

RAPPORTO



CEr

CENTRO EUROPA RICERCHE

n. 1/2024

CENTRO EUROPA RICERCHE



I Centro Europa Ricerche elabora studi nel campo dell'economia applicata. Le analisi del CER comprendono previsioni di breve e medio periodo sulle tendenze dell'economia italiana, valutazioni quantitative su provvedimenti di politica economica, studi monografici di finanza pubblica, politica tributaria, politica monetaria e politica industriale.

Il CER è tra gli istituti chiamati con regolarità, anche nella forma delle audizioni parlamentari, a fornire valutazioni e commenti sulle prospettive economiche e, in particolare, sulle tendenze della finanza pubblica.

Per le previsioni, le analisi e le simulazioni di politica economica il CER utilizza i suoi modelli econometrici, macroeconomici e di microsimulazione, che sono continuamente aggiornati e migliorati. Il modello macroeconomico, oltre a consentire la previsione delle principali grandezze economiche e degli andamenti della finanza pubblica, permette di sottoporre a verifica l'impatto sull'economia delle manovre governative.

Il modello di microsimulazione rende possibili le valutazioni dell'impatto distributivo sulle famiglie di provvedimenti di natura fiscale e tariffaria, integrando informazioni sui redditi e sui consumi.

I rapporti CER sono riservati ai sottoscrittori di un abbonamento. Per la presentazione dei rapporti il CER organizza incontri-dibattito riservati agli abbonati.

Centro Europa Ricerche S.r.l.
Via Salaria, 44 - 00198 Roma
Tel. (0039) 06 8081304
E-mail: info@centroeuroparicerche.it
www.centroeuroparicerche.it

Presidente: Matteo Arpe

Vicepresidenti: Claudio Levorato, Gennaro Mariconda

Direttore della ricerca: Stefano Fantacone

Comitato scientifico: Paolo Guerrieri Paleotti (presidente), Andrea Boitani, Stefano Caselli, Pierluigi Ciocca, Silvia Ciucciovino, Giuseppe De Arcangelis, Gimede Gigante, Anna Giunta, Valentina Meliciani, Antonio Pedone, Andrea Cesare Resti, Stefano Silvestri

Consiglieri scientifici: Francesco Ferrante, Giovanni Ferri, Sergio Ginebri, Lelio Iapadre

Rapporto CER: pubblicazione periodica a carattere economico. Anno XXXXII

Direttore responsabile: Jacopo Tondelli

Iscrizione n. 59/2016 del 5 aprile 2016 del Registro della Stampa del Tribunale di Roma
Proprietario della testata: Centro Europa Ricerche S.r.l.
C.C.I.A.A. Roma: R.E.A. 480286

Edizione: Centro Europa Ricerche S.r.l.

Stampato al CER – luglio 2024

STABILIZZAZIONE

Rapporto CER 1/2024



Il Rapporto è stato elaborato da: Felice Cincotti, Stefano Fantacone, Antonio Forte, Massimiliano Parco, Lucia Truzzu.

SOMMARIO E CONCLUSIONI	7
TEMI CONGIUNTURALI	11
IL TONFO DELLA PROPENSIONE AL CONSUMO	11
IL CICLO DELLE SCORTE	13
IL <i>BOOM</i> DEL TURISMO	15
LA POSIZIONE ESTERA	17
<i>RIQUADRO. LA BOLLETTA ENERGETICA ITALIANA</i>	19
GLI INVESTIMENTI IN COSTRUZIONI: ANDAMENTI DI LUNGO PERIODO E PROSPETTIVE	21
TREND ESPANSIVI E RECESSIVI NEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI	21
RAPPORTI CARATTERISTICI	23
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA	24
PROSPETTIVE	25
CONCLUSIONI	27
LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE	29
LO SCENARIO INTERNAZIONALE	29
LA PREVISIONE MACROECONOMICA	37
UN CONFRONTO CON LA PRECEDENTE PREVISIONE	37
LA PREVISIONE PER IL 2024	38
LA PREVISIONE PER IL TRIENNIO 2025-2027	40
LE PREVISIONI DI FINANZA PUBBLICA	49
<i>RIQUADRO. LA NUOVA GOVERNANCE EUROPEA</i>	55
IL PERCORSO DELLA TRANSIZIONE ENERGETICA	59
MODIFICHE STRUTTURALI	59
Emissione, produzione e consumo	59
RINNOVABILI: CONGIUNTURA E POSSIBILITÀ	60
EMISSIONI: PROIEZIONI AL 2030	61

SOMMARIO E CONCLUSIONI

1

La pausa estiva vede l'economia italiana allineata alle previsioni di crescita assunte nel DEF per il 2024, ma per il 2025 si delinea la probabilità di un rallentamento. Nell'aggiornamento della previsione che illustriamo in questo Rapporto la stima sull'incremento del prodotto nel prossimo anno viene infatti ribassata allo 0,6% (due decimi in meno rispetto alla nostra precedente valutazione e sei decimi al di sotto del dato programmatico). La variazione del PIL è poi attesa risalire allo 0,8% nel 2026, per stabilizzarsi allo 0,7% nel 2027. Considerando il triennio nel suo insieme, prevediamo un aumento cumulato del Pil del 2,1%, a fronte del 3,2% indicato dal governo. Stimiamo inoltre che il principale contributo alla crescita provenga dai consumi delle famiglie (1,3 punti nel periodo), mentre la spinta fornita dagli investimenti scenderebbe a tre decimi di punto, con un apporto sostanzialmente nullo proveniente dalle esportazioni nette. In senso moderatamente positivo agirebbe anche il ciclo delle scorte, con un contributo di 5 decimi concentrato nel biennio 2025-26. Punti qualificanti della previsione sono poi un attivo di parte corrente stabilmente al di sopra dei 50 miliardi di euro, un tasso di disoccupazione che a fine periodo tornerebbe al punto di minimo toccato nel lontano 2007-2008 il rientro dell'inflazione all'obiettivo del 2% e la discesa dell'indebitamento pubblico al di sotto del 3%.

2

I risultati della nostra previsione descrivono una stabilizzazione delle dinamiche dell'economia italiana dopo la forte volatilità indotta dalla pandemia e dall'aumento dei prezzi dell'energia. Come si analizza nel primo capitolo del Rapporto, importanti fattori di turbolenza continuano invece a interessare la congiuntura corrente. Un primo elemento su cui si richiama l'attenzione è il tonfo registrato dalla propensione al consumo nel primo trimestre dell'anno, che ha impedito di trasformare in decisioni di spesa il pur consistente aumento del potere d'acquisto. La minore disponibilità a spendere delle famiglie può essere motivata con la volontà di ripristinare un livello di risparmio eroso dall'inflazione e con l'incertezza sulla composizione ottimale dei consumi in presenza di una forte modifica dei prezzi

relativi. L'aumento dei redditi generato dal mercato del lavoro, come combinato disposto della crescita dell'occupazione e della tornata di rinnovi contrattuali, ci fa però ritenere che i consumi possano accelerare già in corso d'anno, arrivando a un incremento medio dello 0,7%, che salirebbe allo 0,9% nel 2025.

Un secondo fattore di anomalia è costituito dal pronunciato ciclo delle scorte, che nel biennio 2023-24 arriverebbe a comprimere la crescita di ben 1,7 punti. Le imprese stanno infatti diminuendo a ritmi rapidi le giacenze accumulate dopo la pandemia, periodo segnato dalla vischiosità venutasi a determinare nelle catene di fornitura. Le indagini presso le imprese segnalano tuttavia che i livelli attuali di magazzino non siano considerati bassi per cui valutiamo che il ciclo post-pandemico delle scorte sia ormai prossimo a esaurirsi, senza che a ciò corrisponda l'avvio di un ciclo espansivo.

Un aspetto di grande rilevanza è poi quello del turismo. I dati analizzati nel capitolo confermano la forte ripresa in atto, ma al contempo evidenziano come, almeno per quel che riguarda la componente straniera, il trend dei visitatori sia assimilabile a quello pre-pandemico, senza che sia possibile identificare una vera e propria discontinuità verso l'alto. Netta è invece la modifica che risulta nelle abitudini di soggiorno dei turisti, con una preferenza spostatasi verso la nuova offerta di alloggi in affitto. Un'evoluzione il cui impatto sulle dinamiche economiche e ancor più sociali dovrà essere adeguatamente valutato.

L'aumento degli arrivi turistici consolida comunque la posizione sull'estero dell'Italia, con l'avanzo corrente che sempre più sta diventando uno dei fondamentali del nostro processo di crescita. Anche per la rapidità con cui sta procedendo il riassorbimento del deficit energetico dopo l'impennata dei relativi prezzi. Fatto ancor più rilevante è che il valore delle esportazioni italiane sia oggi superiore di 150 miliardi nel confronto con la situazione pre-Covid e che a ciò corrisponda un aumento della quota italiana sui mercati internazionali. In termini meramente congiunturali, il forte andamento flettente delle importazioni è però in via di conclusione e ciò riduce il contributo fornito alla crescita dalle esportazioni nette.

3

Il secondo capitolo del Rapporto si sofferma sugli investimenti in costruzioni, che si trovano in un delicato momento di passaggio fra la spinta fornita dal Superbonus, in esaurimento, e l'impulso proveniente dal PNRR, in accelerazione. L'analisi proposta si concentra sulle dinamiche di lungo periodo e porta a evidenziare come l'attuale fase espansiva del settore sia particolarmente intensa, ma non abbia ancora raggiunto la durata dei precedenti periodi di crescita, tanto che i valori massimi di trend, raggiunti nel 2006, non sono stati eguagliati. Sotto la spinta del Superbonus molto rilevante è stato peraltro il contributo al Pil fornito dagli

investimenti in costruzioni, che spiegano quattro dei 14,5 punti di incremento cumulati dalla nostra economia fra il 2021 e il primo trimestre 2024. Il venire meno di questa agevolazione indurrà necessariamente un rallentamento del ciclo delle costruzioni, ma ancora per quest'anno l'aumento degli investimenti del settore sarà chiaramente superiore a quello del prodotto. In virtù della progressiva entrata a regime del PNRR stimiamo che anche nel 2025 gli investimenti in costruzioni registrino un aumento, seppure lieve, mentre nell'ultimo biennio della previsione, anche per l'attenuarsi del valore incrementale degli investimenti attivati dal PNRR, si determinerebbe un segno negativo.

4

Il quadro di esogene sotteso all'esercizio di previsione prende (capitolo 3) atto di alcune novità intervenute rispetto al Rapporto 4/2023. A cominciare dai tempi di allentamento della politica monetaria, che si stanno rivelando più lenti di quanto sperato. Non del tutto attesa è anche la sequenza degli interventi, che ha visto agire la Banca centrale europea prima della Federal Reserve. La prudenza adottata dalle autorità monetarie segnala da una parte come il ciclo reale si sia mantenuto sufficientemente robusto, ben rispondendo all'inasprimento del passato biennio. Ciò significa anche che la riduzione dei rendimenti potrebbe rivelarsi di portata contenuta e nella nostra stima indichiamo una convergenza verso tassi di policy del 3% nel 2027. Dall'altra parte, va anche considerato che lo scenario internazionale soffre di tensioni belliche ed è noto come il finanziamento delle guerre costituisca uno dei principali canali di innesco dell'inflazione, un rischio che ben può motivare scelte conservative da parte delle banche centrali.

5

I risultati di dettaglio dell'esercizio di previsione sono riportati nel quarto capitolo del Rapporto, che offre anche un confronto con le nostre precedenti stime. Nel dato cumulato 2024-26, le stime di crescita sono state abbassate di due decimi di punto per il tasso di crescita del PIL e di sette decimi per il tasso di inflazione, mentre sono state rialzate di mezzo punto per l'occupazione. L'economia italiana sarebbe quindi avviata verso un sentiero di stabilizzazione, con il tratto principale rappresentato dall'elevato assorbimento di lavoro. Il rallentamento atteso rispetto al 2024 rappresenta a sua volta un segnale di stabilizzazione, per il fisiologico indebolimento dell'impulso dato dal Superbonus e per un ritorno della propensione a importare su valori di media storica. La contestuale presenza del già ricordato avanzo sull'estero e il consistente avanzamento dell'accumulazione pubblica segnalano un generale stato di salute dell'economia italiana, pur in un contesto di bassa produttività. Nel complesso, aumentano le indicazioni a supporto

di un'ipotesi di innalzamento del potenziale di sviluppo dopo l'uscita dall'avvalamento pandemico.

6

Dal lato della finanza pubblica, preoccupazioni possono essere manifestate alla luce del ritorno dei vincoli europei, modificati all'interno della revisione del Patto di stabilità. Il rispetto delle nuove regole porrà inevitabili limiti in sede di predisposizione delle prossime leggi di bilancio, ma anche in questo caso va sottolineato come le tendenze di fondo appaiano di gestione meno complessa che in passato. A cominciare dal fatto che l'elevata crescita dei redditi nominali offre un robusto sostegno all'andamento delle entrate, che valutiamo crescere più delle spese lungo tutto il periodo di previsione. Inoltre, va considerato che il rientro nelle regole europee costituisce senz'altro un vincolo aggiuntivo se il confronto viene fatto con gli ultimi anni in cui, a causa del Covid, l'applicazione del Patto era stata sospesa, ma allo stesso tempo gli obiettivi sono diventati meno stringenti dei precedenti e la manovra di finanza pubblica ha per questo un margine di manovra più ampio.

7

L'ultimo capitolo del Rapporto illustra alcuni indicatori da noi elaborati in riferimento al percorso della transizione energetica. Viene evidenziato come si stia verificando uno scollamento fra dinamiche del PIL (comunque in crescita) e quantità di emissioni carboniche. Un andamento virtuoso, oggi interamente riconducibile all'ampio ricorso a fonti rinnovabili, che sta abbassando l'intensità carbonica del nostro modello di consumo e produzione. Significativamente si sottolinea come l'Italia sia quindi in linea con la traiettoria obiettivo fissata per il 2030, un progresso forse non adeguatamente evidenziato.

Gli andamenti congiunturali attuali presentano numerose particolarità, in parte ancora legate all'uscita dal ciclo pandemico, in parte riconducibili all'operare di misure di politica economica particolarmente incisive su alcuni settori di attività, per altra parte ancora determinate dai cambiamenti in atto nelle relazioni internazionali. Al fine di meglio calibrare l'esercizio di previsione, analizziamo di seguito alcuni di questi andamenti peculiari, considerando nell'ordine la spesa per consumi delle famiglie, il ciclo delle scorte, la dinamica del turismo e l'evoluzione della bilancia dei pagamenti. Data la rilevanza del tema, un approfondimento più ampio è dedicato nel successivo capitolo agli investimenti in costruzioni.

IL TONFO DELLA PROPENSIONE AL CONSUMO

1

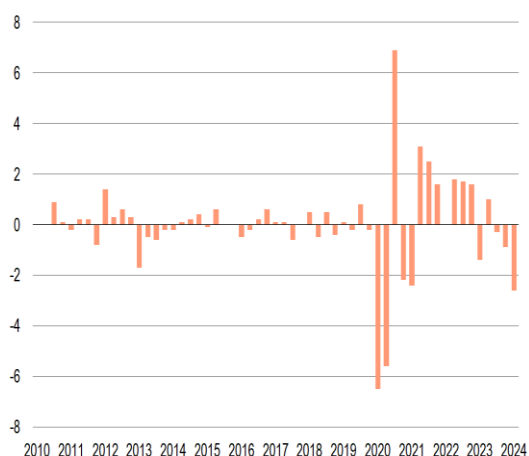
Nel primo trimestre del 2024 la propensione al consumo delle famiglie ha registrato un vero e proprio tonfo, scendendo di 2,6 punti rispetto alla fine del 2023. Come si osserva nel grafico 1.1, una simile riduzione, anche presa in valore assoluto, non trova confronto negli ultimi 15 anni, se non nel biennio del tutto eccezionale segnato dalla pandemia. La caduta della disponibilità a spendere ha così assorbito l'aumento del potere d'acquisto (+3,3%), con una crescita dei consumi nei primi tre mesi del 2024 pari ad appena lo 0,5% nei valori nominali e sostanzialmente nulla in termini reali.

2

Lo scollamento venutosi a determinare fra reddito disponibile e decisioni di spesa può essere ricondotto a diversi elementi. Un primo fattore chiama in causa l'incertezza provocata dalla fiammata inflazionistica del 2021-22. Il grafico 1.2 illustra a tal riguardo come a partire dal massimo avvallamento pandemico abbia preso avvio un continuativo processo di aumento del reddito disponibile lordo delle famiglie, che alla fine del primo trimestre 2024 è giunto a superare del 18% il valore medio del 2019. A ciò corrisponde tuttavia un aumento di potere d'acquisto pari ad appena l'1,7%, con una differenza che in valori assoluti è arrivata a toccare i 55 miliardi (sempre grafico 1.1). Il differenziale fra reddito disponibile e potere d'acquisto si è ovviamente aperto a causa dell'accelerazione dell'inflazione, che le famiglie hanno contrastato con un aumento temporaneo della propensione al

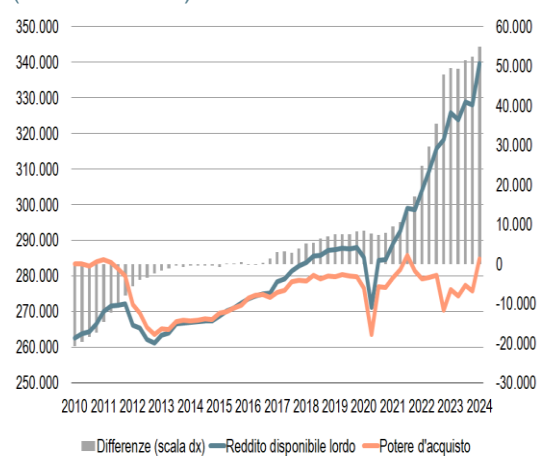
consumo, salita cumulativamente di 5,1 punti negli ultimi nove mesi del 2022 (vedi ancora grafico 1.1). La correzione di questo eccesso di spesa ha preso avvio già a inizio 2023, ossia in un contesto di inflazione ancora elevata, portando la propensione al consumo a scendere di 1,6 punti rispetto al picco di fine 2022. Rispetto a queste dinamiche di fisiologico rientro, la compressione delle decisioni di spesa osservata nei primi mesi del 2024 appare però decisamente anomala.

