2%), minerali non metalliferi (-2,9%), carta (-1,0%).

Complessivamente, la produzione industriale dei beni intermedi (il raggruppamento più energivoro) si è ridotta di -2,4% nel 2022, mentre la produzione totale è cresciuta di +0,4%.

Questa è stata complessivamente spinta dalla performance positiva degli altri settori a minore intensità energetica, come quello della farmaceutica (+11,4%), dei computer e prodotti di elettronica (+6,6%), il tessile (+7,8%), l'*automotive* (+0,6%), i mezzi di trasporto (+5,4%) e i macchinari e apparecchiature elettriche (+3,9%) che, grazie al graduale venir meno delle restrizioni anti-Covid e delle difficoltà di approvvigionamento, hanno proseguito il recupero dell'attività per tutto il 2022.

Quindi, la sostanziale riduzione dei consumi di gas nel settore industriale è attribuibile ai settori *energy intensive* che hanno visto ridursi maggiormente i volumi di attività e, quindi, il valore aggiunto.

Anche nel confronto europeo, emerge il minor peso in Italia, in termini di valore aggiunto, dei comparti *energy intensive* sul totale manifattura (Tabella A), che sono proprio i settori più colpiti dai rincari dell'energia. Ciò spiegherebbe, in parte, l'ottima dinamica della produzione industriale italiana rispetto a quella degli altri grandi paesi manifatturieri europei.

## Tabella A Valore aggiunto

(% totale manifattura, 2019)

	Italia	Germania	Francia	Spagna
Carta	2,2	1,7	1,7	2,8
Chimica	4,4	6,9	9,0	6,8
Minerali non metalliferi	3,9	2,6	3,3	4,7
Metallurgia	2,7	3,2	2,4	3,5
Totale	13,3	14,4	16,5	17,7

I settori *energy-intensive* presentano una quota di consumi energetici su valore aggiunto superiore a quella del settore mediano.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

**Futuro: quali i rischi per l'industria?** La persistenza di costi energetici più elevati in Europa, sebbene su livelli inferiori rispetto ai picchi del 2022, potrebbe rendere meno competitive le produzioni europee rispetto a quelle di altri partner commerciali come Stati Uniti e Cina. Ciò è particolarmente vero per quelle attività in cui risulta molto difficile ridurre l'intensità energetica e che, peraltro, sono spesso più esposte alla concorrenza internazionale. Il rischio è un ampliamento dei divari settoriali, con effetti permanenti nelle performance dei comparti manifatturieri più *energy intensive*. Per questi settori occorre una strategia che agevoli gli investimenti per accelerare la transizione energetica e nel frattempo li protegga dalla concorrenza internazionale. Ciò è cruciale per evitare la deindustrializzazione del continente.

## Focus 3 - Quale impatto dei rialzi dei tassi ufficiali su investimenti e PIL?

### I CANALI DI IMPATTO DEL RIALZO DEI TASSI SUGLI INVESTIMENTI IN ITALIA



**SALE IL COSTO DEL CREDITO**



**LA SPESA PER INTERESSI DELLE IMPRESE È STIMATA AUMENTARE DI 6,8 MLD**



**TASSI ALTI SCORAGGIANO LA RICHIESTA DI NUOVI PRESTITI**

Per provare a ridurre l'inflazione, la BCE ha iniziato a rialzare il tasso di interesse ufficiale a luglio 2022, quando era a zero e, in poco più di otto mesi li ha alzati altre cinque volte e a ritmi molto sostenuti, mai meno di 50 punti base (vedi par. 7).

**L'impatto sull'economia italiana tramite il credito** Sugli effetti restrittivi dei rialzi gli economisti sono quasi tutti concordi. A partire dalla stessa BCE, che lo scrive ripetutamente a ogni nuova mossa. La stretta monetaria, infatti, toglie inequivocabilmente risorse agli investimenti delle imprese e frena le nuove operazioni di finanziamento (e fa lo stesso per le famiglie e i consumi).

i. Il costo del credito per le imprese italiane è salito a gennaio a 3,72% sulle nuove operazioni (ultimi dati disponibili), da 1,18% a fine 2021, è salito ancora nei primi mesi dell'anno (in relazione ai rialzi del tasso ufficiale) e presumibilmente continuerà a salire nei prossimi mesi (per effetto del rialzo di marzo). La quota di imprese industriali che ottiene credito solo a condizioni più onerose è cresciuta al 42,9% (da 7,3% un anno prima). Ciò segue, appunto, il rialzo del tasso BCE, mentre il BTP da alcuni mesi è già sopra al 4,00%.

ii. Ai valori attuali dei tassi pagati dalle imprese, man mano che i prestiti vengono rinnovati a scadenza e considerando anche l'alta quota di operazioni a tasso variabile, la spesa per interessi delle imprese è stimata aumentare di 6,8 miliardi di euro in un anno. Si tratta dello scenario peggiore delineato dal CSC già a fine 2022 (si veda l'infografica di novembre 2022<sup>1</sup>), visto che i tassi pagati dalle aziende italiane hanno poi seguito in pieno il rialzo dei tassi di riferimento.

Questi maggiori esborsi delle imprese, a parità di risorse generate internamente, riducono le risorse proprie disponibili per effettuare nuovi investimenti. Si tratta di un ammontare significativo: gli investimenti delle società non finanziarie in Italia sono pari a circa 180 miliardi all'anno, per cui il maggior onere sul credito in essere è pari quasi al 4% delle risorse finanziarie necessarie per sostenere tali ritmi di investimento. Se le imprese dovessero tagliare gli investimenti di questo intero ammontare per mancanza di risorse, si avrebbe un effetto recessivo di tale ordine di grandezza.

iii. I tassi più alti scoraggiano la richiesta di nuovi prestiti per finanziare investimenti, che sarebbero più onerosi. Come indica chiaramente l'indagine sul credito di Banca d'Italia, secondo cui la domanda di credito delle imprese per investimenti è in forte calo da vari trimestri.

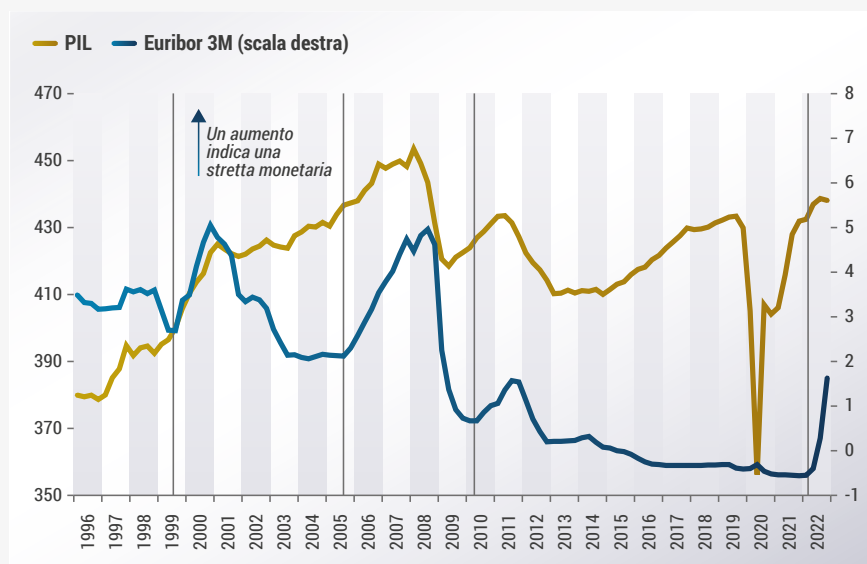
iv. La liquidità in azienda oggi in Italia non è più così abbondante, cioè non ci sono ampie risorse liquide che possano essere trasformate in immobilizzazioni, per sostenere il ritmo degli investimenti. L'ammontare dei depositi delle imprese italiane, dopo il balzo nel 2020, ha smesso di crescere nel 2022; è in calo se misurato rispetto alle maggiori esigenze operative anche se questo dato è sintesi di situazioni variegata (per alcune imprese le condizioni sono diventate difficili, per il caro-bollette che richiede più esborsi; per altre la liquidità resta abbondante).

A causa di questi canali di impatto, tra loro legati, l'aumento dei tassi di interesse è tipicamente seguito da una frenata degli investimenti delle imprese. Anche per i consumi delle famiglie si determina un effetto recessivo, per motivi analoghi. E quindi, la stretta monetaria conduce quanto meno a un marcato rallentamento dell'economia, visto che vengono colpite due delle tre componenti della domanda.

<sup>1</sup> Infografica dal CSC, "L'onda lunga del rialzo dei tassi inizia a colpire anche il costo del credito per le imprese italiane: ai valori attuali +2,3 miliardi in un anno", novembre 2022.

## Grafico A Gli impatti negativi del rialzo dei tassi sul PIL italiano

(Valori concatenati, dati trimestrali  
in miliardi di euro, valori %)



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

Come indicato dalla letteratura economica, le decisioni sui tassi si trasmettono quasi immediatamente sui mercati finanziari, mentre è molto più graduale la trasmissione sulle condizioni finanziarie di famiglie e imprese, e poi queste rivedono più lentamente le loro decisioni di consumo e investimento. Per questo i rialzi dei tassi impattano l'economia reale con ritardi ampi e variabili. L'ampiezza di questi ritardi è influenzata dalla struttura dell'economia, dalle aspettative sui mercati finanziari, dalle decisioni di famiglie e imprese, dall'interazione tra tutti questi fattori. Inoltre, la concomitanza con altri eventi economici (il rimbalzo post-pandemico, lo shock energetico), rende più complessa la valutazione dei "lunghi e variabili" ritardi della politica monetaria<sup>2</sup>.

Evidenze empiriche mostrano che per l'Eurozona, in media, un rialzo dei tassi raggiunge la sua piena efficacia in termini di impatto sul PIL dopo un anno e mezzo, e sull'inflazione tra uno e due anni. Quindi i rialzi dei tassi decisi dalla BCE non hanno ancora sviluppato pienamente i loro effetti e ciò imporrebbe molta prudenza alla stessa Banca centrale.

Se, infatti, la politica monetaria deve evitare che una temporanea impennata dell'inflazione diventi un fenomeno persistente sostenuto da fattori di domanda, allo stesso tempo deve raggiungere l'obiettivo senza mettere a rischio la stabilità finanziaria e minimizzando gli impatti negativi sull'economia.

<sup>2</sup> Il concetto di "long and variable lags" della politica monetaria deve la sua prima analisi a Milton Friedman (1972), utilizzando una metodologia semplice per individuare i ritardi: la correlazione fra la variazione degli aggregati monetari, la produzione industriale e l'indice dei prezzi al consumo, usando dati USA con una serie di anticipi e ritardi. La conclusione principale è che occorre un lungo periodo di tempo prima che si manifestino effetti di variazioni monetarie sull'attività economica, con un effetto medio che varia tra i 12 e i 16 mesi.

## UN RIALZO DEI TASSI RAGGIUNGE LA SUA PIENA EFFICACIA



DOPO OLTRE UN ANNO  
SUL PIL



TRA UNO E DUE ANNI  
SULL'INFLAZIONE

In questo senso, seppur con ampia incertezza, diversi elementi lasciano ritenere che le decisioni di politica monetaria già adottate siano più che sufficienti.

Innanzitutto, il peggioramento delle ragioni di scambio e la perdita di potere d'acquisto causati dai rincari dell'energia hanno già contenuto la domanda aggregata nell'Eurozona, attenuando le pressioni sui prezzi: nel 3° trimestre 2022 (ultimo disponibile) la domanda di beni e servizi era ancora sotto i livelli pre-pandemia.

Il numero di disoccupati continua a rimanere ben al di sopra dell'offerta di lavoro: nell'Eurozona supera di 6 milioni quello dei posti vacanti. Allo stesso tempo, la crescita dei salari è moderata, attorno al 3%, e non ci sono indizi di una spirale salari-prezzi.

Inoltre, la riduzione del prezzo del gas nei primi mesi di quest'anno, facendo venire meno la ragione principale dell'aumento dell'inflazione (nel 2022 ha pesato per circa il 60% sull'aumento dei prezzi), consentirà il lento rientro della stessa.

Infine, nell'Eurozona, le stesse aspettative di inflazione a 12 mesi che emergono dai mercati finanziari, cui è legato sia l'andamento dei salari che quello dell'inflazione, sono al momento al 2,7%, dal picco del 7,5% raggiunto ad agosto scorso (medie mensili); mentre le aspettative a lungo termine sono intorno all'obiettivo del 2%.

È quindi essenziale grande cautela da parte della BCE nel procedere a nuovi aumenti dei tassi perché la probabilità che questi si rivelino eccessivi rispetto alla situazione sta crescendo molto velocemente e rappresenta uno dei principali fattori di rischio dell'attuale quadro economico. I prestiti alle imprese nell'Eurozona, guardando medie trimestrali annualizzate, sono diminuiti a gennaio dell'1,3% da una crescita del 9,8% a ottobre scorso.

Rialzi eccessivi, infatti, avrebbero importanti effetti negativi sulla crescita di tutti i paesi dell'Area e potrebbero mettere a rischio la stabilità finanziaria. In questo senso, l'aumento senza precedenti dei tassi ufficiali da parte di un elevatissimo numero di banche centrali al mondo può avere ripercussioni negative difficilmente quantificabili al momento. Nell'Unione monetaria, anche per effetto della sua incompleta definizione e dei ritardi nella realizzazione dell'unione bancaria e del mercato dei capitali, il rischio di frammentazione dei mercati finanziari rimane elevato.

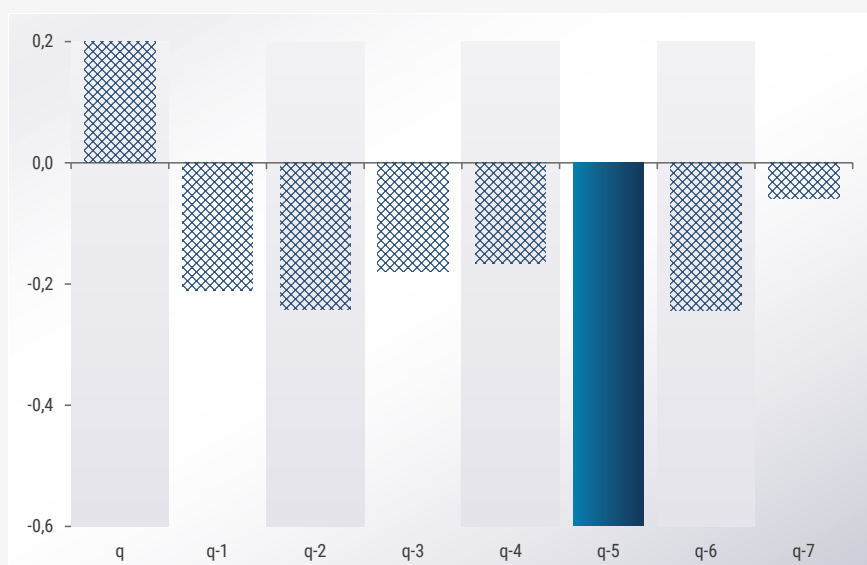
**Una stima single equation per l'Italia** Se la letteratura indica tempi dilatati per l'impatto dei rialzi dei tassi sul PIL nell'Eurozona, è importante quantificare i ritardi per quel che riguarda l'economia italiana. Una semplice analisi econometrica realizzata dal CSC, che mette in relazione il tasso di interesse Euribor a 3 mesi, cioè il tasso interbancario preso come riferimento dell'Eurosistema (e i suoi ritardi) con il PIL, in un periodo che va dal 1996 al 2022, permette di stimare dopo quanti trimestri si materializza l'effetto della politica monetaria sulla crescita economica.

Nella specificazione econometrica<sup>3</sup> sono incluse, oltre al tasso di interesse, altre variabili esplicative, tra cui il prezzo del gas (il cui impatto negativo maggiore sul PIL è già stato stimato dal CSC avvenire tra il quarto e il sesto trimestre successivo<sup>4</sup>).

<sup>3</sup> Un risultato simile si ottiene considerando come variabile dipendente la variazione dell'indice di produzione industriale, con un coefficiente negativo e significativo al ritardo coincidente al 4° trimestre.

<sup>4</sup> Centro Studi Confindustria, "Un confronto con le crisi petrolifere", *Rapporto di previsione*, Focus 1, ottobre 2022.

**Grafico B**  
**La risposta del PIL italiano**  
**a un rialzo dei tassi:**  
**stima *single equation***  
*(Valori %, dati trimestrali)*



Nota: la specificazione econometrica include come variabile dipendente il PIL (logaritmo delle diff. prime) e come variabili indipendenti il tasso Euribor a 3 mesi (logaritmo delle diff. prime del tasso indicizzato) e i suoi ritardi, il prezzo del gas (logaritmo delle diff. prime) con i suoi ritardi, il tasso di crescita annua dell'indice dei prezzi al consumo, il deflatore del PIL, il numero di occupati (tutti espressi in logaritmi delle diff. prime). Il *lag* (q-5) è quello relativo al coefficiente risultato significativo sulla base del p-value <0,05. Sull'asse delle ordinate viene riportato il valore medio del coefficiente ottenuto dai diversi sotto-periodi considerati.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, S&P Global, Refinitiv e Banca mondiale.

**Una stima VAR** L'analisi econometrica è stata condotta dal CSC anche con un modello multivariato (VAR), che include (come nella stima precedente) il tasso Euribor a 3 mesi e il PIL italiano, ma anche il rendimento medio dei BTP e il tasso di interesse sui prestiti alle società non finanziarie. La stima è realizzata nel periodo di 20 anni che va dal 3° trimestre del 1999 (a partire dall'introduzione dell'euro) al 4° trimestre del 2019 (per escludere la pandemia).

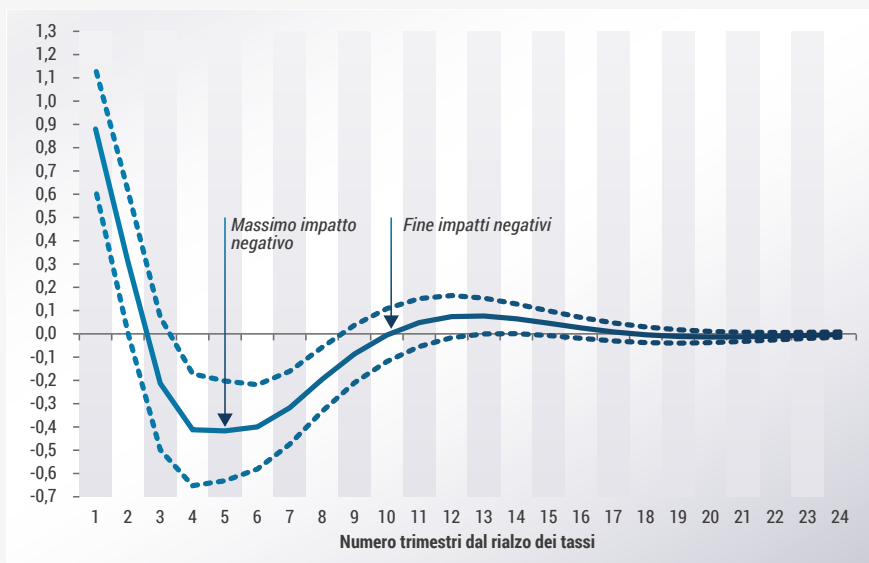
Il meccanismo di trasmissione così delineato tiene conto sia del canale del credito alle imprese (e alle famiglie), che si riflette sulle scelte di investimento (e di consumo), sia del canale dei rendimenti dei titoli pubblici italiani, che comporta un maggior onere per interessi dello Stato e, quindi, una minore possibilità di spesa pubblica.

La stima del VAR evidenzia che un aumento dei tassi di politica monetaria dell'1%, di cui l'Euribor a 3 mesi è utilizzato come una *proxy*, determina un effetto complessivamente negativo e statisticamente significativo, che raggiunge un picco in corrispondenza del 5° trimestre (pari a -0,42%; Grafico C). La risposta del PIL è inizialmente positiva (come confermato da una vasta letteratura empirica, che trova origine in Sims<sup>6</sup>), ma in termini cumulati è univocamente negativa (pari a -0,57%) e persistente: si protrae per dieci trimestri, ovvero due anni e mezzo.

<sup>5</sup> Il coefficiente medio riportato, nonché l'elasticità del tasso di crescita del PIL al tasso di interesse, per ciascun ritardo della variabile di interesse (tasso Euribor a 3 mesi) è una media tra le stime ottenute su vari sotto-periodi (1999-2022, 2005-2019, 1999-2019).

<sup>6</sup> Sims C.A., "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", *European Economic Review*, 1992, 36 (5), pp. 975-1000. Si veda anche: Cochrane J.H., *Expectations and the Neutrality of Interest Rates*, 2023.

**Grafico C**  
**La risposta del PIL italiano**  
**a un rialzo dei tassi: stima VAR**  
*(Valori %, dati trimestrali)*



Nota: le linee tratteggiate indicano l'intervallo di confidenza, calcolato a -2 e +2 deviazioni standard.  
 Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria.

I risultati sono robusti all'utilizzo di diversi periodi alternativi di stima (come il 1999-2022, il 2005-2019, il 1999-2010) e all'inclusione di ulteriori variabili, quali il tasso di cambio euro-dollaro, il prezzo del petrolio e il tasso di disoccupazione italiano.

**IL LAG STIMATO**  
**TRA TASSI E PIL È DI**



**5 TRIMESTRI**

**Conclusioni** Le due stime del CSC convergono su un *lag* di cinque trimestri tra un aumento dei tassi e il massimo impatto negativo sul PIL. Dunque, l'impatto recessivo tarderebbe oltre un anno nel dispiegarsi interamente. Si tratta di stime sostanzialmente in linea con quelle citate prima riguardo l'intera Eurozona.

Applicando questo risultato allo scenario attuale, se si considera che il rialzo BCE è partito a inizio del 3° trimestre 2022, l'indicazione è che il maggior impatto recessivo in Italia si vedrà entro la fine del 2023, anche se la stretta inizia a frenare l'economia già nel corso di quest'anno.

## Focus 4 - Come si spiega l'ottima performance dell'export italiano nonostante i numerosi shock?

### EXPORT ITALIANO DI BENI A PREZZI COSTANTI



**+13,8%**

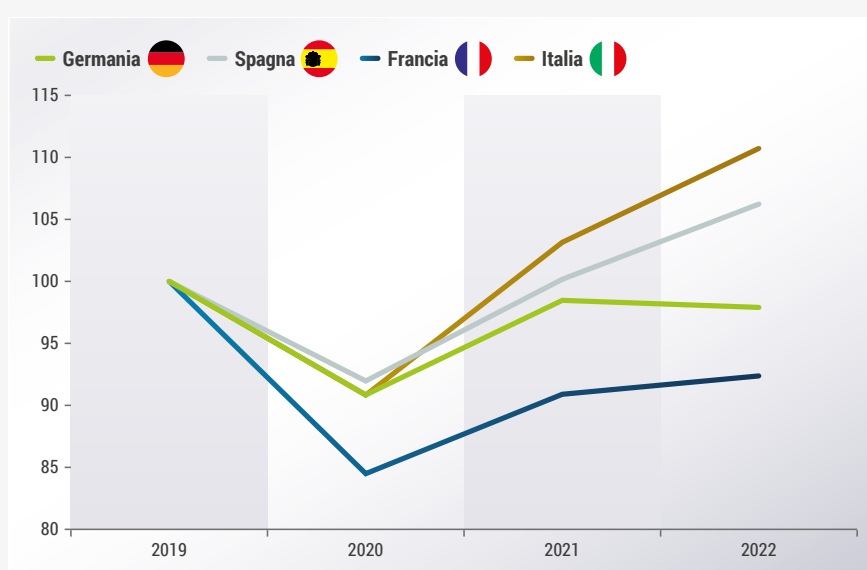
NEGLI ULTIMI QUATTRO ANNI

#### Grafico A Export italiano migliore dei partner europei

(Beni, dati doganali deflazionati con i prezzi alla produzione per l'estero, 2019=100)

**Molto positivo l'export italiano** La dinamica delle esportazioni italiane si è dimostrata robusta agli shock globali degli ultimi anni, sia in termini assoluti che relativamente a quella degli altri principali esportatori europei.