Grafico 1.1. Variazioni della propensione al consumo delle famiglie italiane



Fonte: ISTAT.

Grafico 1.2. Reddito disponibile lordo e potere d'acquisto delle famiglie italiane (milioni di euro)



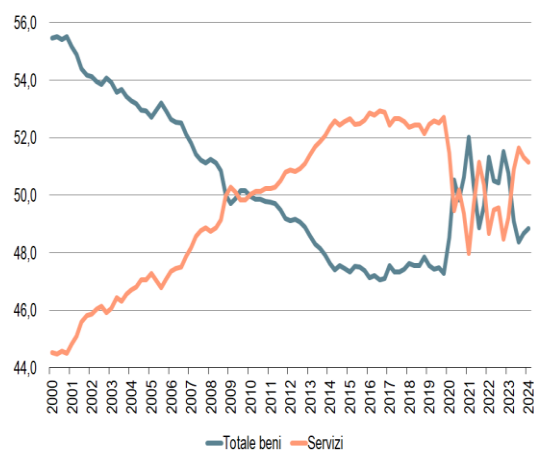
Fonte: ISTAT.

3

Un secondo elemento da considerare attiene alla ricomposizione della spesa delle famiglie che ha avuto luogo nel periodo Covid e poi sotto la spinta dell'inflazione. Il grafico 1.3 mostra come la distribuzione dei consumi fra beni e servizi, con un tendenziale aumento di quota di questi ultimi, avesse raggiunto un punto di stabilizzazione a partire dal 2014. La pandemia ha riportato la composizione della spesa ai valori del 2007, con gli andamenti successivi caratterizzati da un'ampia volatilità. Per quel che riguarda gli effetti esercitati dall'inflazione, dal grafico 1.4 si può osservare come nel 2023 i consumi delle famiglie siano arrivati a concentrarsi per quasi il 65% su quattro sole voci (Alimentari, Abitazione, Trasporti e Alberghi e ristoranti), appunto segnate da aumenti dei prezzi superiori alla media (fra il 2019 e il 2023 i rispettivi deflatori hanno segnato incrementi del 27,5%, 19,2%, 22,4% e 23,2%). Si può quindi ritenere che le famiglie siano ora portate a indirizzare le maggiori disponibilità di reddito non a un generalizzato aumento della spesa, bensì a un riequilibrio della stessa verso le tipologie maggiormente sacrificate a causa di fattori esogeni come la pandemia e l'accelerazione dei prezzi.

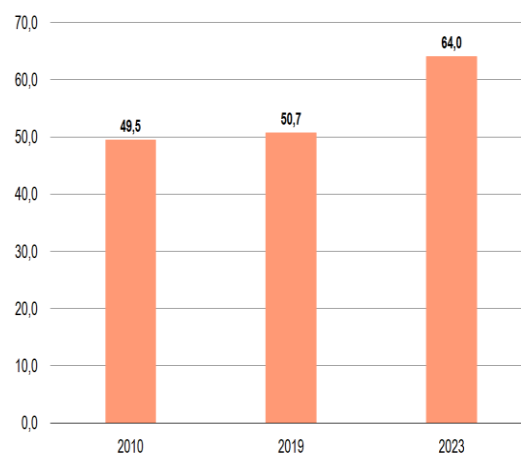
Nel complesso, sembra comunque esserci uno spazio, anche ampio, per una risalita della propensione al consumo nel corso dell'anno.

Grafico 1.3. Distribuzione della spesa delle famiglie fra beni e servizi (valori nominali)



Fonte: ISTAT.

Grafico 1.4. La concentrazione dei consumi delle famiglie nel 2023 (quota sul totale delle voci Alimentari, Abitazioni, Trasporti, Alberghi e Ristoranti; valori nominali)



Fonte: ISTAT.

IL CICLO DELLE SCORTE

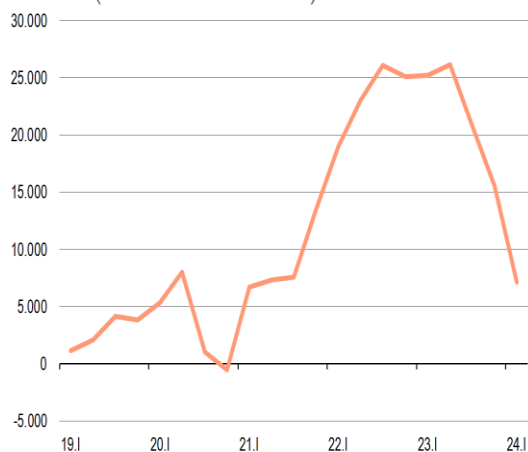
4

La lettura delle effettive dinamiche di crescita dell'economia italiana è resa complessa da un ciclo delle scorte particolarmente pronunciato. Come si osserva nel grafico 1.5, il decumulo di scorte verificatosi durante la pandemia (in coincidenza con l'arresto obbligato delle attività produttive) è stato rapidamente riassorbito e interamente annullato già nella prima metà del 2021. A partire dall'ultimo trimestre di quello stesso anno e fino all'estate del 2022 ha preso invece avvio un processo di straordinario accumulo che in un brevissimo arco di tempo ha portato le giacenze su livelli cinque volte superiori a quelli pre-Covid. Un fenomeno legato alla vischiosità nel frattempo intervenuta nel reperimento delle forniture internazionali e poi all'improvviso aumento di prezzo delle materie prime energetiche. Fattori di incertezza che hanno spinto le imprese a riempire i propri magazzini e che nel 2021 si sono contabilmente tradotti in un sostegno alla crescita, con un contributo medio delle scorte pari a 1,2 punti (vedi grafico 1.6). Nel 2022, la permanenza di livelli elevati di giacenze non ha invece avuto effetti di rilievo sulla crescita, dal momento che su quest'ultima incide la sola variazione delle scorte. Più in generale va considerato che nel biennio 2021-22 l'effetto del ciclo delle scorte è comunque rimasto nascosto dietro un tasso di crescita reso molto pronunciato dal rimbalzo post-pandemico, con un contributo medio trimestrale di 0,8 punti a fronte di una variazione del Pil del 7% (sempre in media).

Il ciclo delle scorte segna un'inversione dall'estate 2023, con una fase di accentuato decumulo che in soli nove mesi ha riportato le giacenze in prossimità dei

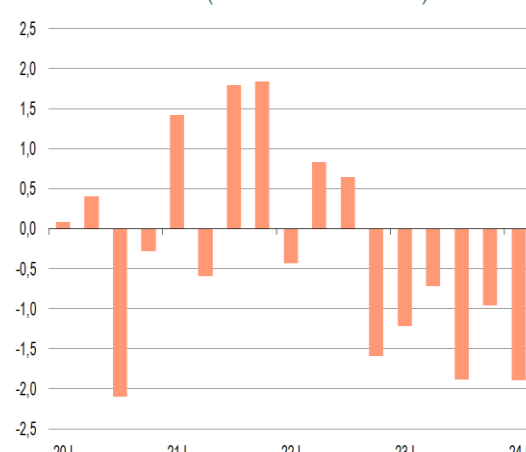
livelli post-pandemici, con un contributo alla crescita divenuto negativo e che tra l'ultimo trimestre 2022 e il primo trimestre 2024 ha registrato un valore medio di -1,4 punti, superiore al tasso di incremento registrato in media dal Pil nel periodo (+1.1%). In proporzione la fase di decumulo delle scorte sta cioè esercitando un impatto sulla crescita molto superiore a quello derivante dal periodo di accumulo.

Grafico 1.5. Variazione cumulata delle scorte (valori concatenati)



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

Grafico 1.6. Contributo delle scorte alla crescita del Pil (valori concatenati)



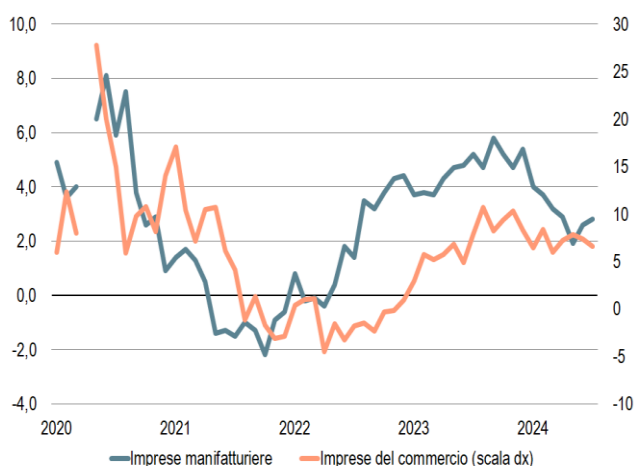
Fonte: ISTAT.

5

Una tale spinta al ribasso sulle dinamiche di crescita permarrà ormai sul dato 2024, anche se presumibilmente con una progressiva tendenza all'esaurimento.

Di contro, non vi sono al momento elementi che facciano pensare a un'inversione di una qualche consistenza nel contributo delle scorte. Il grafico 1.7 mostra infatti come le imprese manifatturiere e del commercio non ritengano bassi gli attuali livelli delle giacenze che anzi, in considerazione del percepito indebolimento della

Grafico 1.7. Giudizi delle imprese sul livello delle scorte (saldi destagionalizzati)



Fonte: ISTAT.

domanda, potrebbero nei prossimi mesi continuare a rivelarsi ancora troppo elevati.

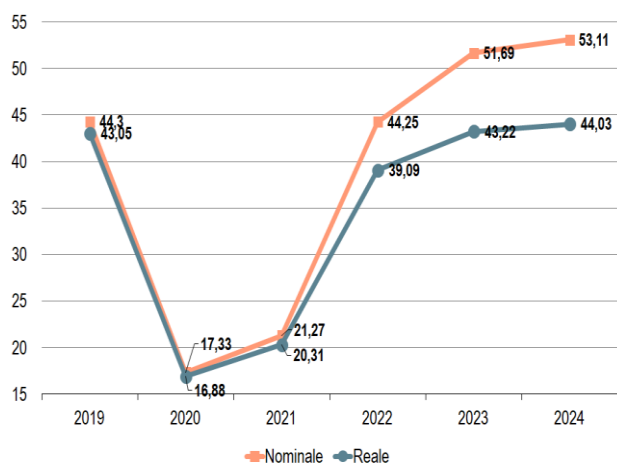
IL BOOM DEL TURISMO

6

Un altro fattore che viene oggi percepito come particolarmente rilevante nel disegnare il ciclo economico italiano è il turismo, per il quale si parla di un vero e proprio *boom*. Secondo i dati rilasciati dall'Istat, arrivi e presenze turistiche in Italia avrebbero toccato nel 2023 un massimo storico, con incrementi rispettivamente pari al 2,3% e al 3,3% sul dato pre-pandemico. Per le sole presenze straniere l'incremento stimato del 3,8%, con una quota sul totale aumentata dal 50,5% al 52,4%.

Un'espansione di tale intensità non trova però pieno riscontro, almeno per la componente straniera, nei dati di spesa rilevati dalla Banca d'Italia e incorporati nella contabilità nazionale sotto la voce Spesa in Italia dei non residenti (grafico 1.8). I

Grafico 1.8. Spesa in Italia dei non residenti
(miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia: per il 2024 proiezioni CER.

livelli di spesa pre-pandemici sono stati infatti superati già dalla fine del 2022, ma solo nell'aggregato a prezzi correnti, sul quale pesa l'aumento dell'inflazione (nel 2021-23 il deflatore della spesa turistica degli stranieri è aumentato complessivamente del 16,5%, un punto e mezzo in più di quanto registrato dal deflatore dei consumi delle famiglie residenti).

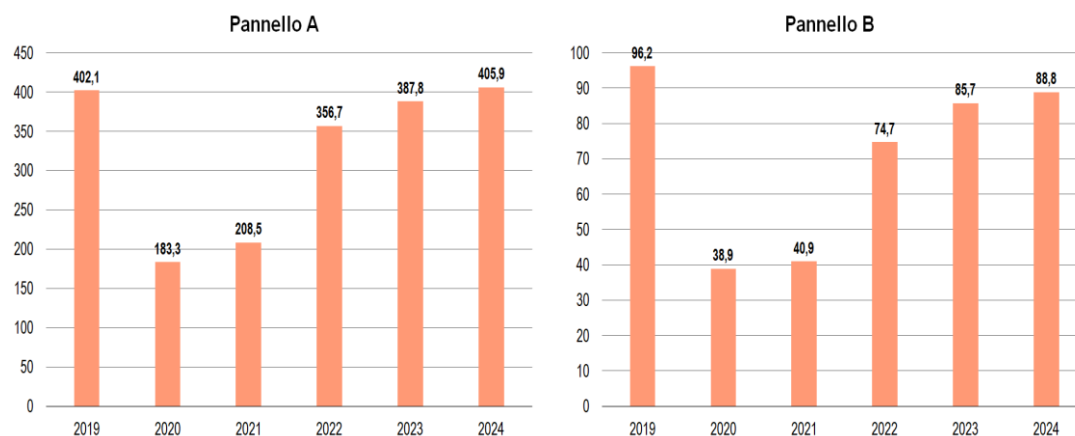
Nei valori concatenati, gli attuali livelli di spesa sono di contro gli stessi di quelli pre-pandemici, configurando quindi un recupero e non un'espansione rispetto al 2019. Le proiezioni da noi elaborate per il 2024 sulla base degli andamenti dei primi quattro mesi non modificano questa valutazione, segnalando anzi la possibilità di incrementi in corso d'anno piuttosto contenuti. In sostanza, la spinta alla crescita proveniente dal turismo straniero risulta essere rilevante, ma allo stesso tempo allineata ai *trend* precedenti, senza che al momento si osservi un effettivo *boom* di spesa.

7

Secondo quanto rilevato dalla Banca d'Italia nell'Indagine sul turismo straniero, i flussi post-pandemici non presentano d'altronde caratteri di eccezionalità (grafico 1.9). A fine 2023 i pernottamenti erano raddoppiati rispetto al punto di minimo del

2020 (Pannello A), ma restavano ancora inferiori del 3,6% nel confronto con il 2019. Proiezioni da noi elaborate sulla base dei risultati dei primi quattro mesi del 2024 indicano che alla fine dell'anno in corso il numero di pernottamenti dei turisti stranieri a cui si era arrivati prima del Covid verrebbero infine superati, ma appena dell'1%, (mentre per il numero di arrivi si resterebbe ancora al di sotto di oltre il 7% (pannello B).

Grafico 1.9. Pernottamenti e numero di viaggiatori stranieri in Italia (milioni)



Fonte: Banca d'Italia e per il 2024 proiezioni CER.

8

Una discontinuità evidente rilevata tanto dall'Istat quanto da Banca d'Italia attiene invece alla tipologia di alloggio scelto dai turisti. Al riguardo, l'Indagine della Banca d'Italia segnala come rispetto al 2019 i pernottamenti in Case in affitto siano aumentati del 50,6%, a fronte di riduzioni del 20,3% per gli Alberghi e del 32,5% per i B&B tradizionali (tavola 1.1). Analogamente, l'Istat stima che nel 2023 le presenze nelle strutture extra-alberghiere siano aumentate rispetto al 2022 dell'11%, mentre l'incremento per le strutture alberghiere si sarebbe fermato all'8,1%.

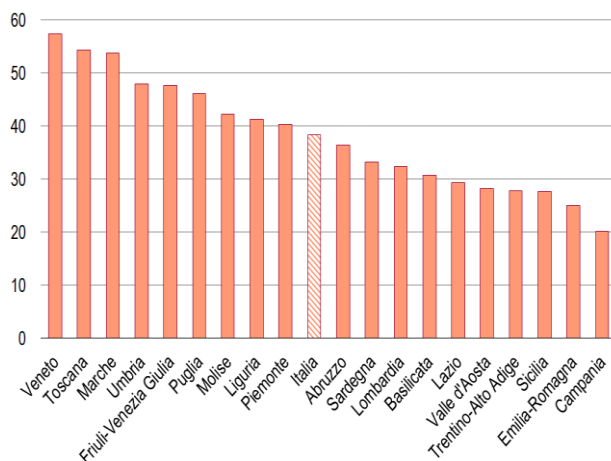
Tavola 1.1. Pernottamenti per tipologia di alloggio (valori in milioni)

Alloggio	2019		2023		Var. % 2023-19
	Valori	Quota	Valori	Quota	
Albergo	157,6	39,2	125,5	32,4	-20,3
Ospite amici/parenti	71,9	17,9	80,2	20,7	11,5
B&B e agriturismo	41,9	10,4	28,3	7,3	-32,5
Casa in affitto	65,6	16,3	98,8	25,5	50,6
Casa di proprietà	13,6	3,4	13,0	3,3	-4,9
Altro	51,5	12,8	42,0	10,8	-18,4
Totale	402,1	100,0	387,8	100,0	-3,6

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sul turismo straniero.