Negli ultimi quattro anni, infatti, le vendite all'estero di beni italiani sono cresciute complessivamente del 13,8%, a prezzi costanti (dati doganali), nonostante la caduta subita nel 2020. La performance italiana risulta nettamente migliore di quelle della Spagna (+7,6%) e soprattutto della Germania (-2,0%) e della Francia (-4,7%). Si è creata, quindi, un'ampia forbice rispetto alle esportazioni tedesche e francesi, che nel 2022 si posizionano ancora sotto ai livelli pre-Covid (Grafico A).



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

Su questa performance molto positiva influiscono numerosi fattori, in buona parte strutturali, che hanno sostenuto la competitività dell'industria italiana in un contesto internazionale reso estremamente sfidante e incerto dagli shock del Covid e dell'invasione russa in Ucraina, dalle tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina e dalle trasformazioni produttive connesse alla doppia transizione *green* e digitale.

In questo Focus passiamo in rassegna, senza pretesa di esaustività, i principali punti di forza della manifattura italiana, che potranno sostenere la dinamica dell'export anche nell'orizzonte previsivo.

### I PUNTI DI FORZA DELLA MANIFATTURA ITALIANA



**RAFFORZAMENTO DELLA BASE MANIFATTURIERA**

**Una base manifatturiera ridotta ma rafforzata** In primo luogo, la forte e dolorosa contrazione della base manifatturiera, in atto da più di dieci anni, è andata di pari passo con un rafforzamento dell'insieme delle imprese attive, in termini di dimensione, internazionalizzazione e resilienza agli shock.

Il numero delle imprese manifatturiere in Italia, infatti, si è drasticamente ridotto del 23,7% dal 2007 al 2020 (-112mila unità). Una dinamica simile è stata registrata in Spagna (-21,0%), mentre in Francia il calo è stato molto più contenuto (-7,0%) e in Germania, al contrario, è avvenuto un significativo aumento (+10,1%)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Si veda anche De Nardis S., "Perché vince la manifattura", *News InPiù*, 13 febbraio 2023.



## I PUNTI DI FORZA DELLA MANIFATTURA ITALIANA



**L'INTEGRAZIONE DELL'INDUSTRIA ITALIANA NELLE FILIERE PRODUTTIVE INTERNAZIONALI: DIVERSIFICATA PER PRODOTTO E PER POSIZIONE**

### Grafico B Colli di bottiglia nelle supply chain, soprattutto in Germania

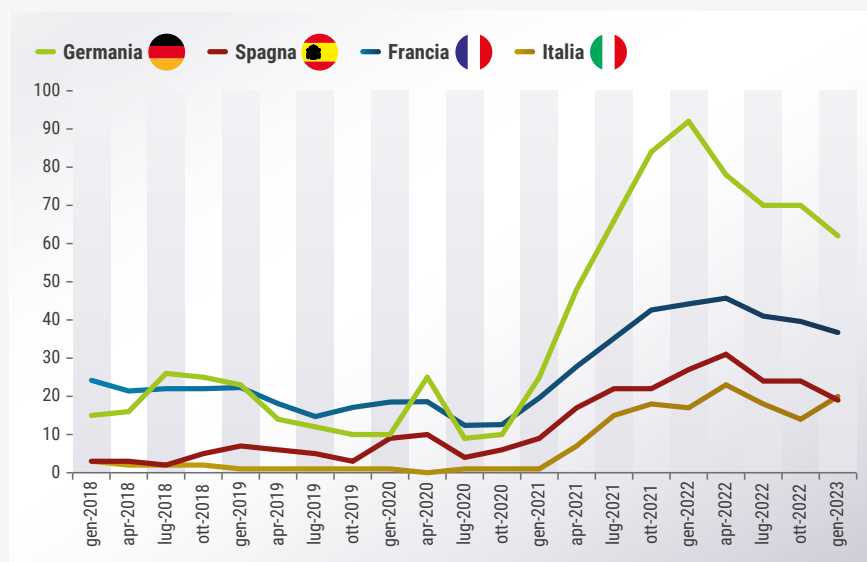
(Shortage di materie prime e intermedi, % imprese manifatturiere)

La contrazione della base manifatturiera in Italia è stata accompagnata, soprattutto negli ultimi anni, da una significativa ricomposizione dimensionale: dal 2014 il numero di imprese medie e grandi è in aumento, mentre quelle piccole e soprattutto micro sono ancora in calo. Anche in questo caso, si ritrova una dinamica simile in Spagna; in Francia e Germania, invece, sono in aumento le imprese micro e quelle medie risultano in diminuzione.

Le imprese italiane medie e grandi sono quasi tutte esportatrici: più di nove su dieci, una percentuale più elevata di quella registrata per lo stesso gruppo dimensionale nelle altre tre grandi economie europee considerate. Di conseguenza, alla ricomposizione dimensionale ha corrisposto un aumento della quota di imprese esportatrici italiane, dal 20,8% nel 2012 al 22,8% nel 2019 (escludendo il 2020, a causa delle chiusure internazionali da Covid). Tale quota è in calo in Germania, seppure su livelli più elevati (33,8%), mentre è rimasta sostanzialmente stabile in Spagna (21,6%) e Francia (11,2%), dove è molto più bassa.

In sintesi, la ricomposizione dimensionale italiana ha comportato uno spostamento delle risorse verso le unità più efficienti, più produttive, più attive nei mercati esteri.

**Una posizione diversificata lungo le filiere internazionali** L'industria italiana è fortemente integrata nelle filiere produttive internazionali, in modo molto diversificato, per prodotto e per posizione lungo le catene globali del valore. È ben posizionata, in particolare, nei nodi a monte delle filiere, come fornitrice di semilavorati di alta qualità. Diversificazione e flessibilità hanno permesso alle imprese italiane di subire relativamente meno i colli di bottiglia e gli shock asimmetrici che hanno colpito le *supply chain* internazionali. A differenza di quanto accaduto al manifatturiero tedesco, maggiormente esposto alle forniture dall'Europa dell'Est e dal resto del mondo (soprattutto attraverso i Paesi Bassi, principale paese di origine dell'import tedesco) e specializzato in settori produttivi, come l'*automotive*, fortemente frammentati a livello globale e dipendenti dalla componentistica cinese e di altri paesi asiatici.



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Commissione europea.

Ciò è evidenziato dalla percentuale estremamente elevata di imprese manifatturiere tedesche che denunciano carenze di materie prime e prodotti intermedi, che ha raggiunto un picco del 92% a inizio 2022 e rimane ancora al 62% a inizio 2023. Una quota molto maggiore di quella registrata negli altri paesi europei: in Italia, dove la scarsità è comunque cresciuta molto fin dal

## I PUNTI DI FORZA DELLA MANIFATTURA ITALIANA



### POSITIVA DINAMICA DEGLI INDICATORI DI COMPETITIVITÀ DELL'EXPORT

2021, si è attestata intorno al 20% nell'ultimo anno (Grafico B). È vero, però, che i colli di bottiglia, che hanno colpito in modo particolarmente severo le imprese tedesche, hanno effetti indiretti sull'attività manifatturiera anche in Italia, date le strette connessioni produttive tra i due paesi.

**Competitività di costo...** La sovra-performance del manifatturiero italiano è spiegata anche dalla dinamica degli indicatori di competitività dell'export, sia quelli tradizionali di costo e prezzo sia quelli che misurano i miglioramenti qualitativi dei beni esportati.

Dal lato dei costi, nel settore manifatturiero italiano si è registrata, almeno dal 2015, una dinamica contenuta del costo del lavoro per unità di prodotto (Clup), con un'evoluzione favorevole rispetto agli altri principali paesi europei e in particolare alla Germania. Ciò rappresenta un profondo cambio di passo rispetto ai precedenti aumenti del Clup in Italia (soprattutto prima della crisi finanziaria globale del 2008), fuori scala rispetto a ciò che era avvenuto nel resto d'Europa. Secondo stime CSC, dal 2000 al 2014 la perdita di competitività di costo del manifatturiero italiano può essere associata a una minore crescita dell'export di poco meno di un punto percentuale all'anno<sup>2</sup>. Al contrario, tale fattore ha offerto negli ultimi anni un contributo positivo di circa 2-3 decimi di punto all'anno.

Inoltre, l'aumento dei prezzi degli input intermedi nell'ultimo biennio, legato al balzo di quelli delle commodity e in particolare dell'energia, non ha fatto perdere competitività all'industria italiana grazie al fatto che i prezzi sono cresciuti anche altrove in Europa; nei confronti degli Stati Uniti, dove i prezzi energetici sono saliti di meno ma quelli di altre commodity almeno altrettanto, ha giocato un ruolo positivo anche la svalutazione dell'euro sul dollaro.

Il contenimento del costo del lavoro, specie attraverso guadagni di produttività, resta una priorità per sostenere la competitività, anche a fronte del balzo dei costi energetici, che ha messo sotto pressione i margini delle imprese di alcuni settori manifatturieri (si veda il Focus 5).

**... e di qualità** Allo stesso tempo, è proseguito un trend di lungo periodo di ricomposizione intra-settoriale dell'export italiano su prodotti di qualità, a maggiore valore aggiunto. Una misura indiretta della qualità dei beni esportati è ricavata dal rapporto tra i valori medi unitari dell'export e i prezzi alla produzione dei beni destinati ai mercati esteri. L'indicatore riflette tutto ciò che nell'andamento del valore non è spiegato dalla dinamica dei prezzi; in particolare, un suo aumento può segnalare la ricomposizione dei flussi di export verso beni più evoluti.

In base a questa misura, l'export manifatturiero italiano è stato sostenuto da una ricomposizione qualitativa più rapida di quella tedesca e francese, sia nel lungo periodo che nell'ultimo triennio<sup>3</sup>. Questo risultato è robusto a livello settoriale: i comparti manifatturieri che hanno registrato guadagni di qualità relativamente più elevati sono quelli che hanno ottenuto una migliore performance dell'export, rispetto agli stessi settori tedeschi e francesi (primo e secondo riquadro nel Grafico C).

È interessante notare che questa relazione è assente, invece, tra export italiano e spagnolo (ultimo riquadro nel Grafico C): la performance settoriale italiana rispetto alla Spagna è spiegata dalla dinamica dei prezzi relativi.