In media, lo scorso anno le strutture alberghiere sono così arrivate a pesare per il 39,3% sul totale delle presenze turistiche, quota che in alcune regioni supera

Grafico 1.10. Presenze per regione negli esercizi extra-alberghieri, 2023 (quote percentuali)



Fonte: ISTAT, Movimenti negli esercizi recettivi.

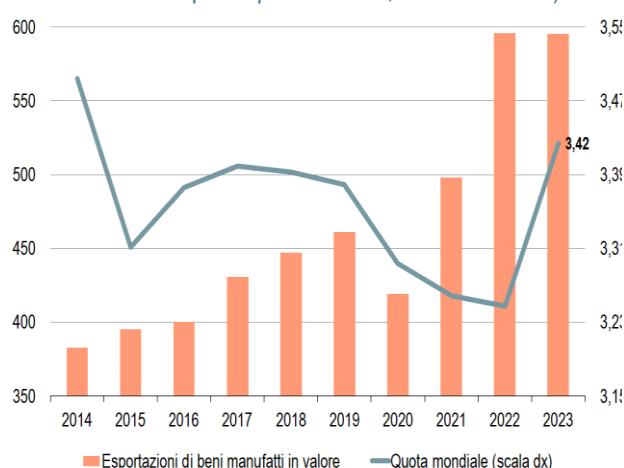
peraltro il 40% o anche il 50% (grafico 1.10). Più che per quantità di arrivi e per dimensione di spesa, i flussi turistici post-pandemici sembrano cioè caratterizzarsi per una modifica delle abitudini di viaggio il cui impatto per le dinamiche economiche e ancor più sociali dovrà essere adeguatamente considerato.

LA POSIZIONE ESTERA

9

La tendenza restrittiva che sempre più va caratterizzando gli scambi mondiali costituisce un ovvio fattore di penalizzazione per le esportazioni italiane. In senso sfavorevole giocano anche le difficoltà dell'economia tedesca, verso la quale è comunque indirizzato quasi il 12% delle nostre vendite all'estero. Inoltre la volatilità

Grafico 1.11. Esportazioni di beni manufatti dell'Italia e quota sulle esportazioni mondiali (miliardi di euro e quote percentuali, dati in valore)



Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT-ICE.

dei prezzi dell'energia nel 2021-22 ha costituito un banco di prova per la tenuta della nostra industria sui mercati esteri. L'evidenza disponibile mostra come proprio quest'ultimo episodio abbia in realtà fornito l'occasione per un consolidamento della nostra posizione estera. In termini assoluti, il valore

delle esportazioni italiane ha infatti registrato un balzo di quasi 150 miliardi rispetto alla situazione pre-Covid e nel 2023 un tal aumento monetario si è anche tradotto

in un incremento della quota italiana sul totale delle esportazioni mondiali, superando il dato del 2019 (grafico 1.11). La posizione delle nostre imprese esportatrici appare dunque quantomai solida, ma il contributo che può derivarne per la crescita del Pil è comunque limitato dal lento passo del commercio mondiale, che in questa prima parte del 2024 ha segnato una ripresa inferiore alle attese.

10

In simile contesto e in linea con quanto commentato in precedenza sulla ripresa del turismo, le esportazioni di servizi registrano incrementi superiori a quelle di beni. Nello specifico, come si mostra nel grafico 1.12, le vendite di servizi italiani sui mercati esteri ha raggiunto nel primo trimestre dell'anno un livello superiore di oltre 20 punti rispetto al pre-Covid, mentre per le esportazioni di beni l'aumento è nell'ordine dei 10 punti. Aspetto ancora più importante è che le esportazioni di beni hanno smesso di crescere dalla fine del 2022 ed è proprio a partire da questo momento che i servizi hanno registrato un'accelerazione.

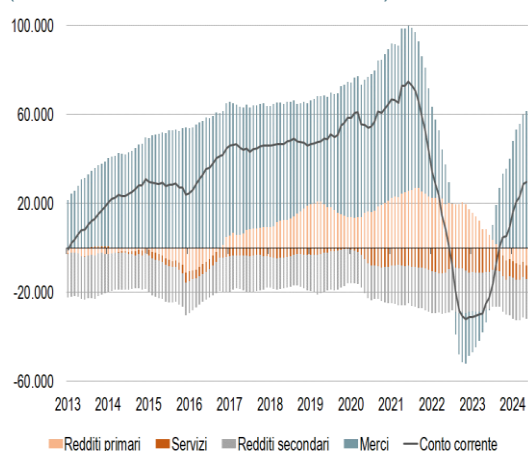
Più in generale, l'uscita dal doppio shock pandemico e sulle ragioni di scambio (vedi riquadro "La bolletta energetica italiana") offre conferma del carattere strutturale assunto dall'avanzo di parte corrente dell'Italia, con un saldo complessivo risalito a 30 miliardi, nonostante l'anomalia rappresentata dal disavanzo nei redditi primari, a sua volta risultante da un impatto asimmetrico del rialzo dei tassi di interesse sulle attività e le passività detenute sull'estero (grafico 1.13). In tempi di elevata incertezza come quelli attuali, la natura strutturale dell'avanzo di parte corrente costituisce un fattore di stabilizzazione sul quale non era stato possibile contare in passato.

Grafico 1.12. Italia: esportazioni di beni e di servizi (indici, 2013:T1 = 100)



Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT.

Grafico 1.13. Bilancia dei pagamenti: saldo di conto corrente e componenti (anno scorrevole, milioni di euro)



Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.

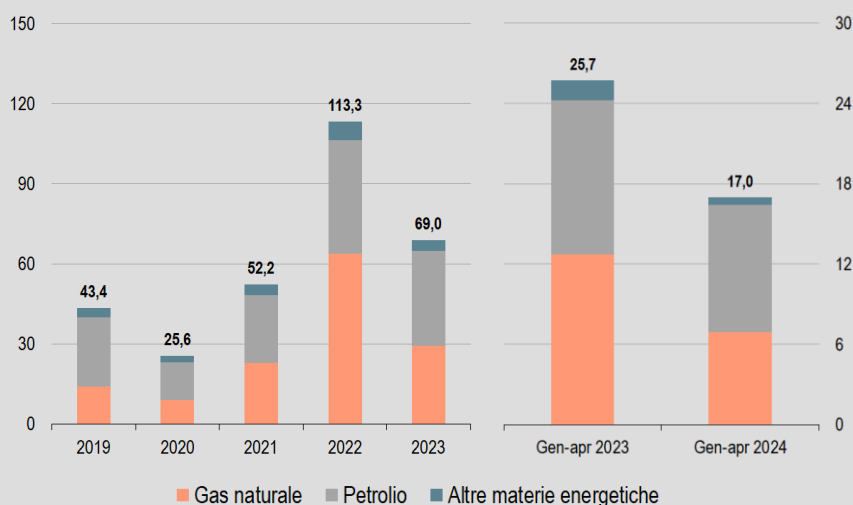
RIQUADRO

LA BOLLETTA ENERGETICA ITALIANA

Nel 2023 il disavanzo nell'interscambio di beni energetici italiano (la bolletta energetica) è stato pari a 69 miliardi di euro (grafico R1), in riduzione del -39,1% rispetto ai 113,3 miliardi del 2022, ma ancora superiore (113,3 miliardi di euro). La diminuzione di prezzo delle materie prime e la riduzione delle quantità acquistate di petrolio e carbone ha influito sensibilmente su tale dinamica. Tuttavia, l'esborso risulta ancora superiore di oltre il 50% nel confronto con i 43,3 miliardi della situazione pre- pandemica.

Nel 2024 il disavanzo energetico italiano segna un'ulteriore riduzione, con una flessione risultata pari al 30,3% nei primi quattro mesi dell'anno. In termini di fonti energetiche, il deficit si è ridotto del -17,2% per il petrolio, del 45,7% per il gas e del 63,6% per le altre fonti, dato quest'ultimo favorito da un sensibile calo di utilizzo di carbone e derivati nel paniere energetico.

Grafico R1. La fattura energetica dell'Italia
(miliardi di euro)



Nota: le fatture sono state calcolate come saldo tra il valore delle importazioni e delle esportazioni, a prezzi correnti.

Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT.

GLI INVESTIMENTI IN COSTRUZIONI: ANDAMENTI DI LUNGO PERIODO E PROSPETTIVE

1

Il settore delle costruzioni si trova oggi in un delicato momento di passaggio, fra la spinta fornita dal Superbonus, ormai in esaurimento, e l'impulso proveniente dagli investimenti pubblici nell'ambito del PNRR, attesi invece in progressiva accelerazione almeno fino al 2026. Stimoli aggiuntivi sugli investimenti pubblici devono poi essere attribuiti ai lavori in corso per il Giubileo, per quanto limitati alla sola città di Roma, mentre per l'edilizia privata l'impatto negativo che deriverà dal venire meno del Superbonus potrebbe essere in parte attenuato dalla spesa che sarà attivata dalla direttiva europea sulle "case green". Nel tentativo di meglio definire le prospettive del settore, analizziamo in questo capitolo gli andamenti di lungo periodo degli investimenti in costruzioni, con l'intento di verificare se e in quale misura il vero e proprio boom degli anni passati debba inevitabilmente risolversi in un brusco rallentamento, da molti osservatori già collocato nell'anno in corso, o se i fattori sostitutivi prima evidenziati siano tali da mantenere alto il ciclo del settore. L'analisi è così impostata. Si illustrano dapprima le grandi fasi di trend degli investimenti in costruzioni, per considerare poi l'evoluzione di alcuni indicatori caratteristici del settore, il contributo fornito dalle costruzioni alla ripresa post-pandemica e infine le prospettive che possono essere oggi desunte dagli andamenti registrati al primo trimestre 2024 e dall'impulso da noi stimato per il PNRR.

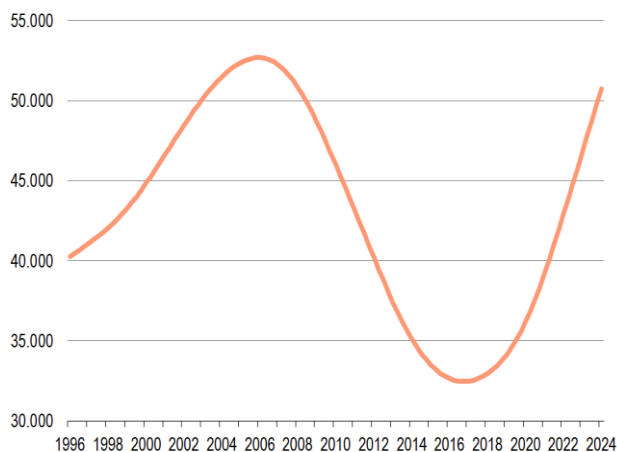
TREND ESPANSIVI E RECESSIVI NEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI

2

Il primo aspetto che consideriamo attiene al trend di lungo periodo del settore. Nel grafico 2.1 è riportato il trend Hodrick-Prescott del totale gli investimenti in costruzioni, che come si osserva descrive movimenti molto ampi nel tempo, tali da identificare tre fasi principali. Un primo periodo ha natura espansiva e si protrae per 11 anni, dall'inizio del 1996 fino all'inizio del 2006, con un incremento del 31% fra punto di massimo e punto di minimo (da 40,2 a 52,7 miliardi su base trimestrale). Segue una fase di contrazione anch'essa decennale, che dura fino alla fine del 2016, durante la quale il trend degli investimenti in costruzioni si abbassa del 38%, perdendo oltre 20 miliardi sempre su base trimestrale rispetto al precedente massimo e scendendo anche rispetto ai valori di inizio serie (-8 miliardi). La terza fase è quella tutt'ora in corso, entrata nel suo settimo anno, che si caratterizza per un

tasso di espansione particolarmente rapido, tanto da segnare un aumento del 56% dal punto di minimo e di oltre 18 miliardi nei valori assoluti trimestrali. L'informazione che traiamo da questo grafico è dunque

Grafico 2.1. Il trend degli investimenti in Costruzioni (milioni di euro a prezzi concatenati, base 1995)



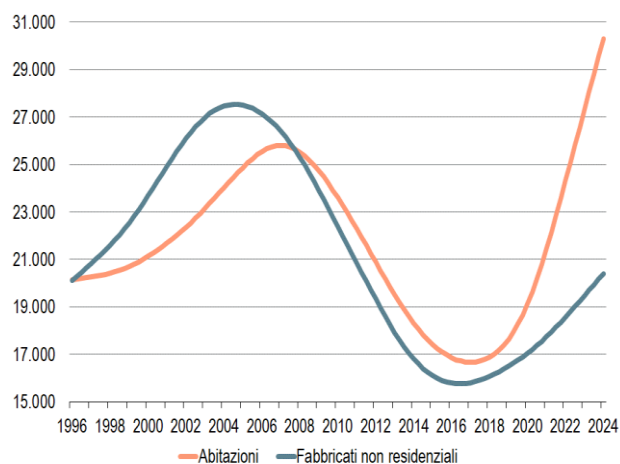
Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT, Contabilità trimestrale.

che gli investimenti in costruzioni sono caratterizzati da fasi di crescita e di recessione di durata lunga e che il periodo attuale si distingue per una dinamica di espansione più accentuata di quella sperimentata nel decennio 1996-2006.

3

Il grafico 2.2 offre ulteriori informazioni, distinguendo il trend degli Investimenti in Abitazioni da quello degli Investimenti in Fabbricati residenziali e altre opere. Vi sono delle evidenti asincronie.

Grafico 2.2. Il trend degli investimenti in Abitazioni e in Fabbricati non residenziali (milioni di euro a prezzi concatenati, base 1995)



Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT, Contabilità trimestrale.

Il trend dei Fabbricati residenziali è inizialmente dominante, ma la sua fase espansiva si esaurisce già a fine 2004, per lasciare il posto a un periodo di contrazione di ben dodici anni che termina solo nel terzo trimestre 2016. Il ritorno su una fase espansiva è inoltre piuttosto esitante, con valori di trend oggi collocati molto al di sotto di quelli di inizio serie. Più in dettaglio,

nel primo punto di massimo il trend degli Investimenti in Fabbricati non residenziali segna un incremento del 37% (+7,4 miliardi trimestrali), per registrare una flessione del 43% nel punto di minimo (-11,7 miliardi a trimestre) e risalire del 29,4% sul massimo locale odierno (+4,6 miliardi rispetto al minimo, ma -7,1 miliardi rispetto al picco del 2004).

4

Per gli investimenti in Abitazioni il ripiegamento dell'iniziale trend espansivo ha invece preso avvio nella seconda metà del 2007 per protrarsi fino al primo trimestre 2018. Si passa poi all'attuale fase espansiva che presenta una crescita anomala rispetto al passato, con un'accelerazione, evidentemente sospinta dalle incentivazioni fiscali, che colloca il corrente dato di trend su un livello superiore del 17% rispetto al massimo del 2007 (+4,4 miliardi a trimestre), nonché del 50,7% al di sopra del dato di inizio serie (+10,1 miliardi a trimestre).

A seguito di questi andamenti il trend degli investimenti in Abitazioni si colloca oggi al di sopra del trend dei Fabbricati non residenziali per 9,5 miliardi in media trimestrale e dà conto del 60%, ossia di quasi due terzi, delle condizioni espansive che ancora si osservano per il settore delle costruzioni nel primo trimestre del 2024.

RAPPORTI CARATTERISTICI

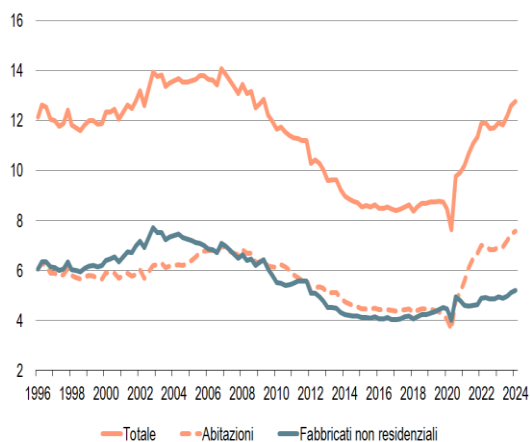
5

L'evidenziata ampiezza temporale dei trend degli investimenti in costruzioni si traduce in una forte volatilità di alcuni indicatori caratteristici. Nel grafico 2.3 è riportata la quota sul Pil degli investimenti in costruzioni, che da un massimo del 14,1% a fine 2006 cade a un minimo dell'8,4% a inizio 2018, per flettere ulteriormente al 7,6% durante il periodo Covid. La quota è oggi risalita all'12,8%, un recupero senza dubbio considerevole anche per i tempi rapidi in cui si è concretizzato, ma non sufficiente a ripristinare il precedente punto di massimo.

Questo non è tuttavia vero per i soli investimenti in Abitazioni, che a dopo il minimo toccato durante il Covid più che raddoppiano la propria quota sul Pil (dal 3,6% al 7,6%), oltrepassando di quasi mezzo punto il precedente punto di massimo. Per gli investimenti in Fabbricati non residenziali il recupero di quota post Covid è molto più contenuto, con una risalita al 5,2% dal minimo del 4,0% e con oltre due punti ancora da recuperare rispetto la massimo storico del 7,7%.