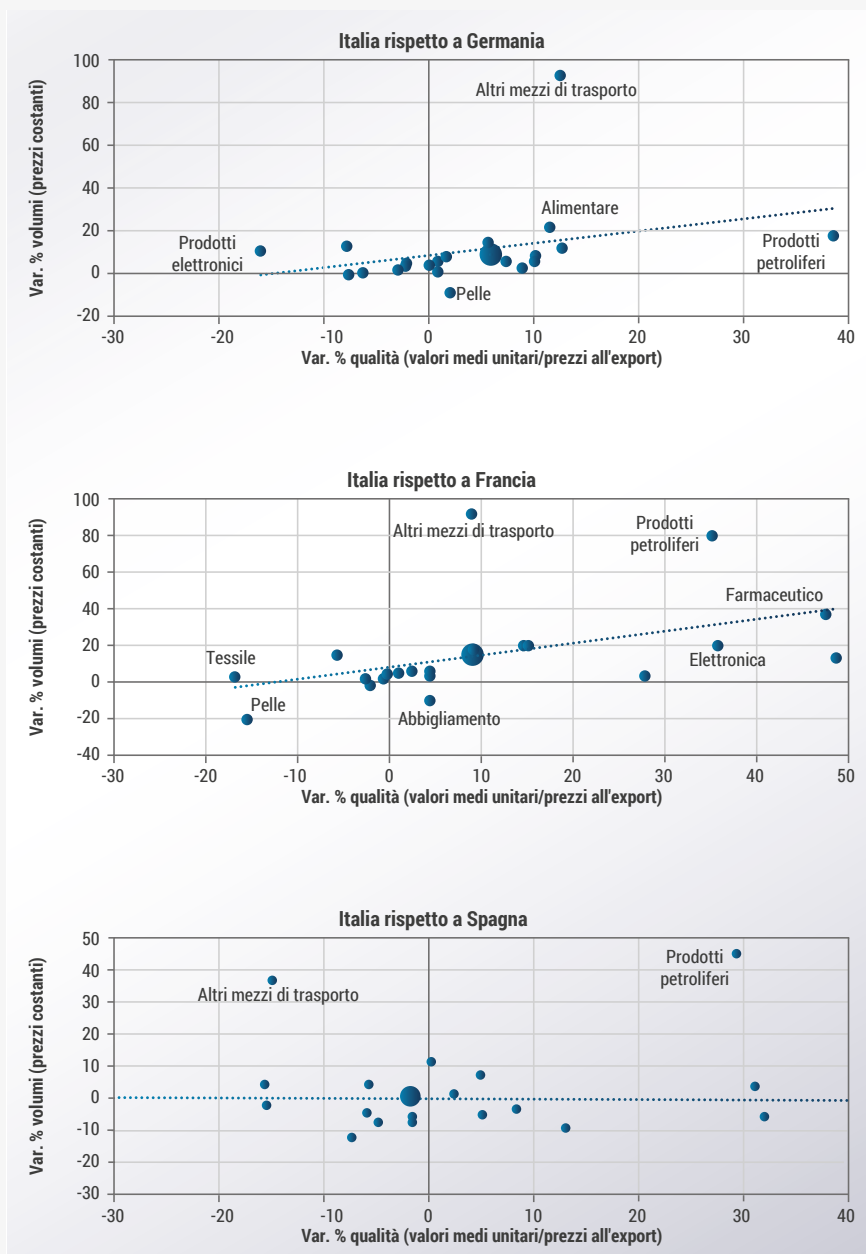
<sup>2</sup> Si veda Pensa C., Pignatti M., "L'export italiano vince nella qualità ma è penalizzato dai costi", *Nota dal CSC* n. 6-2015.

<sup>3</sup> I guadagni di qualità italiani sono osservabili anche a livello di singolo prodotto, mostrando un recupero di lungo periodo rispetto, in particolare, ai manufatti tedeschi (si veda Romano L., "Quality Upgrading of Productions: The Winning Strategy of Italian Exporters", *Nota dal CSC* n.12-2019).

## Grafico C Export italiano sostenuto da una ricomposizione qualitativa

(Export manifatturiero, var. %  
cumulate 2019-2022 dei settori italiani  
rispetto ai corrispondenti esteri)

Una competizione di prezzo che risulta meno importante rispetto alla Francia e non significativa con la Germania. Nei confronti del principale esportatore europeo, appunto la Germania, hanno maggiore peso fattori di competitività non di prezzo.



Il cerchio più grande rappresenta l'aggregato manifatturiero.

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

**Una sovra-performance di alcuni settori...** La crescita dell'export italiano risulta superiore a quello tedesco e francese in tutti i settori manifatturieri, a eccezione dell'abbigliamento e pelle (primi due riquadri del Grafico C).

In termini assoluti, a trainare la crescita italiana sono stati i prodotti farmaceutici, quelli petroliferi e gli altri mezzi di trasporto (esclusi gli autoveicoli). Hanno avuto un ruolo anche fattori particolari: il farmaceutico ha beneficiato della produzione di medicinali anti-Covid; nel mercato dei raffinati petroliferi, colpito dalle conseguenze del conflitto russo, è molto aumentata la domanda di prodotti raffinati per i paesi, come l'Italia, attrezzati per soddisfarla<sup>4</sup>; gli















<sup>4</sup> Si veda ISPI, *Dalla sanzione alla triangolazione*, 3 febbraio 2023.

altri mezzi di trasporto hanno registrato vendite eccezionali, specie nel comparto marittimo (mentre resta debole quello aerospaziale). Andamenti che dimostrano, comunque, la capacità degli esportatori italiani di cogliere le opportunità nei mercati più dinamici, in particolare quello nord-americano. Per questi tre settori, infatti, gli Stati Uniti rappresentano il primo mercato estero di destinazione (nel farmaceutico sono dietro al Belgio, che costituisce però un grande *hub* di distribuzione logistica).

Viceversa, l'export di settori centrali del manifatturiero italiano, come macchinari e impianti, metalli e prodotti in metallo, autoveicoli, è cresciuto molto meno nell'ultimo triennio, attestandosi nel 2022 ancora intorno ai livelli pre-Covid (Tabella A). Tale dinamica sconta una debolezza settoriale comune agli altri paesi europei: la performance tedesca e francese è stata peggiore (sotto il livello pre-Covid); ciò ha pesato soprattutto sull'export manifatturiero tedesco, data la sua forte specializzazione nell'*automotive* (pari al 16,7% del totale nel 2022, ben dieci punti percentuali in più rispetto all'Italia).

**Tabella A**  
**Export manifatturiero: Italia meglio di Germania e Francia in quasi tutti i settori**

(Export settoriale, peso % sul totale manifatturiero e var. % a prezzi costanti)

	Prima Destinazione	Italia		Germania	Francia
		Peso % (2022)	Var. % (2019-22)	Var. % (2019-22)	Var. % (2019-22)
 Prodotti farmaceutici	Belgio	8,1	41,3	35,7	3,7
 Prodotti petroliferi	Stati Uniti	4,2	38,3	17,0	-22,9
 Altri mezzi di trasporto	Stati Uniti	2,7	32,6	-31,4	-30,7
 Alimentari e bevande	Germania	9,0	19,5	-1,3	6,3
 Elettronica e ottica	Spagna	3,6	18,4	6,6	5,1
 Apparecchi elettrici	Germania	5,3	14,6	7,9	8,9
 Altro manifatturiero	Stati Uniti	5,9	12,6	7,2	-4,0
 Prodotti chimici	Germania	7,1	9,9	4,1	7,0
 Legno, carta e stampa	Francia	2,1	9,5	1,0	4,8
 Gomma, plastica e altri minerali	Germania	5,9	6,6	0,2	2,2
 Tessile, abbigliamento e pelle	Francia	11,1	4,4	5,8	21,3
 Autoveicoli	Stati Uniti	6,7	0,3	-1,7	-16,0
 Metalli e prodotti in metallo	Germania	12,6	0,1	-6,4	-3,5
 Macchinari e impianti	Stati Uniti	15,6	-0,2	-4,4	-1,0
 <b>Manifatturiero</b>	<b>Germania</b>	<b>100,0</b>	<b>9,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,8</b>












Le var. % sono calcolate per i mesi gen.-nov. 2022 (sullo stesso periodo 2019).

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

**Tabella B**  
**Export italiano**  
**più dinamico di quello tedesco**  
**in quasi tutti i mercati**

(Dati in valore, per mercato di destinazione)

... e di alcuni mercati di destinazione Tra i paesi di sbocco gli Stati Uniti hanno offerto il maggiore contributo all'espansione dell'export italiano (+4,1 punti percentuali, su un totale di 30% in valore); superando la Francia al secondo posto come destinazione delle vendite (10,4% contro 10,0%)<sup>5</sup>. Il mercato tedesco resta saldamente in prima posizione come quota (12,4%), contribuendo in modo sostanziale, quasi pari al mercato USA, all'aumento dell'export italiano (+4,0 punti; Tabella B).

Destinazione	Italia Var. % 2019-22	Germania	Italia Peso % 2022	Germania
 Italia		28,7		5,5
 Germania	32,5		12,4	
 Stati Uniti	43,0	30,4	10,4	9,9
 Francia	23,9	8,9	10,0	7,4
 Spagna	30,6	10,3	5,1	3,1
 Svizzera	19,6	25,1	5,0	4,5
 Regno Unito	8,2	-7,7	4,4	4,6
 Belgio	60,6	32,6	3,7	3,9
 Polonia	43,2	37,1	3,1	5,7
 Paesi Bassi	54,9	20,8	3,0	7,0
 Cina	26,8	11,0	2,6	6,8
 <b>Mondo</b>	<b>30,0</b>	<b>18,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Paesi ordinati in base al peso per l'export italiano.

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

Il tasso di aumento più elevato delle vendite italiane, però, si è registrato in Belgio e nei Paesi Bassi, che rappresentano dei centrali nodi logistici nella distribuzione e nelle filiere internazionali. Ciò fornisce un ulteriore indizio del rafforzamento delle connessioni commerciali e produttive dell'Italia in Europa e con il resto del mondo.

La debole performance verso il Regno Unito, invece, è da ricondurre alla sua uscita dall'Unione europea nel gennaio 2020. Il nuovo Accordo Commerciale e di Cooperazione, entrato in vigore nel gennaio 2021, ha avuto il merito di ridurre l'incertezza geoeconomica, di istituire rapporti preferenziali e di cooperazione in numerosi ambiti economici, giuridici e sociali, di assicurare l'assenza di dazi; ma non ha eliminato le barriere non tariffarie e le frizioni insorte nei servizi finanziari, nelle qualifiche professionali, in alcuni ambiti del *level playing field* (concorrenza, sussidi, ecc.), nello scambio di dati. Secondo stime CSC, l'impatto della Brexit può essere valutato in una minore crescita delle vendite italiane in UK di 16 punti percentuali cu-

<sup>5</sup> La forte svalutazione dell'euro nei confronti del dollaro, in una lunga parte del triennio considerato, ha certamente giocato un ruolo nel sostenere le vendite sia italiane che tedesche nel mercato USA (si veda il par. 7).

mulati<sup>6</sup>. Un effetto negativo ancora più forte, di circa 24 punti percentuali, è stimato per le vendite tedesche, che infatti si sono ridotte nel periodo considerato. L'impatto è stato massimo dal lato delle importazioni, sia italiane che tedesche, dal Regno Unito (circa -37% cumulato rispetto allo scenario senza Brexit).

Infine, la presenza italiana in Cina resta debole: vi è destinato il 2,6% delle vendite all'estero, contro il 6,8% di quelle tedesche. Anche se, nonostante le difficoltà incontrate nei rapporti economici e politici con la Cina nell'ultimo triennio, le vendite italiane hanno registrato un aumento robusto (di oltre un quarto, in valore) e nettamente maggiore rispetto a quelle tedesche.

In conclusione, l'export italiano si è dimostrato più dinamico di quello tedesco e francese, in quasi tutti i settori e mercati di destinazione. Questo miglioramento è legato in larga parte a fattori strutturali, come il rafforzamento della base manifatturiera, la posizione diversificata tra prodotti e lungo le *supply chain* e un generale miglioramento della qualità dei prodotti. Un ruolo significativo ha giocato anche la competitività di costo che però, quest'anno e il prossimo, potrebbe non fornire lo stesso contributo positivo. Infatti, sebbene i prezzi dell'energia siano scesi considerevolmente, rimangono ben più alti di quelli registrati fino a inizio 2021 e soprattutto molto più di quelli sperimentati in altri paesi, come ad esempio Stati Uniti, Cina, Giappone. Poiché il riequilibrio del cambio euro-dollaro non riuscirà a fornire il sostegno che ha offerto nel 2022 è ragionevole attendersi un peggioramento della competitività di costo. Peraltro, verranno gradualmente meno anche i sostegni pubblici legati all'aumento dei prezzi dell'energia che avevano contribuito positivamente alla competitività delle imprese.