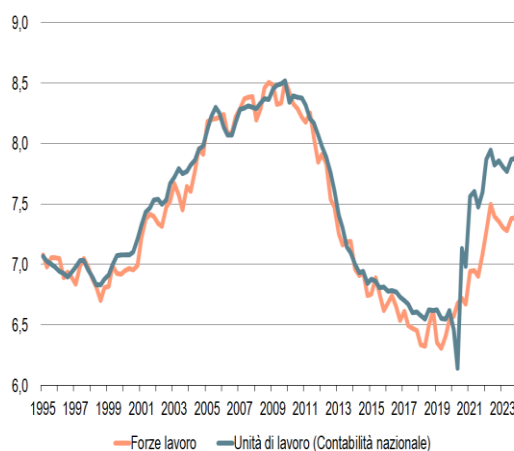
Nel grafico 2.4 la quota del settore delle costruzioni è misurata in termini di occupazione, considerando sia i dati di Forza lavoro sia la definizione più estesa di Unità di lavoro, utilizzata dalla Contabilità nazionale per tenere conto degli impieghi non a tempo pieno. Entrambi gli aggregati registrano un recupero incompleto dai minimi raggiunti fra la fine del passato decennio e il periodo Covid, con una risalita più pronunciata per il dato di Contabilità nazionale, fatto che segnala come nel settore si sia fatto un ricorso relativamente ampio a forme di lavoro non full-time. Rimangono comunque lontani i massimi del 2009.

Grafico 2.3. Quota sul Pil degli investimenti in Costruzioni (calcolate sui valori a prezzi concatenati, base 1995)



Nota: Pil al netto degli investimenti in Costruzioni.
Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT, Contabilità trimestrale.

Grafico 2.4. Quota sul totale dell'occupazione nelle Costruzioni



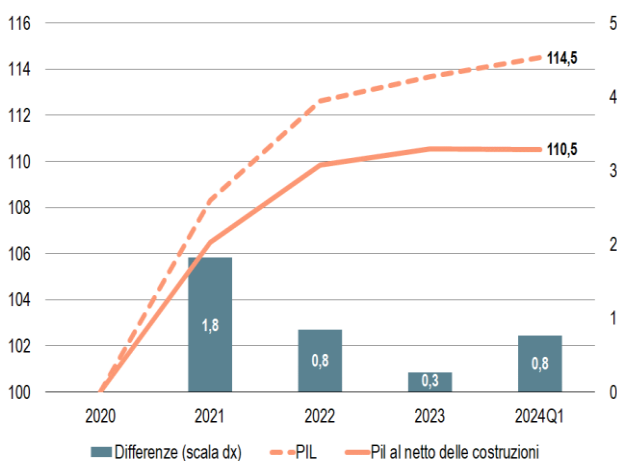
Nota: Totale dell'occupazione al netto degli occupati in Costruzioni.
Fonte: elaborazioni CER su dati Istat, Forze lavoro e Contabilità trimestrale.

CONTRIBUTI ALLA CRESCITA

6

Il recupero del trend delle costruzioni ha costituito un traino fondamentale per ripresa post-Covid. Di ciò si dà illustrazione nel grafico 2.5, dove si riportano gli incrementi cumulati del Pil e del Pil al netto degli investimenti in costruzioni fra il

Grafico 2.5. Pil, crescita cumulata 2020- 2024 Q1 (indici, 2020=100)



Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT, Contabilità trimestrale.

2020 e il primo trimestre 2024 (ultimo dato disponibile di Contabilità nazionale). Come si osserva, l'aumento complessivo del Pil nel periodo risulta pari al 14,5%, ma senza il contributo delle costruzioni l'aumento si sarebbe fermato al 10,5%, con una differenza netta di 4 punti. Per avere un'idea della rilevanza di tale scostamento, si consideri che le

valutazioni disponibili accreditano il PNRR di un effetto sul Pil del 2026, ossia alla fine del suo periodo di attuazione, compreso fra i due e i tre punti percentuali. Anche la stima più ottimistica resta quindi al di sotto del contributo alla crescita effettivamente fornito dalle costruzioni tra il 2020 e il 2024. Contributo che è stato

particolarmente pronunciato nel 2021 (1,8 punti) e più contenuto nel 2023 (0,3 punti), per risalire a 0,8 punti nel 2022 e nel 2024. Va altresì sottolineato che senza l'apporto delle costruzioni nel primo trimestre di quest'anno il Pil avrebbe segnato una lieve contrazione (circa -0,1%).

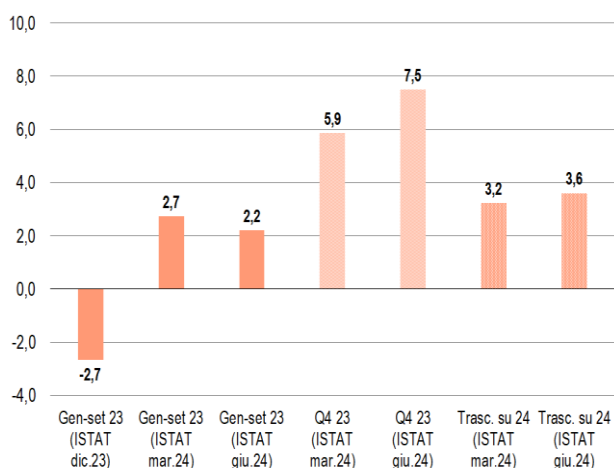
PROSPETTIVE

7

La breve analisi fin qui svolta conferma come la questione che si pone in prospettiva sia se, in quale misura e con quali tempi un aumento degli investimenti in Fabbricati non residenziali trainato dalle opere pubbliche incluse nel PNRR possa compensare un rallentamento degli investimenti in Abitazioni ormai considerato come fisiologico. Indirettamente, ciò significa anche interrogarsi sul contributo che il settore delle costruzioni potrà continuare a fornire in termini di crescita del Pil. Affrontiamo la questione partendo dalla sua parte apparentemente più scontata, ossia il rallentamento degli investimenti in Abitazioni che verrebbe determinato dal venir meno del Superbonus. Occorre dire che qui l'incertezza è massima. Per quanto più volte dato per esaurito, il Superbonus continua infatti a manifestare effetti non previsti sul bilancio pubblico e da qui sulle stesse quantificazioni ISTAT sull'andamento degli investimenti in costruzioni.

Questo aspetto è evidenziato nel grafico 2.6 che nelle prime tre colonne riporta le risultanze di contabilità nazionale sugli investimenti in costruzioni nel terzo trimestre

Grafico 2.6. Dinamica recente degli investimenti in costruzioni: risultanze e revisioni della Contabilità nazionale trimestrale (var. %)



Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT, Contabilità trimestrale.

pubblicazione dei dati trimestrali rivede al 2,2% la stima, quindi leggermente al ribasso, ma al contempo dal 5,9% al 7,5% la quantificazione della crescita degli investimenti in costruzioni nel quarto trimestre 2023 (quarta e quinta colonna del grafico).

stre 2023, nella sequenza delle diffusioni pubblicate dall'Istat alla fine dello scorso anno, a marzo 2024 e infine a giugno 2024. La correzione più vistosa che emerge è il passaggio da una stima di flessione del 2,7%, contenuta nella versione dei conti trimestrali diffusa a dicembre 2023, a un'espansione dello stesso ammontare diffusa invece lo scorso marzo. L'ultima

L'effetto di quest'ultima revisione, anche essa molto consistente, è che il trascinarsi di crescita ereditato dagli investimenti in costruzioni per quest'anno dal 2023 è salito dal 3,2 al 3,6% (sesta e settima colonna del grafico). Trascinamento ulteriormente aumentato al 5,4% sulla base dei risultati di primo trimestre 2024 che, salvo ulteriori revisioni, certificano per gli investimenti in costruzioni un aumento dell'1,7% in termini congiunturali e del 7,2% in termini tendenziali.

Per la componente in Abitazioni, sulla quale si andrebbe a scaricare l'esaurimento del Superbonus, l'aumento di primo trimestre è stato dell'8,8% nei valori tendenziali e dell'1,5% in quelli congiunturali. Per gli investimenti in Fabbricati non residenziali c'è stato al contempo un aumento congiunturale del 2,25 e uno tendenziale del 5%. Più che di staffetta fra le due componenti, l'inizio del 2024 ci ha consegnato un'accelerazione congiunta.

8

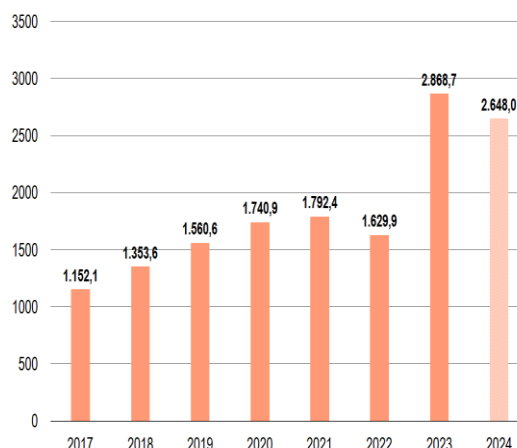
Il secondo aspetto che consideriamo è quello che più direttamente attiene agli investimenti pubblici (su questo punto vedi anche il capitolo di previsione). Il grafico 2.7 riporta la previsione CER sulla loro dimensione assoluta nel 2024-26, distinguendo la componente che stimiamo sarà attivata dal Dispositivo di Ripresa e Resilienza del PNRR.

Grafico 2.7. Andamento stimato degli investimenti pubblici 2024-2026 e contributo del DRR (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni.

Grafico 2.8. Spesa per investimenti delle Città metropolitane (milioni di euro)



Fonte: elaborazioni CER su dati SIOPE. Per il 2024 proiezione sulla base dei dati dei primi sei mesi.

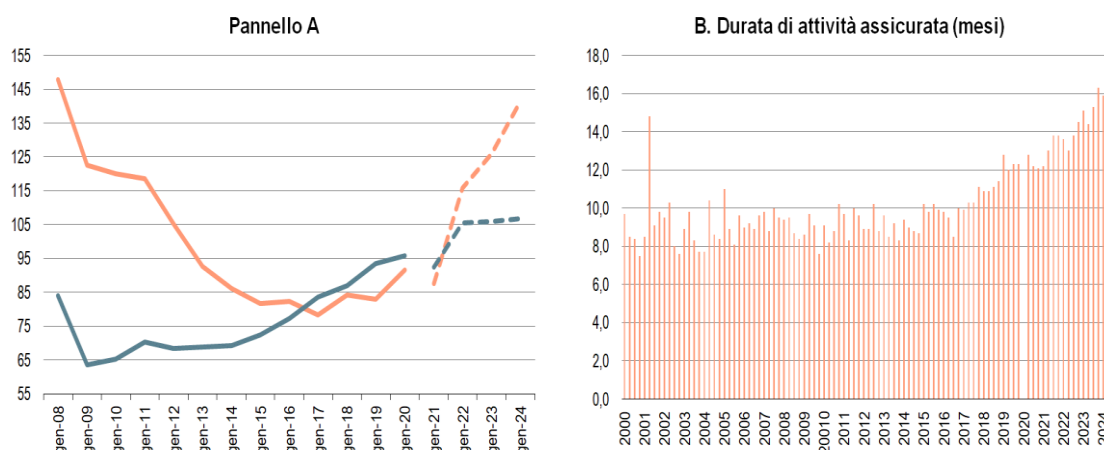
Gli investimenti si collocano al di sopra dei 70 miliardi annui per tutto il periodo considerato, con la componente DRR (Dispositivo di presa e Resilienza) che sale dai quasi 9 miliardi del 2023, ai 26 miliardi del 2024 e al massimo di 34 miliardi nel 2025, per poi rientrare leggermente sotto i 32 miliardi nel 2026. Si consideri

che nella media del passato decennio gli investimenti pubblici si fermavano a 40 miliardi. Rispetto a questo parametro, il livello complessivo atteso per il prossimo triennio è superiore del 75%, differenza a sua volta attribuibile per la metà al contributo del DRR.

Sempre in tema di investimenti pubblici, va rilevata anche l'accelerazione registrata dalla spesa delle Città metropolitane, salita lo scorso anno sui valori di massimo dal 2017, che troverebbero consolidamento negli andamenti da noi attesi per il 2024 (grafico 2.8).

Venendo infine agli indicatori congiunturali, da nessuno di essi traspare al momento un ripiegamento della dinamica degli investimenti in costruzioni (grafico 2.9). La produzione del settore resta attestata su valori elevati, le aspettative delle imprese sono stabili su livelli ugualmente elevati (pannello A), la durata di attività assicurata dagli ordini già acquisiti e di quasi un anno e mezzo (16,9 mesi, pannello B).

Grafico 2.9. Costruzioni: indicatori congiunturali.



Fonte: ISTAT.

CONCLUSIONI

Queste le principali conclusioni che riteniamo possano essere tratte dall'analisi:

- le costruzioni presentano fasi di espansione-recessione particolarmente lunghe la cui durata si misura nell'arco di un decennio;
- la fase espansiva corrente non ha ancora raggiunto tale durata, ma si caratterizza per una maggiore rapidità di risalita dal punto di minimo;
- cionondimeno, gli attuali valori di trend non hanno ancora raggiunto i massimi registrati nel 2006 e nel suo complesso la fase espansiva aperta dopo il Covid non appare anomala nel confronto storico;
- al di là dei riferimenti storici è invece andata l'espansione della componente

di investimenti in Abitazioni, che sulla spinta impressa dal Superbonus si colloca oggi su livelli di massimo trentennale;

- più contenuta si è mantenuta fino a oggi la fase di espansione degli investimenti in Fabbricati non residenziali, sulla quale incidono gli investimenti pubblici;
- né in termini di quota di Pil, né in riferimento al peso dell'occupazione, il settore delle costruzioni ha comunque recuperato per intero l'arretramento in cui è incorso tra il 2006 e il 2016 e anche da questo punto di vista le odierne condizioni del settore non possono essere considerate anomale nel confronto storico;
- il settore ha cionondimeno svolto un ruolo fondamentale nel trainare la ripresa post-pandemica dell'economia italiana, aggiungendo ben quattro punti alla crescita cumulata dal Pil tra il 2020 e il primo quadrimestre 2024;
- le prospettive future sono naturalmente condizionate dal venire meno del Superbonus, ma ciò potrebbe dar luogo a un *soft landing* piuttosto che a una recessione vera e propria;
- al primo trimestre 2024 gli investimenti in Abitazioni sono risultati ancora in piena fase espansiva e nel frattempo il ciclo degli investimenti pubblici si è rafforzato;
- secondo le valutazioni del CER nel prossimo triennio il livello dell'accumulazione pubblica sarà superiore in media a 70 miliardi di euro, il 75% in più rispetto a quanto osservato nel decennio 2010-19;
- il contributo fornito dal DRR salirà dai quasi 9 miliardi del 2023 a un valore medio di quasi 31 miliardi nel 2024-26;
- per questo insieme di ragioni riteniamo che, pur in fisiologico rallentamento rispetto al vero e proprio boom degli anni passati, anche nel 2024 gli investimenti in costruzioni potranno crescere a un tasso superiore a quello del Pil.

LA DEFINIZIONE DELLE ESOGENE

LO SCENARIO INTERNAZIONALE

1

Nella prima parte del 2024 non sono mancate le sorprese nello scenario internazionale. Partendo dalla politica monetaria, non era scontato che sarebbe stata la BCE a ridurre i tassi di policy, anticipando la Federal Reserve. Invece, a giugno il board della BCE ha tagliato di 25 punti base i tassi di riferimento, mentre il Federal Open Market Committee-FOMC non ha dato seguito a precedenti dichiarazioni, lasciando inalterati i tassi e facendo presagire che non procederà con gli attesi tre tagli nel 2024, avendo così reso più graduale il percorso del futuro allentamento. Questo cambiamento è legato al diverso ritmo di riduzione dei tassi di inflazione, che si è rivelato più lento negli Stati Uniti, rendendo più attendista la Fed.

Anche il ciclo economico ha mostrato delle sorprese. Nel corso del 2023 si riteneva che la politica monetaria restrittiva della Fed avrebbe generato un rallentamento notevole dell'economia statunitense nel 2024. Nella realtà, il ciclo economico statunitense si è rivelato molto robusto, assorbendo la restrizione monetaria senza grandi difficoltà, con un tasso di disoccupazione sempre molto contenuto e un ritmo di espansione che sarà più che doppio rispetto all'Area euro. Quest'ultima è riuscita a limitare i danni provocati dall'alta inflazione e dalla politica monetaria restrittiva, ma continua a registrare un tasso di crescita lento.