---

<sup>6</sup> Per un'analisi più approfondita, si veda Centro Studi Confindustria, "Liberare il potenziale italiano. Riforme, imprese e lavoro per un rilancio sostenibile", *Rapporto di previsione*, aprile 2021.

## Focus 5 - Margini manifatturieri: andamenti eterogenei tra i settori nell'ultimo triennio

Per capire l'effetto dello shock nei prezzi delle commodity, in particolare dell'energia, del 2021 e 2022, sulla redditività dell'industria italiana, esistono diverse fonti statistiche, aggiornate al 2022<sup>1</sup>.

I dati trimestrali di contabilità nazionale elaborati dall'ISTAT fotografano l'andamento del *mark-up* solo per il totale della manifattura italiana, senza uno spaccato settoriale, ma fornendo un utile dettaglio su andamento del prezzo dell'output e del prezzo dell'input, oltre che del costo del lavoro per unità di prodotto (Clup); ne emerge un aumento dei margini nel 2020, un'erosione nel 2021 e per gran parte del 2022, un recupero a fine anno (si veda il par. 5).

In base ai dati annuali di contabilità nazionale, sempre di fonte ISTAT, è possibile ottenere stime più dettagliate per singoli comparti della manifattura (in base alla differenza tra deflatore del valore aggiunto e Clup), ma senza riuscire a monitorare gli andamenti relativi di prezzo dell'output e prezzo dell'input. Ne emerge un quadro piuttosto eterogeneo tra i diversi settori negli ultimi tre anni, ma senza la possibilità di spiegare compiutamente i *driver* di tali andamenti.

In questo Focus, per gli anni 2020, 2021 e 2022, si stima, con dati annuali, l'andamento del margine operativo lordo (MOL) nella manifattura, sia con un dettaglio per 16 settori<sup>2</sup>, sia seguendo separatamente le dinamiche dei rincari degli input e degli aumenti dei prezzi di vendita.

Rispetto alle due fonti di contabilità nazionale, i risultati che derivano da questo esercizio vanno letti in modo leggermente differente: forniscono una stima dell'ampiezza dello shock sui prezzi, che non include altre risposte delle imprese (a parte l'aumento dei listini), né include gli interventi di *policy* adottati in tale periodo, specie dopo lo shock energetico<sup>3</sup>.

**La struttura dei costi pre-shock** Sulla base delle tavole input-output dell'economia italiana (tavola "simmetrica", di fonte OCSE<sup>4</sup>) si è calcolata, per ciascuno dei 16 settori della manifattura, la composizione percentuale dei suoi costi nel periodo pre-crisi (escluso il costo del lavoro).

Questo fornisce la base di partenza dell'analisi: una fotografia della situazione pre-pandemia (2018), su cui si è poi abbattuto lo shock ai prezzi delle commodity e dell'energia (Tabella A).

Risulta anzitutto la nota distinzione tra settori più o meno energivori (prima riga della tabella): per esempio, nel settore della metallurgia i costi energetici pesavano per l'11%, in quello dei minerali non metalliferi per il 9%, mentre nel settore *automotive* solo per l'1% e nel tessile per il 2%<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Invece, i dati ISTAT sulla competitività delle imprese, disponibili con un dettaglio settoriale e con le singole voci di prezzo e di costo, sono purtroppo fermi al 2020.

<sup>2</sup> Sono inclusi tutti i settori della manifattura a esclusione di quello della raffinazione del petrolio (Ateco C19).

<sup>3</sup> Inoltre, queste stime realizzate in base all'andamento dei prezzi (di acquisto e di vendita) sono di fatto condotte "a volumi costanti"; il pieno recupero dell'economia italiana al 2022 rispetto al 2019, cioè dopo il crollo a causa del Covid, giustifica tale metodologia.

















<sup>4</sup> L'utilizzo della tavola input-output dell'OCSE permette, infatti, di avere sia il settore estrattivo *energy*, sia quello *non energy*, scomposizione che non è presente nelle tavole di fonte ISTAT.

<sup>5</sup> Si veda anche Centro Studi Confindustria, "L'impatto della corsa dei prezzi dell'energia sui costi di produzione: settori a confronto tra Italia, Francia e Germania", *Nota dal CSC n.2-2022*.

Emergono anche significative differenze tra settori che si approvvigionano direttamente di materie prime (agricole, metalli ecc.) e altri che, invece, acquistano maggiormente beni intermedi, specie dallo stesso settore, ma anche dagli altri settori della “filiera”.

**Tabella A**  
**Quota degli input sui costi di produzione totali**

(Valori %, dati 2018)

Incidenza input su costi di produzione/settori	Beni e servizi energetici	Materie prime non energetiche	Beni intermedi	Altro	Costi totali
 Alimentari e bevande	3%	17%	34%	46%	100%
 Tessile	2%	2%	44%	52%	100%
 Legno	5%	7%	44%	45%	100%
 Carta e stampa	4%	1%	49%	46%	100%
 Chimica	14%	0%	44%	41%	100%
 Farmaceutica	3%	1%	48%	49%	100%
 Gomma - plastica	4%	1%	55%	39%	100%
 Minerali non metalliferi	9%	2%	45%	45%	100%
 Metallurgia	11%	0%	55%	33%	100%
 Prodotti in metallo	2%	0%	65%	33%	100%
 Elettronica	3%	1%	54%	43%	100%
 Apparecchi elettrici	1%	0%	62%	36%	100%
 Meccanica strumentale	2%	0%	63%	35%	100%
 Automotive	1%	0%	59%	39%	100%
 Altri mezzi di trasporto	0%	0%	58%	41%	100%
 Mobili e altre industrie	3%	0%	49%	47%	100%

Nota: la voce beni e servizi energetici include i costi relativi all'acquisto di materia prima energetica, di prodotti derivati dalla raffinazione del petrolio e per la fornitura di energia; la voce materie prime non energetiche include i costi per l'acquisto di beni agricoli e materie prime non energetiche. Somme non esattamente corrispondenti a 100% sono dovute agli arrotondamenti. La voce “Altro” contiene il settore della distribuzione, altri servizi, i trasporti e altre voci residuali.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati OCSE.

Per esempio, per il settore alimentare, le materie prime *non energy* contano per il 17%, mentre i beni intermedi dello stesso settore contano per il 26% dei costi (su un totale di 34% degli intermedi). Questa è una distinzione importante per stimare di quanto sono aumentati i costi di ogni settore, perché le variazioni dei prezzi a monte, sui mercati internazionali, sono tipicamente più ampie di quelle registrate sui beni intermedi.

Oltre ai valori che si ritrovano lungo la “diagonale” della matrice degli input (es. l'incrocio “settore alimentare che acquista input alimentari”), non vanno



## IL GAS È AUMENTATO DEL



2021  
**+397%**

2022  
**+163%**

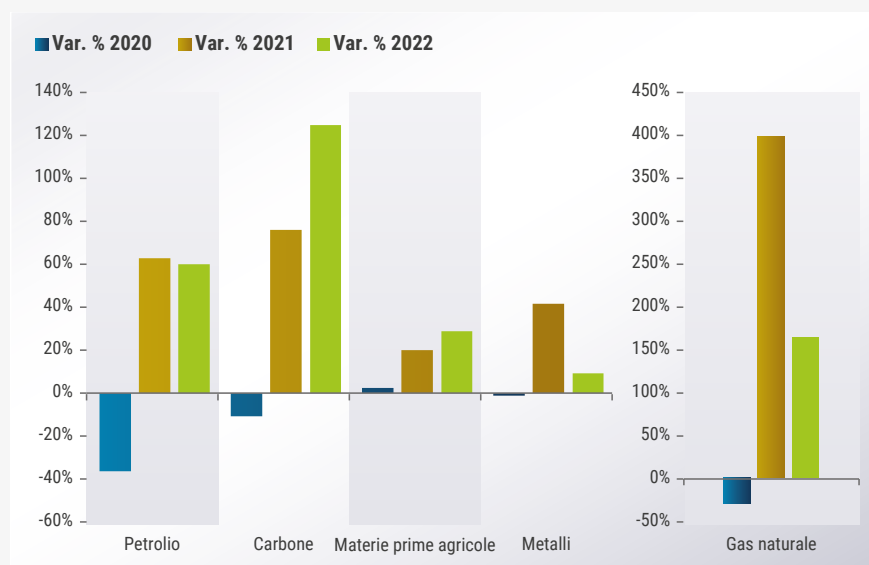
**Grafico A**  
**Gli inediti rincari**  
**delle commodity**  
(Variazioni % annuali)

tralasciati gli altri beni che il singolo settore acquista dagli altri settori della manifattura. Questi valori possono, in modo piuttosto aggregato, disegnarne il concetto di filiere produttive.

Continuando l'esempio dell'alimentare, sommando al 26% della diagonale anche l'8% dei beni che viene acquistato da altri comparti (chimica, carta e stampa, gomma-plastica ecc.), si arriva appunto al 34% totale di costi per "beni intermedi". L'incidenza dei beni intermedi in tale settore, peraltro, è di gran lunga più contenuta rispetto a quella nell'attività metallurgica, al 55% (dove la quota dei beni intermedi del proprio settore arriva al 40%), o quella del settore dei prodotti in metallo, al 65%. Tra i comparti in cui l'incidenza totale degli input intermedi è più alta, ci sono anche il settore della meccanica strumentale (63%), le apparecchiature elettriche (62%), l'*automotive* (59%) e gli altri mezzi di trasporto (58%).

**L'aumento dei prezzi degli input** Per calcolare l'aumento dei costi dovuto ai rincari di energia e altre materie prime, si sono applicate a questa struttura pre-crisi le variazioni dei prezzi internazionali di tali commodity negli anni oggetto di analisi (prezzi in dollari tradotti in euro, fonte Refinitiv e Banca mondiale)<sup>6</sup>.

Come noto, le maggiori variazioni si sono avute per il prezzo del gas (+397% e +163% nel 2021 e 2022). Ma anche gli altri rincari sui mercati delle commodity sono stati significativi, sia per le derrate agricole (+20% e +27% nel 2021-2022)<sup>7</sup>, che per i metalli (+42% nel 2021; Grafico A).



Il gas naturale è riportato a parte per via della differente scala.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global e Banca mondiale.

Per la parte di costi che corrisponde ad acquisti di beni intermedi (es. un'impresa del settore alimentare che acquista biscotti, da farcire con la propria crema, invece di acquistare il grano), si è applicata la variazione dei prezzi alla produzione del settore coinvolto<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Per la parte relativa all'aumento dei costi energetici si è usata una procedura di stima molto simile a quella della *Nota dal CSC* citata sopra.

<sup>7</sup> Media ponderata di materie prime agricole con legno e altri materiali (cotone, gomma).

<sup>8</sup> Si tratta della stessa variazione percentuale dei prezzi di vendita del settore; questa ipotesi corrisponde alla stima "come se" il settore aumentasse i prezzi solo per la quota di produzione che eccede i costi intermedi (ovvero, il valore aggiunto).

Una quota significativa dei costi in molti settori è relativa all'acquisto di servizi (inclusi nella voce "altro" nella tabella). Alcuni di questi costi sono stati tenuti invariati, perché non coinvolti in misura significativa dai rincari delle commodity (es. servizi professionali).