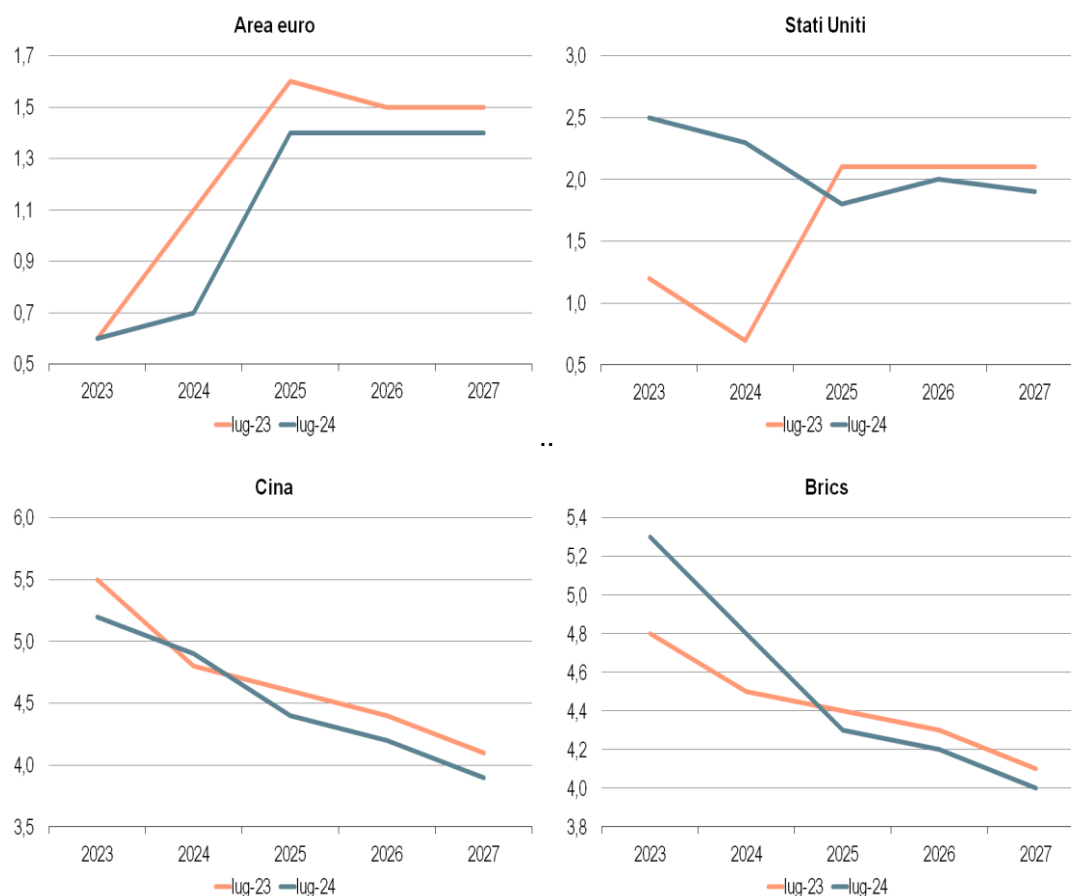
Lo scenario, tuttavia, ha permesso alle due banche centrali di agire senza avere particolari remore: negli Stati Uniti crescita robusta, bassa disoccupazione e inflazione persistente hanno indotto la Fed a rinviare il taglio dei tassi, mentre nell'Area euro bassa crescita e inflazione meno persistente hanno consentito alla BCE di avviare la riduzione dei tassi di interesse.

2

Questo scenario ha generato alcune modifiche nella definizione delle esogene sottostanti l'esercizio di previsione. Con il grafico 3.1 si esaminano le modifiche intercorse nell'ultimo anno nelle previsioni di crescita delle maggiori economie. Le previsioni mostrate nel grafico sono state elaborate da Focus Economics a luglio 2023 e a luglio 2024. Come si osserva, le stime di espansione per l'Eurozona sono state ulteriormente ridotte per il 2024 e hanno subito una lieve limatura per gli anni seguenti. Nell'anno in corso la crescita è ora attesa rimanere sotto all'1%, per poi

avvicinarsi all'1,5% nel triennio 2025-27. Per gli Stati Uniti, invece, si osserva un netto miglioramento della previsione per il 2024, di oltre 1,5 punti, e una previsione lievemente più bassa negli anni successivi. Nel 2024 la crescita è prevista sfiorare il 2,5%, mentre negli anni successivi si prevede una espansione mediamente vicina, ma inferiore al 2%. Nel complesso, le attuali valutazioni confermano per tutto il quadriennio 2024-27 un'espansione più rapida negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Per la Cina e i BRIC le stime più recenti scontano una dinamica di crescita più alta per il 2024 e poi lievemente più bassa tra 2025 e 2027. In questo caso si conferma un andamento flettente della crescita che da valori prossimi al 5% nel 2024 si avvicinerà al 4% nel 2027.

Grafico 3.1. Previsione di crescita per le principali aree



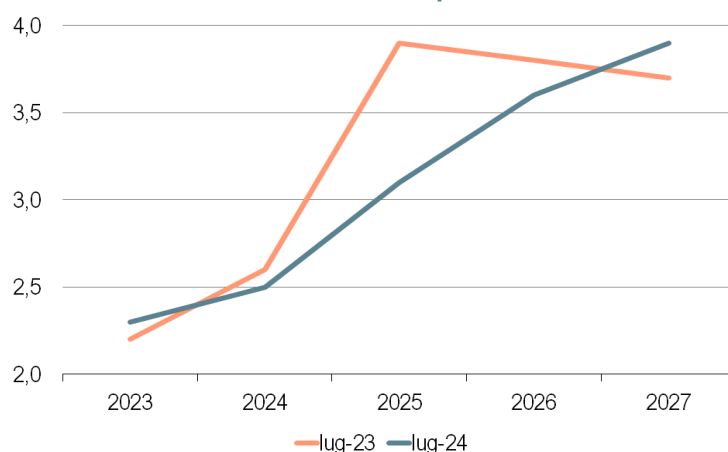
Fonte: Focus Economics.

3

Le modifiche apportate alle previsioni sul commercio mondiale (export mondiale) nell'ultimo anno sono mostrate nel grafico 3.2. Nel 2024 la previsione è ora inferiore di 1 decimo, indicando un'espansione del 2,5%, mentre nel 2025 la revisione al ribasso è stata di 8 decimi. Nel biennio finale, invece, l'attuale stima prevede

un rafforzamento nella crescita del commercio, mentre in precedenza si prevedeva un rallentamento. Il combinato disposto di queste revisioni porta l'attuale previsione di crescita a superare la precedente nel 2027. Tuttavia, lo scenario attuale mostra una crescita più lenta del commercio rispetto alla previsione di luglio 2023.

Grafico 3.2. Previsione di crescita per il commercio estero



Fonte: Focus Economics. I valori mostrati sono quelli relativi alla variazione dell'export mondiale.

4

Le ipotesi sulla crescita dell'economia mondiale da noi poste alla base del nuovo esercizio di previsione sono sostanzialmente allineate a quelle di Consenso (tavola 3.1). Per il 2024 il ritmo di espansione assunto per gli Stati Uniti è di 2,5%, mentre per l'Eurozona è di 0,8%. Nel 2025 e 2026 la crescita si collocherebbe all'1,3% e all'1,5% nell'Eurozona, contro saggi di espansione dell'1,8% e 2,0% negli Stati Uniti. Infine, nel 2027 la crescita è prevista al 2,2% negli US e all'1,5% nell'Area euro.

Per il commercio mondiale ipotizziamo un recupero modesto nel 2024 (2,3%), una espansione più rapida nell'anno successivo (+3,5%) e poi una tendenza ad avvicinarsi verso una crescita del 4% a fine periodo previsivo.

5

Con riferimento ai tassi d'interesse, riportiamo nel grafico 3.3 le nostre ipotesi sui tempi dell'allentamento monetario. Sui tassi statunitensi proiettiamo le ultime previsioni del board della Federal Reserve, con un taglio da 25 punti base nel 2024, quattro tagli per un totale di 100 punti base nel 2025 e nel 2026 e un ulteriore taglio di 25 punti base nel 2027, per portare il tasso sui fondi federali al 3%-2,75% a fine 2027. Per i tassi di policy europei riteniamo che, dopo il primo taglio di 25

Tavola 3.1. Le esogene della previsione

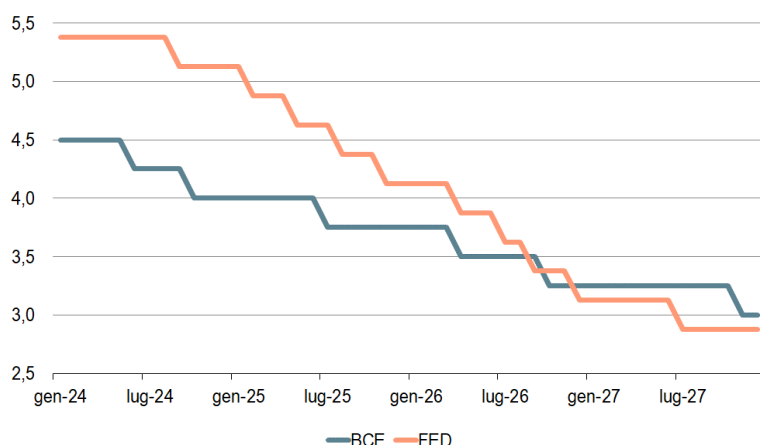
	2023	2024	2025	2026	2027
Pil Stati Uniti	2,5%	2,4%	1,8%	2,0%	2,2%
Pil Area euro	0,5%	0,8%	1,3%	1,5%	1,5%
Commercio mondiale	0,9%	2,3%	3,5%	3,8%	4,0%
Tassi di Policy (media annua)					
- BCE	3,9%	4,3%	3,9%	3,5%	3,2%
- Federal Reserve (*)	5,1%	5,3%	4,6%	3,7%	3,0%
Tassi di interesse a breve termine (3 mesi, media annua)					
- euro	3,4%	3,8%	3,5%	3,2%	3,0%
- dollaro	5,4%	5,5%	4,8%	3,7%	3,0%
Tassi di interesse a lungo termine (10 anni, media annua)					
- Germania	2,4%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%
- Stati Uniti	4,0%	4,2%	3,9%	3,7%	3,5%
Cambio dollaro-euro (media annua)	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
- variazioni percentuali	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Prezzi delle materie prime					
- Brent (barile in \$, media annua)	82,2	83,5	80,0	80,0	80,0
- Indice materie prime Italia (var %)	-47,1%	-7,4%	0,0%	0,0%	0,0%

(*) Calcolato sulle più recenti previsioni FOMC Fed.

punti base, ci sarà un ulteriore taglio di pari ammontare entro fine anno, nel 2025 una sola riduzione da 25 punti base, due tagli nel 2026 e un ultimo taglio verso fine 2027 per portare il tasso di policy al 3% a fine periodo previsivo. Questa impostazione, pur avendo un valore terminale simile alla precedente, rallenta nel tempo la riduzione e sposta di circa un anno il raggiungimento del tasso di policy di *equilibrio*.

Nelle medie annue, le nostre assunzioni si traducono per gli Stati Uniti in un tasso 2024 appena superiore a quello del 2023 (5,3% contro 5,1%), in un calo al 4,6% nel 2025, al 3,7% nel 2026 e al 3,0% nel 2027 (nel 2025 e 2026 ora il tasso è circa mezzo punto più elevato rispetto al precedente Rapporto di previsione). Il tasso BCE rimarrebbe invece nella media 2024 (4,3%, invariato rispetto alla precedente previsione), scenderebbe al 3,9% nel 2025 (4 decimi in più della precedente previsione) al 3,5% nel 2026 (più alto di 4 decimi) per fermarsi al 3,2% nel 2027.

Grafico 3.3. Tassi di policy della Federal Reserve e della BCE



Fonte: modello econometrico CER.

6

Venendo ai tassi di mercato, per i rendimenti a 3 mesi, nel 2024 ipotizziamo un livello medio annuo del 5,5% negli Stati Uniti (più alto del precedente esercizio di previsione) e del 3,8% nell'Area euro (più basso). Nel 2025 continua il calo nell'Area euro e inizia negli Stati Uniti, nel 2026 si scenderebbe al 3,7% negli Stati Uniti (2 decimi più alto) e al 3,2% nell'Eurozona (3 decimi più alto) e a fine periodo entrambi si posizionano al 3,0%. Per i tassi a lunga adottiamo uno scenario di maggiore stabilità, ma riposizionati in base a quanto avvenuto nella prima metà del 2024. I livelli dei tassi decennali sono previsti in marginale crescita nel 2024 sia in Germania che negli Stati Uniti e in discesa nel periodo dal 4,2% del 2024 al 3,5% negli Stati Uniti e dal 2,5% al 2,2% in Germania. Sui tassi a lungo termine prevediamo una riduzione molto lenta e limitata in quanto negli ultimi anni questi tassi sono risultati poco reattivi alle variazioni dei tassi di policy e sostanzialmente stabili nel tempo. Il calo più lento dei tassi decennali rispetto ai tassi a breve riporta gradualmente la curva dei rendimenti su un'inclinazione positiva. Il differenziale tra i tassi decennali tedeschi e statunitensi è previsto in riduzione, con i primi più bassi dei secondi di circa 150 punti base.

7

Per il tasso di cambio euro/dollaro e per i prezzi delle materie prime adottiamo le consuete ipotesi tecniche di invarianza dei livelli correnti, con un valore di 1,08 per il cambio, di 80 dollari per il petrolio e di variazione nulla per l'indice delle materie prime energetiche dopo il calo del 2024. Tuttavia, permangono incertezze nello scenario geopolitico internazionale che potrebbero incidere sul previsto andamento dei prezzi delle materie prime. Allo stato attuale non si evidenziano particolari pressioni sui prezzi, nonostante la guerra in Ucraina, le tensioni tra Israele

e Palestina e la crisi del Mar Rosso, ma non è da escludere che vi possano essere ripercussioni in caso di esacerbazione delle tensioni.

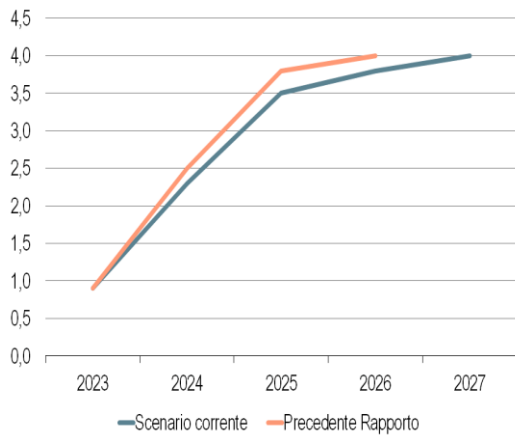
8

I grafici 3.4-3.9 illustrano più in dettaglio le differenze apportate alle esogene rispetto al precedente esercizio di previsione (Rapporto 4/2023). La crescita del commercio mondiale è stata rivista al ribasso di due decimi nel 2024, di 3 decimi nel 2025 e di 2 decimi nel 2026. Per il petrolio si ha una lieve modifica al rialzo per il solo 2024, con l'ipotesi per il successivo triennio mantenuta a 80 dollari/barile. Per il PIL dell'Area euro la crescita è più bassa di 1 decimo nel 2024, di 3 decimi nel 2025 e di 3 decimi nel 2026. Per gli Stati Uniti la revisione della crescita è stata in rialzo di 9 decimi nel 2024, è stata nulla nel 2025, mentre la revisione è stata al ribasso di 2 decimi nel 2026.

Per i tassi di interesse europei, la nuova ipotesi sull'Euribor a 3 mesi è immutata nel 2024, 3 decimi più elevata nel 2025 e 2 decimi più alta nel 2026. Il tasso sul titolo decennale tedesco è posizionato 90 punti base più in basso nel 2024, 70 punti base più in basso nel 2025 e 80 nel 2026.

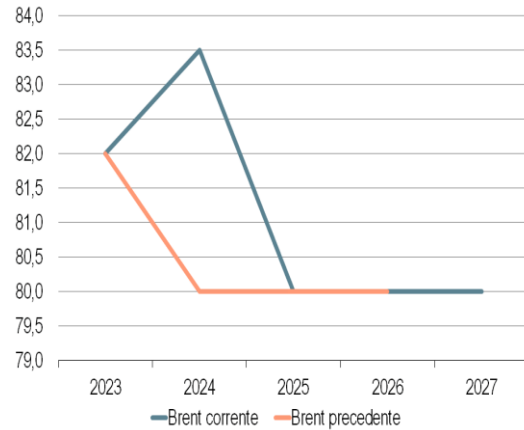
Per i tassi statunitensi la nuova ipotesi sul tasso a 3 mesi è 50 punti base più alta nel 2024, 40 punti base più elevata nel 2025 e 2 decimi più alta nel 2026. Invece, rispetto al precedente Rapporto di previsione, il tasso sul titolo decennale statunitense è posizionato 20 punti base più in basso nel 2024, 30 punti base più in basso nel 2025 e 40 nel 2026.

Grafico 3.4. Il Commercio internazionale



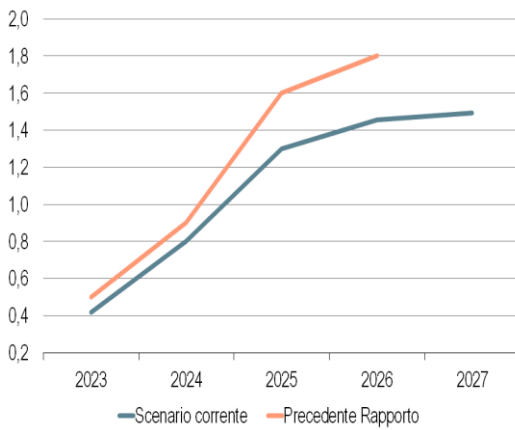
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.5. Prezzo del petrolio Brent



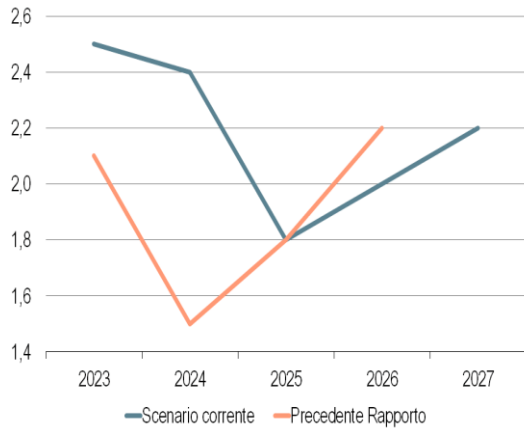
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.6. Variazione PIL Area euro



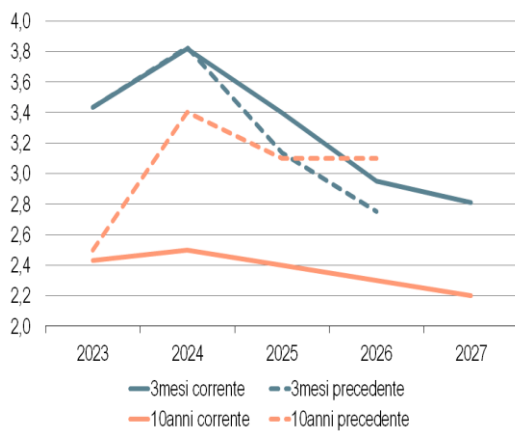
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.7. Variazione PIL Stati Uniti



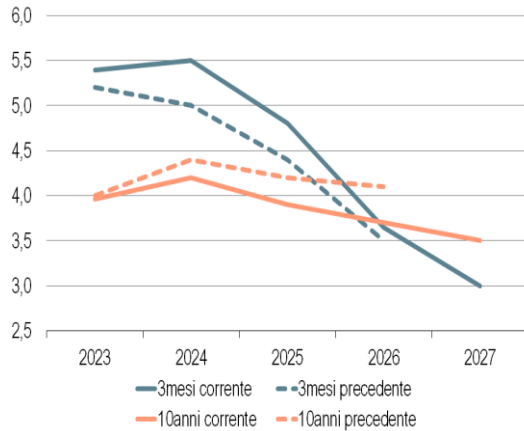
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.8. Tassi Area euro



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 3.9. Tassi Stati Uniti



Fonte: modello econometrico CER.