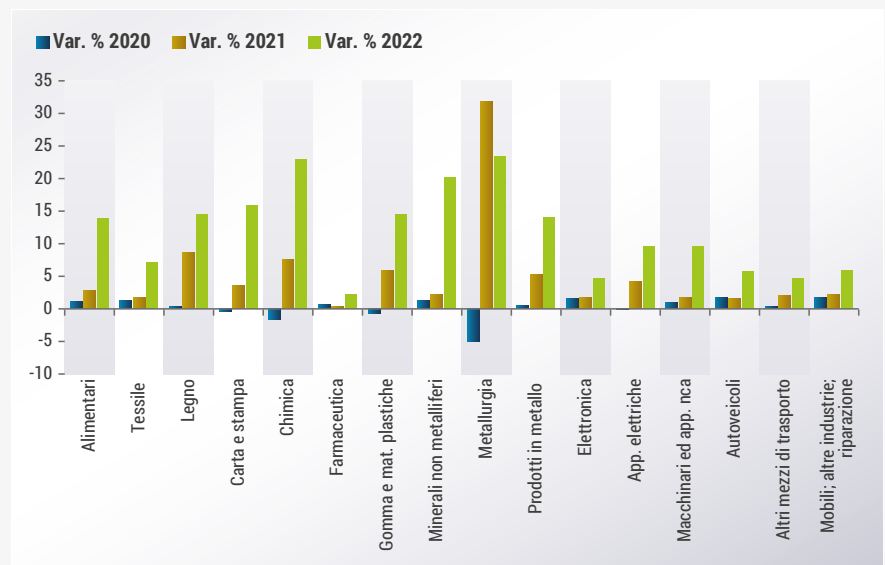
Per i costi che nelle tavole I/O sono imputati alla distribuzione all'ingrosso e al dettaglio e ai servizi di trasporto, pari a una quota ampia del totale in tutti i settori manifatturieri, è stata applicata la variazione dei corrispondenti prezzi alla produzione dei servizi nel 2020-21-22, per misurare l'aumento dei costi (dovuto soprattutto al caro-carburanti) che le imprese hanno subito<sup>9</sup>.

Per ogni settore, è stato incluso nel calcolo anche l'aumento del costo del lavoro, in base alle dinamiche del Clup nel triennio di studio, calcolato sulla base dei dati settoriali ISTAT.

L'andamento del Clup è stato molto eterogeneo, dopo un calo generalizzato nel 2020: alcuni settori hanno registrato un deciso aumento nel 2021, proseguito nel 2022, come l'industria alimentare (+20,5% nel 2022 sulla media 2018-19), il settore tessile (+22,3%), la gomma-plastica (+15,8%), la chimica (+15,8%) e i mezzi di trasporto (+16,5%). Altri, al contrario, hanno ridotto il Clup sia nel 2021 che nel 2022, come ad esempio il legno (-11,3% nel 2022 rispetto la media 2018-19), la fabbricazione di computer ed elettronica (-9,4% nel 2022 rispetto la media 2018-19) e la farmaceutica (-4,1% sempre nel 2022 rispetto la media 2018-19). Il Clup della metallurgia, invece, è diminuito nel 2021 (-11,7%), per poi aumentare l'anno successivo (+6,1%; -5,7% nel 2022 sulla media 2018-19).

**L'aumento dei prezzi di vendita delle imprese** In risposta al balzo dei costi, le imprese italiane hanno ritoccato al rialzo i loro listini di vendita, in modo molto marcato se confrontato con precedenti fasi di rincaro. La misura di questi rincari è fornita dai prezzi alla produzione, di fonte ISTAT (medie annue di dati mensili), disponibili per i 16 settori oggetto di studio con qualche rielaborazione, dato che le due classificazioni non coincidono esattamente (Grafico B).

**Grafico B**  
**Crescono anche i prezzi alla produzione**  
(Variazioni % annuali)



Nota: è escluso il settore della raffinazione del petrolio.  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

<sup>9</sup>I margini nell'ampio settore che include la distribuzione e i trasporti sono rimasti sostanzialmente invariati nel triennio, a seguito di una crescita di circa il 12% cumulato sia nei costi che nei prezzi (dati ISTAT).

L'aumento dei prezzi di vendita è avvenuto in Italia, nel corso del 2021, con un ritardo di vari mesi durante i quali le imprese hanno assorbito i rincari. Nei dati annuali questo ritardo viene in parte nascosto.

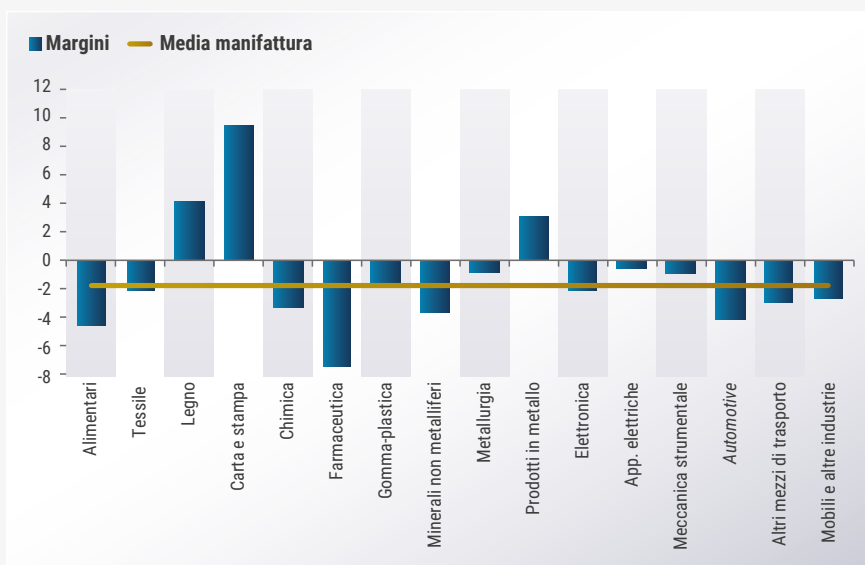
In media nel 2021 l'aumento dei prezzi alla produzione nel settore manifatturiero è stato di +6,5%, con una variazione molto alta per la metallurgia (+32%), ma contenuta invece per gli altri settori (+2% nel tessile, +3% nell'alimentare). Questo divario è chiaramente dovuto agli ampi rincari delle quotazioni dei metalli nel 2021, come ad esempio il rame (+50,9%), il ferro (+48,5%) e l'alluminio (+45,1%).

La maggior parte degli aumenti dei prezzi di vendita si è concentrata nell'ultimo anno, il 2022 (+13% in media nella manifattura), quando al balzo delle quotazioni agricole e dei metalli del 2021 si sono sommati i rincari energetici, in particolare del gas, ma anche petrolio e carbone, rendendo non più sostenibile il mantenimento invariato dei listini industriali. I ritocchi ai listini sono stati piuttosto eterogenei: i più intensi ancora nella metallurgia (+23%) ma anche nei minerali non metalliferi (+20%), mentre i meno intensi nella farmaceutica (+2%), elettronica (+5%), altri mezzi di trasporto (+5%) ed automotive (+6%).

**Il risultato netto in termini di margini** Il risultato che emerge da queste elaborazioni in termini di margini operativi, per 16 settori del manifatturiero (espressi come MOL in percentuale del fatturato, per avere una misura confrontabile tra i diversi settori) è di andamenti piuttosto disomogenei, sia negli anni, sia tra settori (Grafico C)<sup>10</sup>.

### Grafico C Andamento eterogeneo dei margini delle imprese

(Italia, margine operativo lordo  
su fatturato, variazioni 2022  
da 2018-19 in punti %)



Nota: è escluso il settore della raffinazione del petrolio. Il dato riferito alla manifattura è una media ponderata.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, OCSE, S&P Global e Banca mondiale.

### I MARGINI INDUSTRIALI DIMINUISCONO IN MEDIA NEL 2022



**-1,8 PUNTI %**  
DAL 2018-19

È possibile, infatti, individuare dinamiche molto differenti tra comparti, rispetto ad un totale di -1,8 punti percentuali in media nel 2022 sul 2018-19. Alcuni settori subiscono un'erosione dei margini nel 2021 e recuperano nel 2022: è il caso dei minerali non metalliferi (da 14,3% in media nel 2018-19, a 8,5% nel 2021, ma poi a 10,7% nel 2022) e anche della meccanica strumentale.

<sup>10</sup> Si veda anche REF (6 marzo 2023) che ottiene risultati molto simili per lo stesso periodo di studio.

Altri settori recuperano margini nel 2021, ma perdono nel 2022, come gli altri mezzi di trasporto (da 11,6% in media nel 2018-19 a 10,9% nel 2021 ma poi a 8,7% nel 2022).

Ci sono anche settori che vedono gradualmente crescere i margini in tutto il triennio. Per esempio, i prodotti in metallo (da 15,7% in media nel 2018-19 a 18,8% nel 2022). Si consideri, tuttavia, che alcuni settori presentano ancora, nel 2022, ampi *gap* rispetto al pre-Covid e si tratta, in alcuni casi, proprio di settori per cui si stima un aumento dei margini (per esempio legno-carta -6% in termini di valore aggiunto, metallurgia e prodotti in metallo -1,9%).

Viceversa, altri settori subiscono una erosione della redditività sia nel 2021 che nel 2022. Ad esempio, l'alimentare (da 10,3% in media nel 2018-19 a 5,7% nel 2022), ma anche l'elettronica e il tessile.

Questa eterogeneità di andamenti è coerente con l'indicazione dei dati trimestrali sul *mark-up*: queste stime indicano che, attorno a un risultato medio di margini solo in lieve calo nel 2021-2022, si è avuta una significativa dispersione di andamenti, sia in calo, sia in aumento.

Tendenzialmente, i settori più a monte delle filiere produttive hanno ottenuto risultati meno negativi dei settori posti più a valle (per es. la farmaceutica, gli alimentari, l'*automotive*). Questi ultimi, infatti, a diretto contatto con la fase della distribuzione commerciale (che è riuscita a tenere sostanzialmente costanti i suoi margini) e con il consumo finale (compreso per buona parte del periodo di analisi) hanno avuto più difficoltà nel ritoccare al rialzo i listini di vendita.

## Focus 6 - Piccole e medie imprese: più solide di quanto si pensi\*

**NEL POST-COVID  
DIMINUISCONO LE PMI  
IN AREA DI RISCHIO AL**



**9,0%**

**Grafico A**  
**Score economico-finanziario**  
**delle imprese attive nell'anno,**  
**divise per dimensione**  
**e per area di rischio**  
(Quote %)

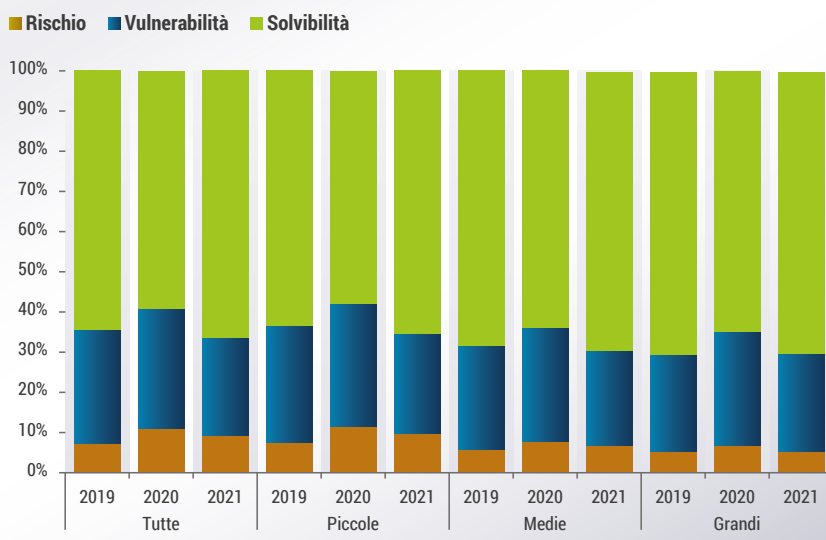
**Un graduale percorso di rafforzamento** Dopo la crisi finanziaria del 2008, le piccole e medie imprese italiane avevano avviato un graduale percorso di rafforzamento patrimoniale, grazie anche ad alcuni anni di bassi tassi di interesse - dal 2016 - e a un crescente rafforzamento degli istituti di credito. In virtù di un aumento della capitalizzazione e di una riduzione del livello medio di indebitamento (per le PMI, il rapporto tra debiti finanziari e capitale netto è progressivamente diminuito a partire dal 2011, arrivando al 66,9% nel 2019, da 99,5%), anche la sostenibilità del debito era migliorata, consentendo al sistema produttivo italiano di arrivare alle porte della pandemia in una situazione di maggiore solidità patrimoniale.