LA PREVISIONE MACROECONOMICA

UN CONFRONTO CON LA PRECEDENTE PREVISIONE

1

L'anno 2023 si è chiuso con una crescita di due decimi più forte rispetto a quanto stimato nel nostro precedente esercizio di previsione (+0,9% vs +0,7% del Rapporto 4/2023). Partendo da questo dato di consuntivo e considerando le recenti evoluzioni delle esogene internazionali, precedentemente illustrate, si è proceduto con l'aggiornamento della previsione. Nel grafico 4.1 è mostrato il confronto tra l'attuale previsione e quella contenuta nel Rapporto 4/2023 con riferimento a quattro variabili economiche.

Partendo dal PIL, l'attuale previsione è stata rivista in aumento di 1 decimo nel 2024, ma è inferiore di 2 decimi nel 2025 e di 1 decimo nel 2026. Cumulando le variazioni, la differenza è di 2 decimi a favore della precedente previsione. Il 2025 appare essere un anno più problematico, con un ritmo di espansione molto contenuto, mentre per 2024 e 2026 le differenze appaiono molto limitate.

L'economia italiana non sembra giovare particolarmente della spinta del PNRR, che non riesce a compensare pienamente il venir meno degli incentivi all'edilizia (leggi "superbonus"). Tuttavia, sulla base dello scenario di contesto delineato, si esclude il materializzarsi di una recessione, con il sistema che è riuscito ad assorbire con meno conseguenze del previsto l'inasprimento della politica monetaria.

Proprio la politica monetaria potrebbe dare un impulso al miglioramento del ciclo, visto che il tasso di inflazione si sta riducendo in tutta l'Area euro. Per l'Italia la nuova previsione, mostrata sempre nel grafico 3.1, è molto più positiva per quel che riguarda la dinamica dei prezzi. Infatti, nel 2024 ora si prevede un tasso di inflazione medio dell'1,4%, oltre un punto in meno rispetto al precedente esercizio di previsione. Nel 2025 i due tassi sono simili, 1 decimo in più la nuova previsione, mentre per il 2026 si prevede ora una crescita dei prezzi lievemente superiore all'obiettivo della BCE, 3 decimi in più rispetto al Rapporto 4/2023. A livello cumulato 2024-2026 ora la previsione è 7 decimi inferiore.

2

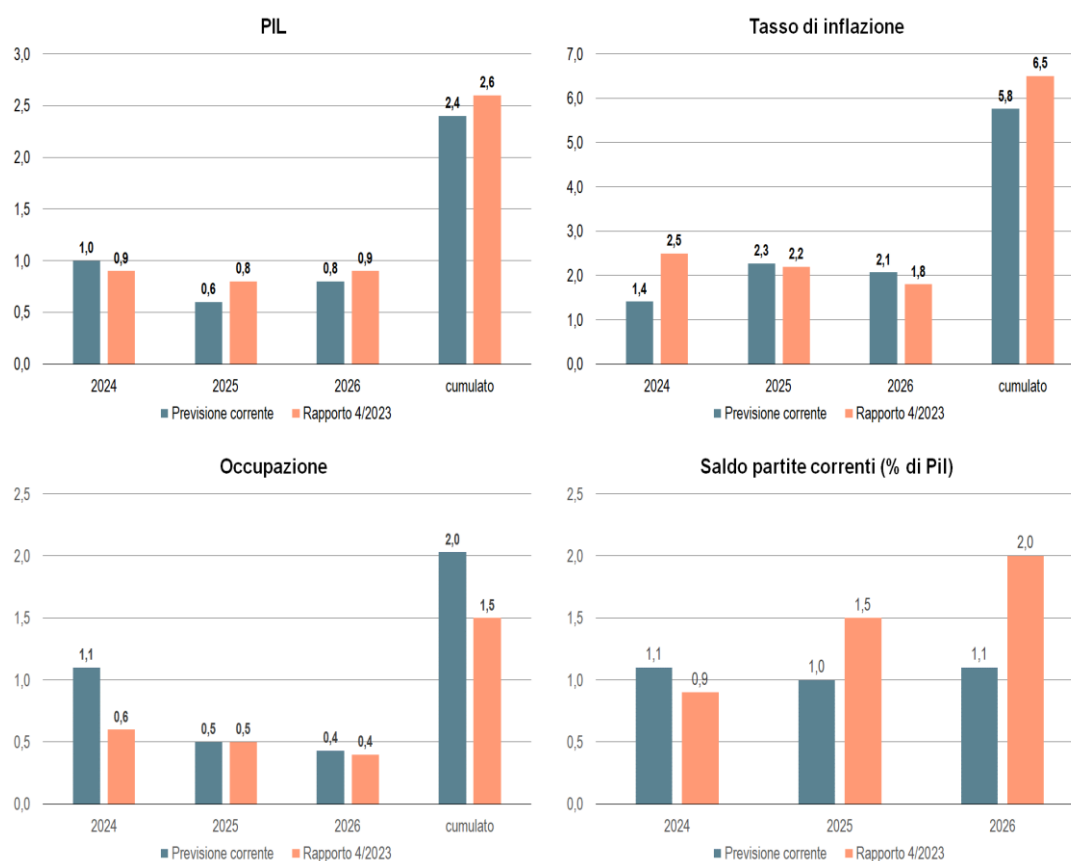
Per l'occupazione le prospettive sono più positive, soprattutto perché nel 2024 la previsione si giova della maggior spinta proveniente dal 2023 (anno in cui la

crescita dell'occupazione è stata di 1 punto superiore alla previsione, +2,2% vs +1,2%). Questo slancio si propaga, quindi, sul 2024 con una crescita di 1,1 punto dell'occupazione, 5 decimi in più rispetto al precedente esercizio di previsione. Nel 2025 e 2026 l'attuale previsione di crescita dell'occupazione coincide con la precedente.

Infine, il saldo delle partite correnti è migliore nel 2024, ma non mostra la dinamica positiva che aveva nella precedente previsione, rimanendo sempre inferiore all'1,5% del Pil.

Questo nuovo scenario, che appare lievemente migliore rispetto al precedente in termini di crescita, inflazione e occupazione, viene illustrato con maggior dettaglio nel prosieguo del capitolo, con la previsione che copre il periodo 2024-2027.

Grafico 4.1. I principali risultati della previsione: un confronto



LA PREVISIONE PER IL 2024

3

Prevediamo per il 2024 un tasso di crescita dello 1,0%, spinto dall'incremento degli investimenti fissi lordi, che crescono dell'1,2% e danno un contributo di 3 decimi alla crescita (per i contributi vedi tavola 4.2). Rimane migliore la dinamica degli investimenti in costruzioni (+2,3%) rispetto a quella degli investimenti in

macchinari e attrezzature (+0,1%). Crescono con grande slancio gli investimenti della PA (+7,5%), mentre evoluzione molto più modesta per gli investimenti privati, solo +0,1%.

Il contributo alla crescita fornito dai consumi delle famiglie è pari a 4 decimi e la loro espansione è prevista arrivare a 7 decimi di punto percentuale. Più lenta la dinamica dei consumi collettivi, in crescita di 3 decimi, che darebbero un contributo alla crescita di 1 decimo.

In generale, si osserva un rallentamento delle dinamiche di espansione sia dei consumi che degli investimenti. A compensazione di questi rallentamenti interviene il miglioramento delle esportazioni nette, il cui contributo cresce dai 2 decimi del 2023 ai 7 decimi del 2024. Infatti, per le componenti di commercio estero valutiamo un calo di quasi l'1,5% dell'import accompagnato da una crescita di 7 decimi dell'export. Il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti supererebbe i 24 miliardi di euro, con un saldo merci vicino superiore ai 55 miliardi (tavola 4.4). In rapporto al PIL il saldo di conto corrente si attesterebbe all'1,1%, 6 decimi in più rispetto al 2023, mentre il conto merci supera il 2,5% del prodotto.

Infine, rimane negativo il contributo delle scorte, ma migliora poiché sottrae 5 decimi alla crescita contro -1,2 punti del 2023.

4

La riduzione dell'inflazione è più rapida del previsto, con un tasso che in media annua si attesterebbe all'1,4%, scendendo al di sotto del 2% dopo due anni. L'inflazione è prevista in crescita nella seconda parte dell'anno, in parte per meri effetti di base statistica, e va a compensare tassi di inflazione inferiori all'1% della prima parte del 2024.

Il rallentamento dei prezzi è tale da consentire un aumento del reddito reale delle famiglie del 2,9%, in presenza di una variazione nominale del 4,7%. La crescita nominale è pari a quella del 2023 ed è associata ad una crescita stabile delle retribuzioni unitarie (+3,3% vs +3,4% del 2023) e una più lenta dinamica dell'occupazione, per la quale stimiamo un aumento nel 2024 dell'1,1%, contro il +2,2% del 2023 (vedi tavola 4.6).

Di questo contesto ne beneficia la produttività, che, con un aumento dello 0,2% nel settore privato, inizia a recuperare l'arretramento del 2023. Con l'aumento del reddito reale si verificherebbe anche un abbassamento della propensione al consumo, che scenderebbe al 92,2%, ritornando sui livelli del 2022.

La miglior dinamica occupazionale del 2023 e l'abbrivio del 2024 fanno calare il tasso di disoccupazione al di sotto della soglia del 7% nel 2024, con una ulteriore risalita del tasso di attività (tavola 4.6). Il numero dei disoccupati segnerebbe una ulteriore riduzione scendendo al di sotto degli 1,8 milioni.

Il tasso di interesse medio sui Bot è previsto in marginale riduzione nel 2024 rispetto alla media 2023, mentre il tasso sui BTP a dieci anni è previsto sostanzialmente stabile nella media annua (3,9%).

Infine, i gas serra per abitante sono previsti in lieve calo, rimanendo sempre oltre le 6 tonnellate per abitante, e l'intensità energetica in lieve riduzione.

LA PREVISIONE PER IL TRIENNIO 2025-2027

5

L'aumento atteso del PIL per il triennio 2025-2027 si mantiene sempre al di sotto dell'1% su base annua. Nel 2025 l'espansione è prevista pari allo 0,6%, per poi attestarsi allo 0,8% nel 2026 e allo 0,7% nel 2027. I consumi delle famiglie sono previsti in crescita dello 0,9% nel 2025, dello 0,8% nel 2026 e cedono ancora un decimo nel 2027, +0,7%. Il contributo alla crescita fornito dai consumi delle famiglie sarà di 5 decimi nel 2025 e di 4 decimi sia nel 2026 che nel 2027, il contributo più ampio tra le varie componenti.

Gli investimenti fissi lordi sono previsti in costante rallentamento, passando da un +1,0% del 2025 al marginale +0,1% del 2027. Il rallentamento è dovuto alla componente degli investimenti in costruzioni che nel biennio 2026-27 mostrano variazioni negative, invertendo un lungo trend di crescita. In rafforzamento tra 2024 e 2026 la dinamica di espansione degli investimenti in macchinari e attrezzature, che, invece, nel 2027 mostrano un tasso di espansione analogo a quello del 2026. Questa buona dinamica compensa in parte il calo degli investimenti in costruzioni, ma ciò non arresta la riduzione del contributo alla crescita fornito dagli investimenti, che si riduce da 2 decimi del 2025 a 0 nel 2027.

Dal 2025 le importazioni tornano ad espandersi (+3,2%) e lo faranno ad un passo più rapido delle esportazioni nel biennio 2025-26, mentre le esportazioni cresceranno un po' più rapidamente nel 2027 (+3,4% vs +3,1%). Questi andamenti produrranno un contributo alla crescita del PIL da parte delle esportazioni nette negativo per 3 decimi nel 2025, nullo nel 2026 e positivo di 1 decimo nel 2027.

6

L'inflazione è prevista risalire oltre il 2% nel 2025, anche per un effetto base dovuto ai tassi di inflazione molto bassi di inizio 2024. Negli anni successivi il tasso si situerà intorno al valore obiettivo, 1 decimo oltre tale soglia nel 2026 e 2 decimi al di sotto nell'ultimo anno di previsione. Le retribuzioni unitarie sono previste in crescita sempre più rapida dell'inflazione, ma per 1 solo decimo nel 2025, per 5 decimi nel 2026 e per 4 decimi nel 2027. Questo permette ai consumi di mostrare la dinamica vista in precedenza e al reddito reale di crescere di 1 punto nel 2025, 9 decimi nel 2026 e 8 decimi nell'ultimo anno di previsione.

La propensione al consumo, dopo le oscillazioni degli ultimi anni, rimarrebbe stabile intorno al 92% in tutto il triennio.

7

Resterebbero positive le dinamiche del mercato del lavoro nel triennio 2025-2027, con incrementi degli occupati nel settore privato rispettivamente dello 0,5% nel 2025 e nel 2027 e dello 0,4% nel 2026. Più rapida la crescita dei dipendenti pubblici con un incremento costante di circa l'1% annuo nel triennio. Al contempo, il tasso di disoccupazione si confermerebbe in discesa per attestarsi al di sotto del 6,5% nel 2027.

Dal lato del commercio estero, le dinamiche indicate in precedenza di importazioni ed esportazioni generano un lieve calo nel 2025 del saldo merci e del saldo di conto corrente che poi riprendono a crescere nel biennio 2026-27 per arrivare il primo a superare i 55 miliardi e il secondo ad avvicinarsi ai 30 miliardi. In rapporto al PIL ciò significa che il saldo di conto corrente si avvicinerà all'1,5% del prodotto, mentre il saldo merci arriverà al 2,5% del PIL a fine periodo previsivo.

Il tasso di interesse medio sui Bot è previsto seguire la riduzione del tasso di policy e ridursi gradualmente fino al 2,6% nel 2027, 100 punti base in meno rispetto al 2023, mentre più limitata è la prevista diminuzione del tasso sui BTP a dieci anni che scende poco al di sotto del 3,5% nel 2027.

Per concludere, l'intensità energetica scende nel 2025 e 2026 e poi rimane stabile nel 2027, mentre le emissioni di gas serra per abitante scendono sotto le 6 tonnellate pro capite nel 2025 e sotto le 5,5 tonnellate nel 2027.

LE TAVOLE DELLA PREVISIONE

Tavola 4.1. Principali indicatori economici
(variazioni percentuali)

	2023	2024	2025	2026	2027
Prodotto interno lordo	0,9	1,0	0,6	0,8	0,7
Importazioni di merci e servizi	-0,5	-1,6	3,2	3,6	3,1
Consumi finali nazionali	1,2	0,6	0,7	0,6	0,6
- delle famiglie	1,2	0,7	0,9	0,8	0,7
- collettivi	1,4	0,3	0,2	-0,1	0,3
Investimenti fissi lordi	4,7	1,2	1,0	0,6	0,1
- in costruzioni	3,1	2,3	0,8	-1,4	-2,4
- in macchinari, attrezzature e vari	6,2	0,1	1,3	2,5	2,4
- Investimenti settore privato	1,5	0,1	-0,1	1,8	1,3
- Investimenti della P.A.	26,9	7,5	6,9	-5,6	-6,4
Esportazioni di merci e servizi	0,2	0,7	2,1	3,4	3,4
Output gap	0,9	0,5	-0,6	-1,5	-2,5
Prezzi al consumo	5,7	1,4	2,3	2,1	1,8
Deflatore del Pil	5,3	1,6	1,8	1,7	1,4
Ragioni di scambio (c)	8,0	1,3	0,0	0,1	-0,1
Retribuzioni unitarie settore privato	3,4	3,3	2,4	2,6	2,2
Clup settore privato	4,5	4,7	4,3	2,8	2,3
Bilancia dei pagamenti (b)	1,3	1,2	1,0	1,2	1,4
Indebitamento netto della PA					
- in % del Pil	-7,4	-4,1	-3,7	-3,2	-2,7
- aggiustato per il ciclo	-7,9	-4,4	-3,4	-2,4	-1,4
- strutturale	-8,2	-4,4	-3,5	-2,4	-1,4
Avanzo primario della PA					
- in % del Pil	-3,6	-0,1	0,5	1,1	1,5
- aggiustato per il ciclo	-4,1	-0,4	0,8	1,9	2,8
Debito PA (defizione Ue) in % del Pil	137,3	139,7	142,2	144,0	144,9
Tasso medio sui Bot (c)	3,6	3,5	3,1	3,0	2,6
Tasso BTP 10 anni (c)	3,9	3,9	3,7	3,5	3,4
Costo medio del debito (d)	2,8	2,9	3,0	3,1	3,0
Reddito disponibile delle famiglie:					
- nominale	4,7	4,7	2,9	2,7	2,3
- reale	-0,5	2,9	1,0	0,9	0,8
Propensione al consumo (e)	94,3	92,2	92,2	92,2	92,2
Tasso di disoccupazione	7,7	6,9	6,8	6,6	6,4
Indicatori di sostenibilità:					
- intensità energetica (f)	8,1	8,1	7,9	7,9	7,8
- gas serra per abitante in tonn (g)	6,5	6,1	6,0	5,9	5,8

(a) Scostamento percentuale dalla componente strutturale.

(b) In % del PIL.

(c) Valori percentuali.

(d) Interessi passivi in percentuale del debito pubblico.

(e) In percentuale del reddito disponibile. Include le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

(f) Consumi interni lordi di energia in mln di tonnellate equivalenti di petrolio in % del Pil.

(g) Tonnellate di CO₂ equivalenti di petrolio di tutti i gas serra per abitante.

Tavola 4.2. Contributi alla crescita del PIL reale
(valori percentuali)

	2023	2024	2025	2026	2027
Importazioni merci e servizi	0,2	0,5	-1,0	-1,1	-1,0
Consumi finali	0,9	0,5	0,5	0,4	0,5
- delle famiglie	0,7	0,4	0,5	0,4	0,4
- collettivi	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Investimenti fissi lordi	1,0	0,3	0,2	0,1	0,0
Variazione delle scorte	-1,2	-0,5	0,2	0,3	0,0
Esportazioni di merci e servizi	0,1	0,2	0,7	1,1	1,2

Tavola 4.3. Reddito disponibile delle famiglie
(variazioni percentuali)

	2023	2024	2025	2026	2027
Reddito lordo disponibile					
- nominale	4,7	4,7	2,9	2,7	2,3
- reale	-0,5	2,9	1,0	0,9	0,8
- risultato lordo di gestione	6,7	2,4	1,8	1,1	0,2
- redditi da lavoro dipendente	4,5	6,0	4,0	3,1	2,6
- redditi da lavoro autonomo	5,4	2,4	1,9	2,3	2,1
- rendite e redditi da capitale	15,9	5,2	4,0	2,4	2,0
- prestazioni sociali	4,3	5,2	2,4	3,0	2,8
- imposte sul reddito e sul patrimonio	10,6	4,4	3,0	2,7	2,1
- contributi sociali	3,3	5,6	3,7	3,0	2,5

Tavola 4.4. Bilancia dei pagamenti

	2023	2024	2025	2026	2027
MILIARDI DI EURO					
Conto corrente	10,6	24,4	21,2	24,7	29,7
- Merci	42,1	57,5	52,5	53,6	56,9
- Servizi	-7,6	-7,0	-6,8	-5,9	-5,7
- Redditi	-5,1	-8,0	-6,5	-4,9	-3,2
- Trasferimenti	-18,8	-18,0	-18,1	-18,2	-18,3
Conto capitale	16,0	1,8	1,6	1,6	1,6
IN % DEL PIL					
Conto corrente	0,5	1,1	1,0	1,1	1,3
- Merci	2,0	2,7	2,4	2,4	2,5
- Servizi	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
- Redditi	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
- Trasferimenti	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Conto capitale	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>Per memoria:</i>					
Ragioni di scambio (a)	8,0	1,3	0,0	0,1	-0,1

(a) Variazioni percentuali.

Tavola 4.5. Conto economico risorse e impieghi
(miliardi di euro)

	2023	2024	2025	2026	2027
PREZZI CORRENTI					
Pil	2.085,4	2.142,0	2.193,2	2.247,6	2.294,5
Importazioni di merci e servizi	702,2	676,6	706,0	739,6	771,2
Consumi finali nazionali	1.620,4	1.664,9	1.704,9	1.740,6	1.773,6
- delle famiglie	1.230,9	1.261,8	1.297,3	1.330,5	1.360,6
- collettivi	389,5	403,1	407,6	410,1	413,0
Investimenti fissi lordi	441,4	446,8	455,8	462,7	466,8
Domanda interna (a)	2.061,8	2.111,7	2.160,7	2.203,3	2.240,4
Variazione delle scorte	-5,2	-22,7	-14,7	-3,9	2,5
Esportazioni di merci e servizi	731,0	729,7	753,3	787,8	822,9
Domanda totale (a)	2.033,0	2.058,7	2.113,5	2.155,0	2.188,7
CONCATENATI - ANNO 2015					
Pil	1.788,7	1.807,5	1.818,8	1.833,4	1.845,4
Importazioni di merci e servizi	570,9	562,0	579,9	600,8	619,6
Consumi finali nazionali	1.377,7	1.386,5	1.396,3	1.404,1	1.412,7
- delle famiglie	1.039,8	1.047,5	1.056,9	1.064,9	1.072,6
- collettivi	338,0	339,0	339,5	339,2	340,1
Investimenti fissi lordi	395,6	400,4	404,4	406,7	407,1
Domanda interna (a)	1.773,3	1.786,8	1.800,7	1.810,8	1.819,8
Variazione delle scorte	-11,0	-18,8	-16,0	-11,3	-10,9
Esportazioni di merci e servizi	597,2	601,5	614,0	634,7	656,2
Domanda totale (a)	1.747,0	1.747,3	1.766,7	1.776,9	1.783,2
DEFLATORI (variazione %)					
Pil	5,3	1,6	1,8	1,7	1,4
Importazioni di merci e servizi	-5,7	-2,1	1,1	1,1	1,1
Consumi finali nazionali	3,8	2,1	1,7	1,5	1,3
- delle famiglie	5,2	1,8	1,9	1,8	1,5
- collettivi	-0,4	4,2	1,2	1,0	0,7
Investimenti fissi lordi	-0,8	0,0	1,0	0,9	0,8
Domanda interna (a)	2,8	1,6	1,5	1,4	1,2
Esportazioni di merci e servizi	1,8	-0,9	1,1	1,2	1,0
Domanda totale (a)	0,0	1,2	1,5	1,4	1,2

(a) Escluse le scorte.

Tavola 4.6. Occupazione e forza lavoro

	2023	2024	2025	2026	2027
MIGLIAIA DI UNITÀ					
Popolazione	58.696	58.560	58.429	58.230	58.171
Forza lavoro (a)	25.516	25.679	25.784	25.840	25.903
Occupati (a)	23.564	23.912	24.030	24.123	24.236
Occupati (b)	24.916	25.190	25.324	25.433	25.560
- settore privato	21.443	21.686	21.789	21.868	21.963
dipendenti	14.548	14.750	14.856	14.914	14.987
indipendenti	6.895	6.936	6.934	6.954	6.976
- servizi pubblici	3.473	3.504	3.535	3.566	3.597
Disoccupati (a)	1.952	1.767	1.754	1.717	1.668
VARIAZIONI PERCENTUALI					
Popolazione	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1
Forza lavoro (a)	1,5	0,6	0,4	0,2	0,2
Occupati (a)	2,0	1,5	0,5	0,4	0,5
Occupati (b)	2,2	1,1	0,5	0,4	0,5
- settore privato	2,3	1,1	0,5	0,4	0,4
dipendenti	2,8	1,4	0,7	0,4	0,5
indipendenti	1,2	0,6	0,0	0,3	0,3
- servizi pubblici	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Disoccupati (a)	-4,0	-9,5	-0,7	-2,1	-2,9
Tasso di attività (a) (c)	68,1	69,1	69,4	69,7	69,8
Tasso di disoccupazione (a)	7,7	6,9	6,8	6,6	6,4
NAIRU (d)	6,3	6,4	6,5	6,3	6,2

(a) Rilevazione Continua sulle Forze di Lavoro.

(b) Contabilità Nazionale (unità standard di lavoro).

(c) Rapporto tra forze di lavoro totali e popolazione tra 15 e 64 anni.

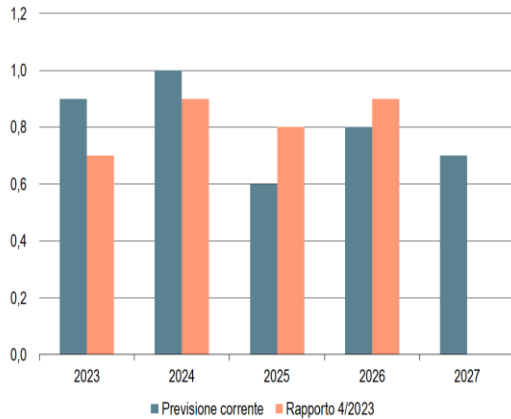
(d) Tasso di disoccupazione a lungo termine.

Tavola 4.7. Retribuzioni, redditi e costo del lavoro
(variazioni percentuali)

	2023	2024	2025	2026	2027
Retribuzioni unitarie					
- totale	1,9	4,7	2,8	2,6	2,0
- settore privato	3,4	3,3	2,4	2,6	2,2
Redditi unitari da lavoro dipendente					
- totale	1,8	4,7	2,7	2,6	2,0
- settore privato	3,1	4,6	3,6	3,2	2,5
- servizi pubblici	-2,0	4,9	-0,2	0,5	0,0
Massa retributiva					
- totale	4,5	6,0	4,1	3,1	2,6
- settore privato	5,9	6,1	5,1	3,6	3,1
- servizi pubblici	-0,5	5,8	0,7	1,3	0,9
Massa dei redditi da lavoro dipendente					
- totale	4,4	6,0	4,1	3,1	2,6
- settore privato	6,0	6,1	5,1	3,6	3,1
- servizi pubblici	-0,5	5,8	0,7	1,3	0,9
Produttività del lavoro					
- totale	-1,2	0,0	-0,6	0,3	0,2
- settore privato	-1,1	0,2	-0,6	0,5	0,3
Ciup					
- totale	3,4	4,7	3,6	2,4	2,0
- settore privato	4,5	4,7	4,3	2,8	2,3
Mol settore privato					
- in % del valore aggiunto	36,8	35,1	34,1	34,2	34,7
- in % del valore aggiunto al netto della tassazione	30,4	28,6	27,8	28,0	28,8

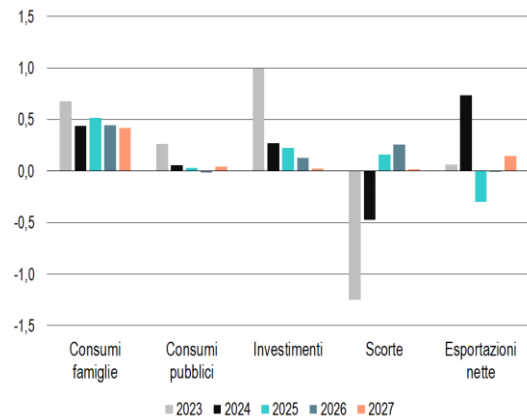
I GRAFICI DELLA PREVISIONE

Grafico 4.2. Il PIL (valori concatenati, milioni)



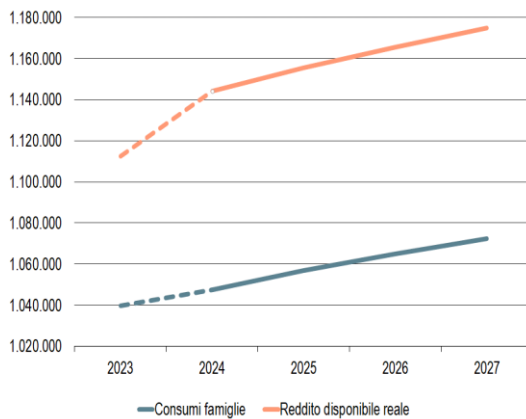
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.3. I contributi alla crescita



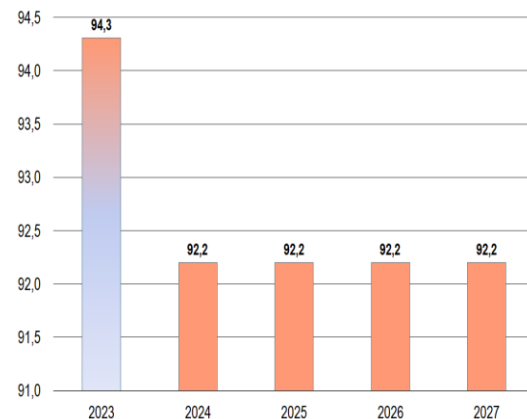
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.4. I consumi e il reddito disponibile delle famiglie (valori concatenati, milioni)



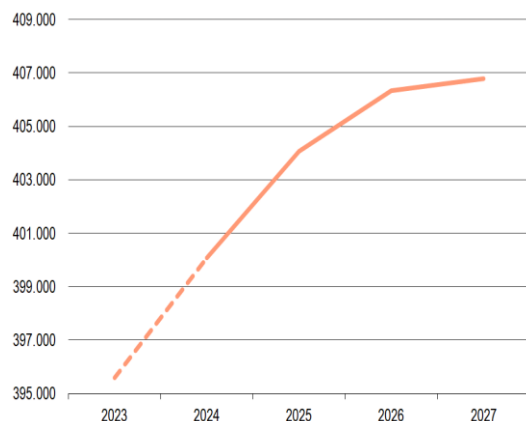
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.5. La propensione al consumo



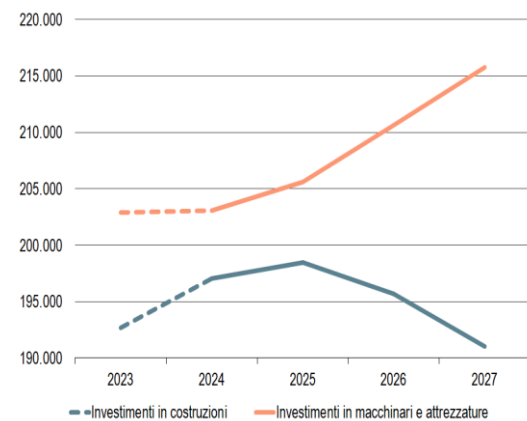
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.6. Gli investimenti fissi lordi (valori concatenati, milioni)



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.7. Gli investimenti nella componente Costruzioni e Macchinari e attrezzature (valori concatenati, milioni)



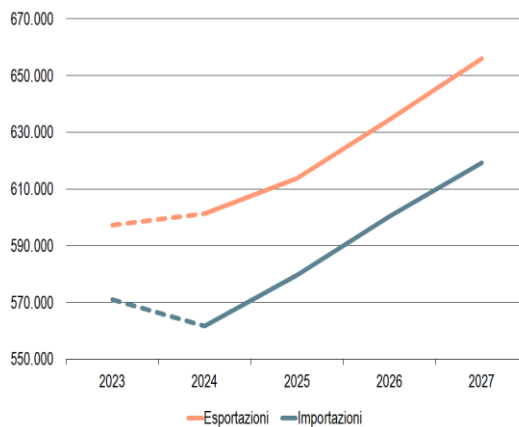
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.8. Gli investimenti pubblici (valori nominali, milioni)



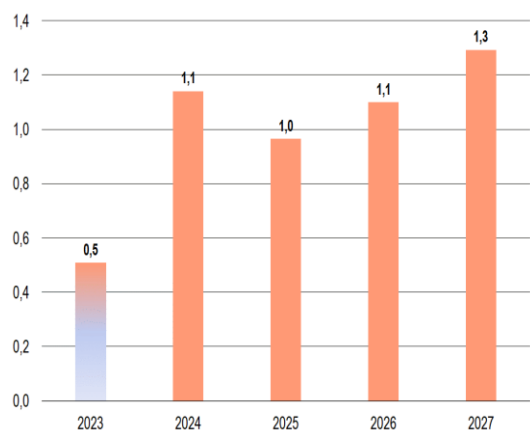
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.9. Il commercio estero (valori concatenati, milioni)



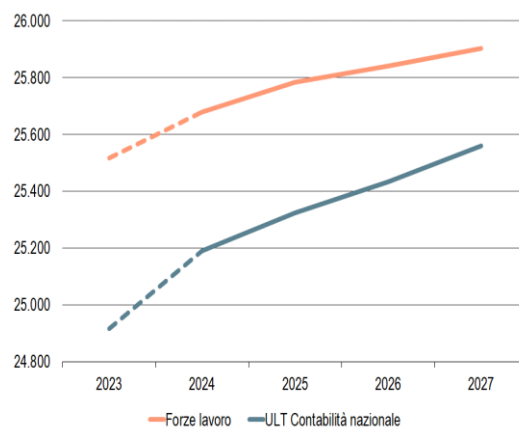
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.10. Il saldo di bilancia dei pagamenti (% del Pil)



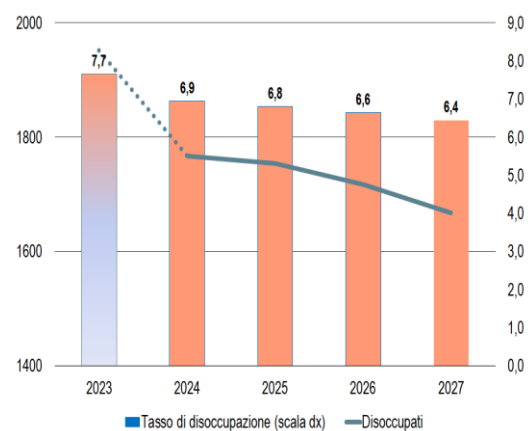
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.11. Gli occupati e le Unità di lavoro (migliaia)



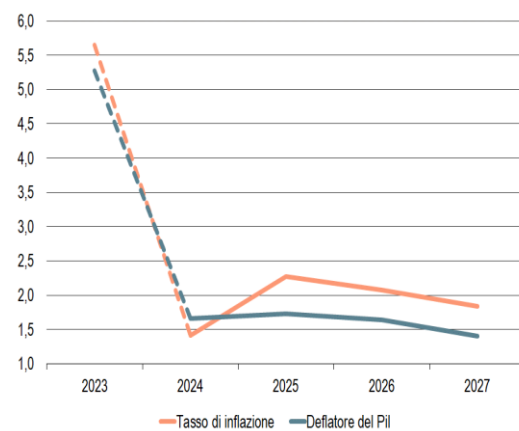
Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.12. La disoccupazione



Fonte: modello econometrico CER.