Nel 2020, nonostante lo shock dato dai vincoli all'attività economica, le ingenti misure di sostegno introdotte dai Governi e dalle Banche Centrali hanno permesso alle imprese dei principali paesi avanzati di resistere ai mesi più duri della pandemia, registrando poi diffusi recuperi, pur se di entità e intensità diversi. In Italia, un sistema produttivo caratterizzato da piccole e medie imprese, flessibili e più rapide, inserite in catene di fornitura spesso più corte e locali rispetto ad altri competitor europei e internazionali, ha inoltre contribuito a una ripresa sostenuta dopo la crisi pandemica.

Nel 2021, secondo i dati dell'ultimo *Rapporto PMI* di Cerved (novembre 2022), le PMI sono state in grado di cogliere appieno i benefici del recupero post-Covid, registrando una diminuzione delle imprese in area di rischio: dal 10,7% del 2020 al 9,0% (dopo che erano salite rispetto al 7,0% del 2019). Nel 2021 erano anche aumentate le imprese in area di solvibilità, dal 59,3% nel 2020 al 66,5% (dopo la flessione rispetto al 64,5% del 2019).

Secondo le stime Cerved, la dimensione aziendale si conferma correlata al rischio: le medie imprese sono più solide delle piccole, con rispettivamente il 6,6% delle prime in area di rischio nel 2021, contro il 9,6% delle seconde. Le imprese di minori dimensioni sono anche quelle che hanno subito un aumento più marcato della rischiosità nel 2020, passando dal 7,3% del 2019 all'11,4%, mentre le grandi aziende in area di rischio, inserite per confronto, erano passate dal 5,0% del 2019 al 6,6% nel 2020.

A conferma della reattività delle piccole imprese italiane, dopo le difficoltà del 2020 la percentuale di piccole imprese in area di solvibilità è aumentata di 7,5 punti nel 2021, mentre sono diminuite di 1,8 punti quelle in area di rischio e di 5,7 quelle in area di vulnerabilità (Grafico A).



Stime Cerved di novembre 2022.

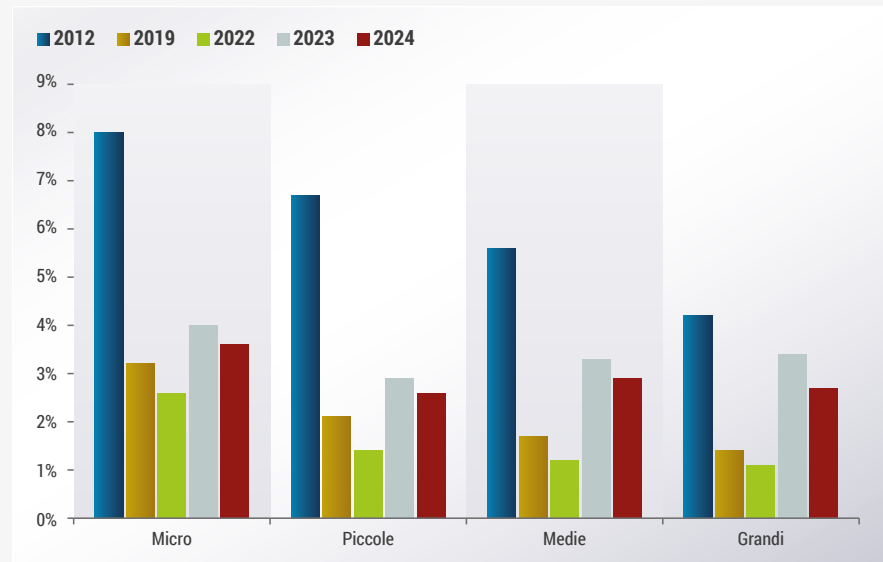
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Cerved.

Inoltre, nel confronto internazionale l'indebitamento delle PMI italiane rimane sostanzialmente in linea con quello delle imprese dei principali partner europei, nonostante la sostenuta dinamica dei prestiti negli ultimi anni favorita dalle garanzie pubbliche di emergenza nel 2020: nel 2021, secondo i dati raccolti da BACH, la quota di capitale e riserve sul totale delle passività per le PMI è pari al 42,6% in Italia, meglio del 36,5% in Francia e poco sotto il 48,0% in Germania. Le piccole e medie imprese – grazie alla loro capacità di esser rimaste nelle catene globali del valore e di sostenere in filiera tante eccellenze italiane – hanno quindi contribuito in modo determinante alla tenuta dell'occupazione e ai record registrati dall'export, oltre che rappresentare un'opportunità per i percorsi di *reshoring* che si dovessero avviare in Italia.

Nel 2022 però questo processo di recupero, appena iniziato, ha dovuto confrontarsi con le conseguenze dell'aggressione russa all'Ucraina, lo *shortage* di materie prime e la crisi energetica. Shock che, con l'impennata dell'inflazione, il conseguente incremento dei tassi di interesse e quindi peggiori condizioni di accesso al credito, stanno causando una erosione del livello di liquidità rispetto alle esigenze operative<sup>1</sup>.

In prospettiva, secondo stime Cerved, il tasso di deterioramento dei prestiti aumenterà per le PMI nel 2023, risentendo della bassa crescita prevista nell'anno. Rimarrà comunque lontano dai massimi raggiunti nel 2012 e avrà dinamiche non diverse da quello per le grandi imprese (Grafico B). Il miglioramento del tasso di deterioramento nel 2024 (dal 3,8% del 2023 al 3,4%) conferma le microimprese come la categoria più rischiosa (3,6%), seguite dalle medie imprese (2,9%) e dalle grandi (2,7%), ma vede le piccole con il dato migliore (2,6%). In questo contesto sfavorevole, le piccole imprese potrebbero però risentire maggiormente del graduale esaurirsi delle misure pubbliche di sostegno al credito.

**Grafico B**  
**Tassi di deterioramento dei prestiti**  
(Valori %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ABI-Cerved.

<sup>1</sup> La stima dei tassi di deterioramento è ottenuta da Cerved e Abi attraverso un processo che utilizza il CeBi-Score4 di Cerved, come valutazione sintetica del rischio economico-finanziario di un'impresa, trasformandolo in indicatori individuali del rischio delle singole imprese o EIDR (*Expected Individual Default Rates*) e riproporzionando gli EIDR sulla serie storica pubblicata dalla Banca d'Italia.

## IL FATTURATO DELLE IMPRESE NEL 2024



**+1,2%**

Sottostante a questo scenario, Cerved, nel suo *Cerved Industry Forecast* di gennaio 2023, prevede il fatturato delle imprese in generale accelerazione nel 2024, rispetto alla frenata del 2023, sia nello scenario base (+1,2%), sia in quello peggiore, caratterizzato da una persistenza delle tensioni sui prezzi delle materie prime e del clima di incertezza. La sostenibilità del debito e le previsioni variano però tra i diversi settori, anche in modo rilevante: i servizi non finanziari e il sistema moda sono previsti crescere a doppia cifra (16,1% e 13,3%, rispettivamente, 2021-2024); altri settori, più colpiti dai rincari energetici e dallo *shortage* di materie prime (es. produzioni di carta, cemento e calce, vetro, mangimi per animali e imballaggi in metallo), potranno registrare performance inferiori anche di 20 punti percentuali rispetto ai settori migliori. In termini complessivi, grazie alla prevista ripresa della redditività e alla contenuta leva finanziaria, la capacità delle imprese di ripagare i propri debiti nel medio termine è ancora elevata. In assenza di un significativo deterioramento delle condizioni economiche dell'industria, la vulnerabilità del settore produttivo rimarrebbe quindi contenuta<sup>2</sup>.

**Le imprese "fragili"** Le imprese fragili<sup>3</sup> sono, in generale, individuate come quelle non più in grado di operare secondo le normali condizioni di mercato e di coprire i costi del debito con i profitti correnti, divenendo dipendenti dai creditori per continuare a esistere. Le loro caratteristiche peculiari sono state variamente definite dalla letteratura, così come gli effetti sulla crescita del paese del loro mantenimento in vita, visto che comporterebbero un'allocazione errata del capitale<sup>4</sup>. Una serie di analisi ha tentato di comprendere quali tra le imprese che ricevono prestiti bancari, garanzie pubbliche o sostegno dagli investitori possano beneficiare di un tentativo di salvataggio, o quantomeno un sostegno, e quando invece sarebbe auspicabile, per l'economia nel suo complesso, incoraggiare il processo di "distruzione creatrice", in cui le imprese falliscono e nascono secondo le regole di mercato. Una riflessione emersa nuovamente durante la pandemia, non solo in Europa o negli Stati Uniti, in cui la rapidità con cui era necessario rispondere alla crisi diffusa di liquidità non ha permesso una ponderata distinzione tra le imprese beneficiarie, anche per non rischiare di sottostimarne i collegamenti indiretti e non immediatamente individuabili.

In questi stessi anni, infatti, è emersa con forza l'importanza di catene di fornitura sicure e resilienti, evidenziando la stretta interdipendenza tra imprese, esistente in molte produzioni e ponendo al centro dell'attenzione non tanto le singole aziende ma il loro ruolo all'interno delle filiere. Un cambio di prospettiva che trasforma anche l'approccio con cui si guarda alle imprese di minori dimensioni: non solo per la loro numerosità e rilevanza per il valore aggiunto e l'occupazione, ma anche per il loro contributo indiretto alla crescita. Inoltre, è opportuno sottolineare l'eccezionalità dello shock che ha rappresentato il *lockdown*, in cui una serie di misure restrittive della mobilità, a livello globale, hanno di fatto impedito alle imprese di operare, investire e produrre ricavi, trasformando anche imprese sane e profittevoli in apparenti "zombie". Ancor più importante è soffermarsi sulla mobilità di tale status: le imprese possono entrare in uno stato di difficoltà, rimanerci per qualche esercizio e poi uscirne, anche in percentuali rilevanti.

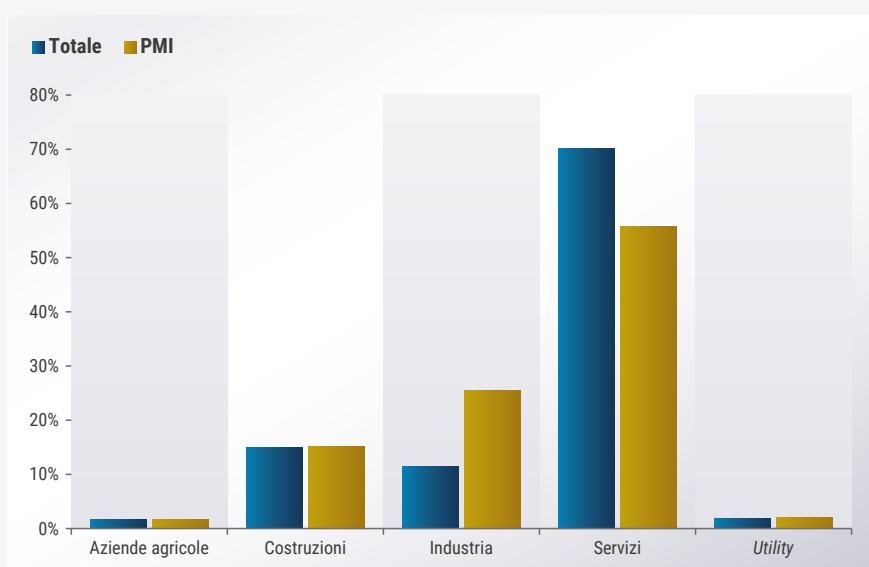
<sup>2</sup> Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria* n. 2, 2022

<sup>3</sup> Il dibattito sulle imprese fragili - o zombie, in parte della letteratura - e a rischio insolvenza affonda le sue radici in Giappone, dopo lo scoppio della bolla economica degli anni Novanta, dopo la quale il fenomeno dei c.d. "prestiti zombie" venne individuato come concausa del persistere di una bassa crescita del paese nel corso degli anni successivi.

<sup>4</sup> Il prestito alle imprese zombie viene individuato dalla letteratura come capace di danneggiare le imprese sane - attraverso una distrazione del credito disponibile e una distorsione della concorrenza - e di minare la produttività aggregata dell'economia e compromettere quindi le fasi di crescita e ripresa.

### Grafico C Distribuzione del campione Cerved tra i macrosettori

(Quote %, dato 2021)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Cerved.

### LE IMPRESE "FRAGILI" SONO



**2,4%**

DEL TOTALE IMPRESE



**2,6%**

DELLE PMI

Nell'ambito delle circa 953.000 imprese considerate, solo il 2,4% può essere considerato fragile. Una percentuale simile, il 2,6%, sono le fragili tra le PMI, e ciò conferma la sostanziale solidità delle piccole e medie imprese italiane. Inoltre, la quota di imprese fragili è relativamente contenuta nei diversi macrosettori, sia tra le imprese di tutte le dimensioni sia tra le PMI (Grafico D). Unico punto critico è che tra il 2019 e il 2021 il numero di imprese fragili si è ridotto considerando il totale imprese (-17,2%), mentre è aumentato tra le PMI (+27,4%).

Considerando i singoli settori a un dettaglio ancora maggiore (micro-settori), tra i primi trenta per incidenza delle imprese fragili solo quattro non sono collegabili, direttamente o indirettamente, alle restrizioni adottate con la

**Le stime Cerved sulle imprese "fragili"** Sulla base delle informazioni di bilancio e degli *score* di rischiosità, Cerved ha elaborato una stima delle imprese italiane più fragili<sup>5</sup>. Sono state analizzate le imprese di capitali di cui è già disponibile il bilancio 2021<sup>6</sup>, pari a oltre 953.500 imprese. Rispetto alla dimensione d'impresa, queste società sono per il 79,6% microimprese, per il 16,4% piccole imprese, per il 3,2% medie e per lo 0,8% grandi imprese. Le sole PMI sono, quindi, il 19,6% del campione Cerved. Nell'ambito di queste imprese sono state individuate le fragili, distinte da quelle solide.

Per quanto riguarda la composizione settoriale, secondo la classificazione del Sistema informativo sul Rischio di Credito, le società di capitali di cui è disponibile il bilancio 2021 sono composte per l'1,7% di aziende agricole, il 15% da imprese di costruzioni, l'11,4% dall'industria, il 70,1% dai servizi e l'1,8% da *utility*. Considerando le sole PMI, queste percentuali variano in modo rilevante: mentre la quota di aziende agricole e di costruzioni rimane costante, sale molto la percentuale ascrivibile all'industria (25,4%) e scende quella dei servizi (55,7%); le *utility* salgono di poco, al 2% (Grafico C).

<sup>5</sup> Cerved definisce fragile, o zombie, un'impresa per la quale il rendimento marginale atteso del capitale è inferiore al costo del capitale corretto per il rischio. La metodologia utilizzata per stimare le PMI zombie si basa su due condizioni: il ROA dell'impresa è inferiore al *prime rate*, definito come il costo del debito medio che pagano le PMI classificate in area di sicurezza in base al *Cerved Group Score*, il rapporto fra debiti finanziari e totale attivo è superiore al 40%. Per maggiori informazioni sul Cerved Group Score è possibile consultare il *Rapporto PMI 2022* di Cerved.

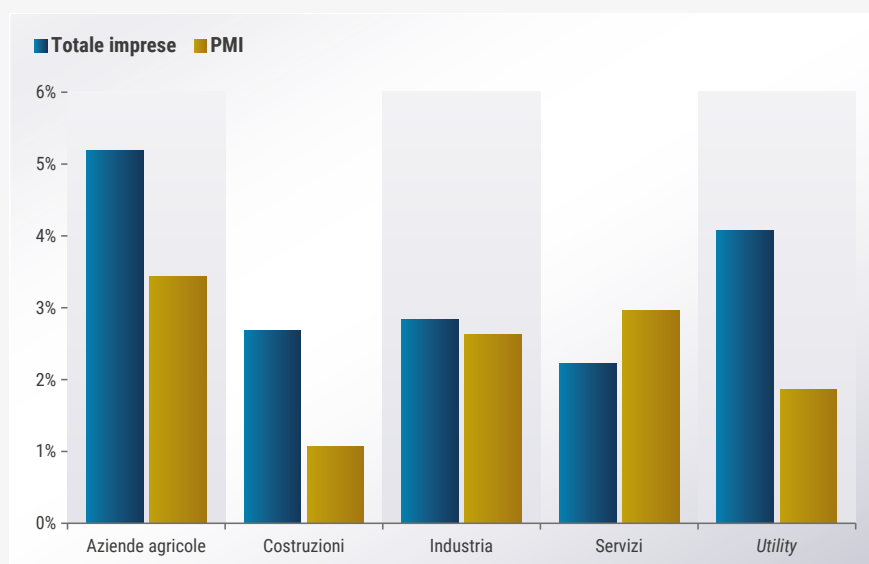
<sup>6</sup> I cui dati erano disponibili per Cerved al 10 marzo 2023.



pandemia nel 2020: la maggior parte di questi 30 micro-settori sono infatti legati alla convivialità, alla ristorazione o ai trasporti. Questi 30 micro-settori pur essendo relativamente piccoli, in termini di quota di imprese sul totale del campione Cerved (meno del 10%), racchiudono un'ampia quota delle imprese fragili (26%). Ciò indica che, come era normale attendersi, la fragilità delle imprese nei dati sul 2021 (post-pandemia) riguarda principalmente i settori più colpiti dalle restrizioni anti-Covid.

### Grafico D Incidenza percentuale delle imprese fragili per macrosettore

(Quote %, dati 2021)

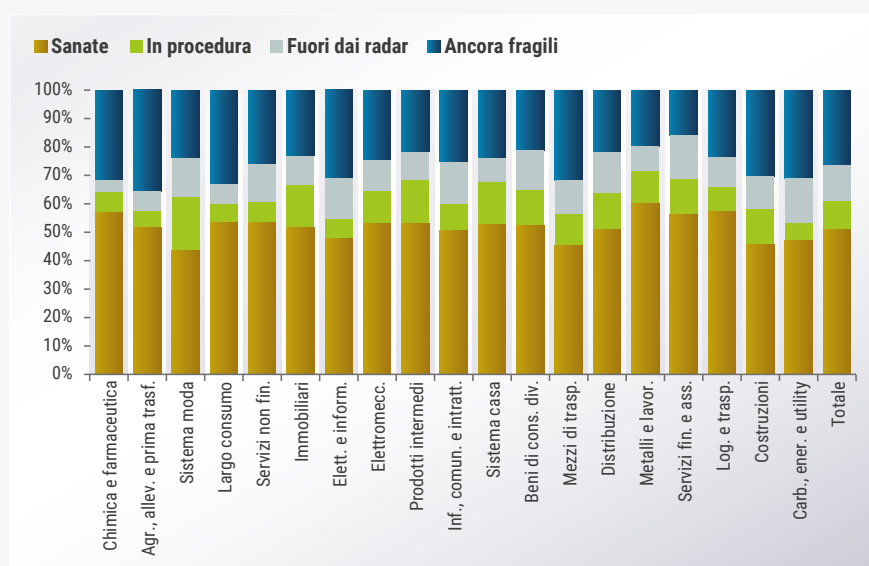


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Cerved.

**Come si muovono le imprese fragili?** L'aumento o la diminuzione delle imprese fragili non significa che nel tempo ad essere fragili siano sempre le stesse: la maggioranza delle imprese che erano fragili nel 2019 sono risultate sanate nel 2021 (51%; Grafico E). Ancor più pronunciata è la differenza all'interno delle PMI: le imprese sanate nel 2021 (rispetto al 2019) sono oltre il 66,4%, mentre la somma di imprese fuori dai radar (assenza di informazioni sullo "status"), in procedura e ancora fragili è del 33,6%.

### Grafico E Evoluzione delle imprese fragili

(Totale imprese, situazione nel 2021 delle imprese che erano fragili nel 2019, quote %)



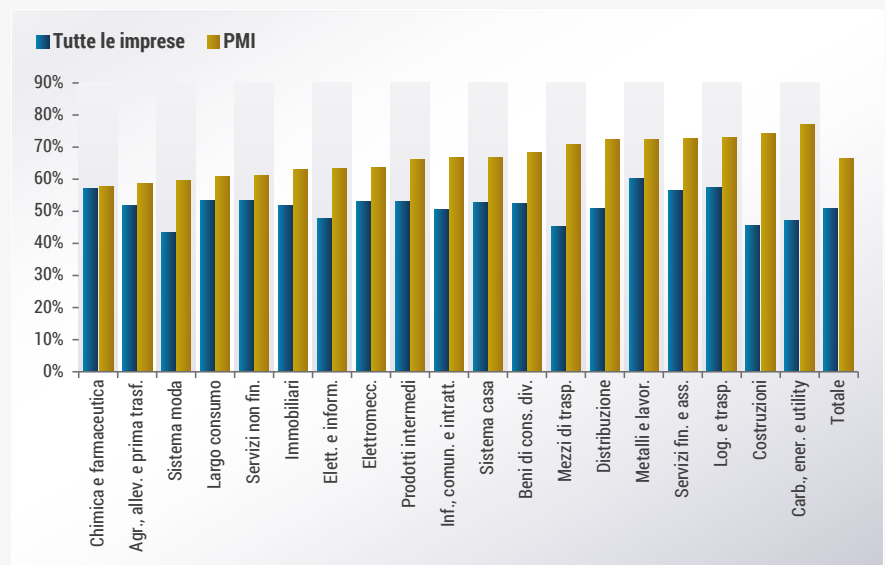
Fuori dai radar: assenza di informazioni sullo "status" per il 2021.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Cerved.

Questa elevata mobilità tra lo status di fragile e quello di "sanata" va letto accanto al dato sull'aumento di PMI in fragilità nel 2021, sopra citato: i dati Cerved rassicurano sul fatto che anche le piccole e medie imprese divenute fragili in larga maggioranza riescono a uscire da situazioni di difficoltà. Infatti, considerando il totale delle PMI (fragili e no), quelle che sono ancora fragili dal 2019 al 2021 sono solo lo 0,6%.

La mobilità delle imprese dentro e fuori lo status di "fragile" emerge anche dall'analisi dei vari settori. La percentuale delle imprese sanate è oltre il 40% in tutti i settori per il totale delle imprese, e oltre il 57% in tutti i settori per le PMI (Grafico F). Nel biennio 2019-2021 le piccole e medie imprese si dimostrano, quindi, più mobili in termini di status rispetto al totale delle imprese: numericamente sono molte di più quelle che entrano ed escono dalla condizione di fragilità.

**Grafico F**  
**Percentuale imprese sanate**  
**nel 2021**  
 (Quote %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Cerved.

\* Questo Focus è stato realizzato in collaborazione con Antonio Angelino e Francesca Oliveiro (Cerved).