Grafico 4.13. L'inflazione



Fonte: modello econometrico CER.

LE PREVISIONI DI FINANZA PUBBLICA

8

Le previsioni di finanza pubblica sono state elaborate considerando oltre agli effetti derivanti dalla manovra di bilancio (con la parziale eccezione degli sgravi contributivi per i lavoratori dipendenti che, a differenza della normativa vigente, sono estesi anche agli anni successivi), quelli derivanti dalla revisione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) e dei principali provvedimenti adottati nel corso dell'anno dal Governo. La revisione del PNRR si concretizza, come è noto, nel definanziamento, totale o parziale, e nel rifinanziamento di alcune delle misure presenti nella versione originaria e nell'introduzione di nuove. Secondo la nostra ricostruzione, la revisione comporta, oltre all'incremento delle risorse complessive impiegate di circa 3 miliardi di euro, uno slittamento della spesa nel biennio finale e una ricomposizione tra le relative categorie di spesa e in particolare una riduzione degli investimenti a vantaggio dei contributi agli investimenti. Tra i nuovi provvedimenti varati dal governo si segnalano il DL 19/2024 e il DL 39/2024. Il primo introduce le disposizioni necessarie a dare attuazione al nuovo PNRR e individua le coperture necessarie a garantire l'attuazione di alcune delle misure definanziate con la revisione, riducendo le risorse del Piano nazionale complementare, del Fondo sviluppo e coesione e quelle dei Comuni e delle Amministrazioni centrali. Il secondo restringe ulteriormente la possibilità di utilizzare la cessione dei crediti e lo sconto in fattura per la fruizione delle agevolazioni edilizie e rafforza il meccanismo di monitoraggio e di controllo della relativa spesa pubblica. A differenza del precedente, quest'ultimo decreto comporta, nelle valutazioni ufficiali, un miglioramento dei saldi di bilancio nel biennio 2025-2026 (0,7 miliardi nel 2025 e 1,8 nel 2026): l'estensione da 4-5 anni a 10 del periodo entro cui si può usufruire delle detrazioni di specifiche agevolazioni edilizie (tra cui il superbonus) per le spese sostenute a partire da quest'anno, consente infatti un recupero, rispetto alle previsioni vigenti, di entrate fino al 2028 (compensato da una riduzione negli anni successivi di pari ammontare), solo in parte utilizzato a copertura di nuove spese.

9

Prima di esaminare le previsioni, ricordiamo che, secondo i più recenti dati Istat, nel 2023 il deficit di bilancio ha raggiunto l'importo di 154,1 miliardi di euro, pari al 7,4% del Pil. In linea con la recente esperienza, a spingere verso l'alto il deficit ha contribuito la maggiore spesa riconducibile alle agevolazioni edilizie (superbonus in particolare) che, nonostante gli ostacoli che il governo ha frapposto alla cessione dei crediti e allo sconto in fattura, è stata di oltre 83 miliardi di euro, il 45% in più dell'anno prima.

10

Nelle nostre previsioni, stimiamo un deciso miglioramento dei conti pubblici. Il deficit della PA è previsto ridursi quest'anno a 88,3 miliardi di euro, attestandosi sul 4,1% del Pil, (3,3 punti percentuali in meno di quello dello scorso anno (tavola 4.8). Migliorano anche il saldo primario e quello corrente, rispettivamente di 3,5 e 0,2 punti percentuali di Pil: il primo sfiorerebbe il pareggio (-0,1% del Pil), mentre il secondo raggiungerebbe lo 0,8%. Continuerebbe a crescere, invece, il debito pubblico (2,4 punti percentuali in più dell'anno prima) che è previsto attestarsi sul 139,7% del Pil.

Tavola 4.8. Saldi di finanza pubblica (milioni di euro)

	2023	2024	2025	2026	2027
MILIARDI DI EURO					
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE					
Indebitamento netto	-154,1	-88,3	-81,6	-71,1	-62,5
Avanzo primario	-75,5	-2,6	10,1	24,2	34,6
Spesa per interessi	78,6	85,7	91,7	95,3	97,2
Saldo corrente	12,6	17,6	23,3	23,5	22,2
Debito (definizione UE)	2.863,4	2.992,1	3.119,2	3.236,6	3.325,1
IN % DEL PIL					
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE					
Indebitamento netto	-7,4	-4,1	-3,7	-3,2	-2,7
Avanzo primario	-3,6	-0,1	0,5	1,1	1,5
Spesa per interessi	3,8	4,0	4,2	4,2	4,2
Saldo corrente	0,6	0,8	1,1	1,0	1,0
Debito (definizione UE)	137,3	139,7	142,2	144,0	144,9

Fonte: elaborazione CER.

11

L'indebitamento netto si ridurrebbe nuovamente nei tre anni seguenti fino ad attestarsi nel 2027 sul 2,7% del Pil. Una dinamica simile è attesa anche per il saldo primario che è previsto ritornare su valori positivi a partire dal 2025 e attestarsi sull'1,5% del PIL nel 2027, un decimo di punto percentuale in meno della media dei cinque anni precedenti la pandemia. Il saldo corrente è atteso crescere di altri 3 decimi di punti percentuali di PIL il prossimo anno, quando raggiungerebbe l'1,1% del PIL, e ridursi di un decimo di punto percentuale in quello successivo, per poi rimanere stazionario e in linea con il valore medio del quinquennio pre-pandemico. Il debito, infine, è previsto aumentare la sua incidenza sul prodotto, sebbene a partire dal 2026 a ritmi progressivamente decrescenti, fino ad attestarsi a fine periodo sul 144,9% del Pil.

12

Esaminando i conti più nel dettaglio (tavola 4.9), il miglioramento dei saldi descritti

Tavola 4.9. Conto consolidato delle Amministrazioni Pubbliche

	MILIONI DI EURO					VARIAZIONI PERCENTUALI (*)					IN % DEL PIL				
	2023	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2027
A. ENTRATE CORRENTI	972.643	1.013.417	1.037.645	1.055.990	1.069.706	5,8	4,2	2,4	1,8	1,3	46,6	47,3	47,3	47,0	46,6
Imposte dirette	320.817	334.779	343.059	350.495	356.193	10,2	4,4	2,5	2,2	1,6	15,4	15,6	15,6	15,6	15,5
Imposte indirette	294.682	306.519	312.393	317.434	321.888	5,4	4,0	1,9	1,6	1,4	14,1	14,3	14,2	14,1	14,0
Contributi sociali	269.221	283.918	294.184	302.799	310.222	3,0	5,5	3,6	2,9	2,5	12,9	13,3	13,4	13,5	13,5
Altre entrate	87.923	88.201	88.010	85.262	81.403	0,8	0,3	-0,2	-3,1	-4,5	4,2	4,1	4,0	3,8	3,5
B. ENTRATE IN CONTO															
CAPITALE	23.949	12.069	12.294	16.466	5.208	39,7	-49,6	1,9	33,9	-68,4	1,1	0,6	0,6	0,7	0,2
C. TOTALE ENTRATE (A+B)	996.592	1.025.486	1.049.939	1.072.456	1.074.914	6,4	2,9	2,4	2,1	0,2	47,8	47,9	47,9	47,7	46,8
D. SPESE CORRENTI	960.002	995.808	1.014.308	1.032.502	1.047.542	1,9	3,7	1,9	1,8	1,5	46,0	46,5	46,2	45,9	45,7
Redditi	186.474	197.328	198.622	201.261	203.106	-0,5	5,8	0,7	1,3	0,9	8,9	9,2	9,1	9,0	8,9
Consumi intermedi	174.395	178.834	181.215	181.115	179.385	3,2	2,5	1,3	-0,1	-1,0	8,4	8,3	8,3	8,1	7,8
Prestazioni sociali	424.491	446.506	456.566	470.477	484.020	4,3	5,2	2,3	3,0	2,9	20,4	20,8	20,8	20,9	21,1
Altre uscite correnti	96.031	87.432	86.175	84.388	83.882	0,0	-9,0	-1,4	-2,1	-0,6	4,6	4,1	3,9	3,8	3,7
Interessi passivi	78.611	85.708	91.730	95.261	97.150	-5,2	9,0	7,0	3,8	2,0	3,8	4,0	4,2	4,2	4,2
E. SPESE CORRENTI AL															
NETTO DEGLI INTERESSI	881.391	910.100	922.578	937.241	950.392	2,6	3,3	1,4	1,6	1,4	42,3	42,5	42,1	41,7	41,4
F. SPESE IN CONTO															
CAPITALE	190.714	117.966	117.280	111.039	89.897	17,7	-38,1	-0,6	-5,3	-19,0	9,1	5,5	5,3	4,9	3,9
Investimenti lordi	66.388	71.072	76.521	72.707	68.406	10,3	7,1	7,7	-5,0	-5,9	3,2	3,3	3,5	3,2	3,0
Altre spese	124.326	46.894	40.759	38.332	21.492	22,1	-62,3	-13,1	-6,0	-43,9	6,0	2,2	1,9	1,7	0,9
G. TOTALE SPESE (D+F)	1.150.716	1.113.775	1.131.588	1.143.541	1.137.440	4,2	-3,2	1,6	1,1	-0,5	55,2	52,0	51,6	50,9	49,6
H. SALDO															
CORRENTE (A-D)	12.641	17.609	23.337	23.488	22.164	1,8	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,6	0,8	1,1	1,0	1,0
I. INDEBITAMENTO															
NETTO (C-G)	-154.124	-88.288	-81.649	-71.085	-62.525	1,2	3,3	0,4	0,6	0,4	-7,4	-4,1	-3,7	-3,2	-2,7
Per memoria:															
Consumi collettivi	378.494	393.515	396.944	398.402	400.221	0,8	4,0	0,9	0,4	0,5	18,1	18,4	18,1	17,7	17,4

(*) Per il saldo corrente e l'indebitamento netto variazioni del rapporto con il Pil.

in precedenza è da attribuire in gran parte al contenimento della dinamica della spesa pubblica che è prevista ridursi nel quadriennio di previsione dello 0,3% in media d'anno. Più nel dettaglio, alla riduzione del 3,2 prevista per quest'anno, anche grazie al sostanziale venir meno della componente legata al superbonus e agli altri bonus edilizi, seguirebbe una crescita dell'1,3% nel biennio 2025-2026 e una nuova riduzione (-0,5%) nell'anno seguente, su cui pesa l'ipotesi assunta nell'esercizio di previsione di completamento del PNRR entro i termini stabiliti con l'Europa. In tal modo la spesa si ridurrebbe in percentuale del PIL in tutto il periodo di previsione fino a scendere al 49,6% nel 2027, 1,1 punti percentuali in più della media triennale pre-pandemica. Per le entrate stimiamo un incremento del 2,5% in media d'anno nel primo triennio di previsione ed uno decisamente più contenuto nel 2027 (0,2%), su cui pesa il venir meno delle sovvenzioni europee per il PNRR, e che porta l'incidenza sul PIL al 46,8%, tre decimi di punti percentuali in più della media del triennio pre-pandemico.

13

Sulla dinamica prevista delle entrate un ruolo rilevante è giocato dalle entrate in conto capitale. Dopo essersi più che quadruplicate nel triennio 2021-2023, tali entrate sono previste seguire una dinamica altalenante, ossia ridursi di circa la metà quest'anno, rimanere stazionarie nel prossimo, aumentare di oltre un terzo nel 2026 per poi ritornare sui valori "storici". Le entrate correnti non tributarie sono previste rimanere sostanzialmente stazionarie nei primi due anni dell'esercizio, per poi ridursi del 3,8% in media d'anno nel biennio finale. In entrambi i casi, un ruolo rilevante è giocato dall'incasso delle risorse previste nell'ambito del programma NGEU (contabilizzate appunto tra i trasferimenti in entrata in conto capitale e le entrate correnti non tributarie) che, nelle nostre stime, riflettono le ipotesi adottate in merito all'articolazione temporale della maggiore spesa legata all'attuazione di tale programma.

14

Tra le entrate tributarie (correnti), le indirette sono stimate aumentare nel 2024 del 4%, in rallentamento rispetto al risultato dell'anno precedente (5,4%) e a tassi progressivamente decrescenti nel triennio seguente (1,6% in media d'anno). In modo analogo, anche per le dirette stimiamo per il 2024 un significativo ridimensionamento del tasso di crescita rispetto all'anno precedente (4,4% contro 10,2%). La flessione del profilo dinamico proseguirebbe nel triennio seguente in cui le dirette crescerebbero del 2,1% in media d'anno.

15

Le entrate contributive sono previste crescere del 5,5% quest'anno e in maniera meno significativa nei tre anni seguenti (3% in media d'anno). La stima riflette

l'ipotesi adottata nell'esercizio di estendere anche nel triennio 2025-2027 lo sgravio contributivo per i lavoratori dipendenti previsto per quest'anno dall'ultima manovra di bilancio approvata.

16

Nell'arco del quadriennio di previsione stimiamo un aumento della pressione fiscale di 6 decimi di punti percentuali di PIL. In particolare, la pressione fiscale toccherebbe il punto di massimo il prossimo anno, per poi ridursi nei due anni finali, in linea con l'andamento della pressione tributaria che, dopo essere aumentata di 0,4 punti percentuali di Pil, si ridurrebbe fino a ritornare al valore di partenza (tavola 4.10).

Tavola 4.10. La pressione fiscale (in % del Pil)

	2023	2024	2025	2026	2027
Pressione tributaria	29,6	30,0	30,0	29,8	29,6
Pressione contributiva (a)	12,9	13,3	13,4	13,5	13,5
Pressione fiscale (a)	42,5	43,3	43,4	43,3	43,1

(a) Al lordo dei contributi figurativi.

17

Passando a considerare la dinamica delle principali voci della spesa pubblica, quella per redditi, dopo la riduzione del 2023 (-0,5%), è prevista ritornare a crescere quest'anno, ad un tasso del 5,8%, anche grazie all'avvio del rinnovo dei contratti e allo slittamento di un anno degli incrementi che l'ultima manovra di bilancio aveva imputato nel 2023. Nel triennio seguente la spesa per redditi è prevista crescere ad un tasso medio d'anno dell'1%.

18

Per i consumi intermedi stimiamo un aumento del 2,5% quest'anno e dell'1,3% l'anno seguente e una riduzione di mezzo punto percentuale in media nel biennio finale. Pesano sulle nostre stime oltre al progressivo rientro dell'inflazione anche il venir meno delle spese legate al PNRR.

19

Per le prestazioni sociali stimiamo un incremento medio del 5,2% quest'anno e uno del 2,7% in media d'anno nei tre anni seguenti, in linea con l'affievolimento atteso della dinamica inflazionistica. In percentuale del PIL, nel periodo considerato nell'esercizio di previsione la spesa aumenta di sette decimi di punti percentuali fino a raggiungere il 21,1% nel 2027, 1,3 punti percentuali in più della quota ricoperta in media nel triennio pre-pandemico.

20

Per le altre spese correnti stimiamo per quest'anno una riduzione del 9%, su cui pesa il venir meno del sostegno offerto a famiglie e imprese per far fronte alle conseguenze del rincaro energetico quest'anno. La riduzione continuerebbe negli anni successivi, anche se ad un tasso decisamente più contenuto (1,4 in media d'anno).

21

Dopo la riduzione fatta registrare lo scorso anno (-5,2%), la spesa per interessi è stimata ritornare a crescere nell'intero periodo di previsione, ad un tasso medio del 5,4%. Alla dinamica particolarmente sostenuta nei primi due anni (8% in media d'anno) farebbe seguito un significativo ridimensionamento dei tassi di crescita (2,9% in media). In percentuale al Pil, la spesa aumenterebbe di due decimi di punti percentuali all'anno nel 2024 e 2025, per poi rimanere stazionaria al 4,2%.

22

La spesa in conto capitale, infine, è prevista ridursi in tutto il periodo di previsione: in particolare, alla significativa riduzione attesa quest'anno (-38,1%), farebbe seguito un calo molto più contenuto nei due anni seguenti (3% in media d'anno) e un nuovo e rilevante "tonfo" nel 2027 (-19%), in concomitanza con il completamento del PNRR. Scendendo più nel dettaglio, la spesa per investimenti è prevista crescere ancora nel primo biennio di previsione (7,4% in media d'anno) per poi ridursi nel biennio successivo (-5,5%), per via del progressivo venir meno della maggiore spesa per gli interventi del PNRR e dei tagli deliberati con la manovra di bilancio e i provvedimenti successivi. Le altre spese in conto capitale al contrario sono previste ridursi del 62,3% quest'anno, del 9,6% in media d'anno nel biennio 2025-2026 e del 43,9% nel 2027. Se nel 2024 la riduzione è da imputare, come già detto, al sostanziale venir meno della spesa legata al superbonus (che si ridurrebbe secondo le nostre stime a poco più di 6 miliardi di euro), la dinamica seguente riflette, oltre agli effetti restrittivi dei provvedimenti finora adottati, il profilo sostanzialmente piatto delle spese legate al PNRR e il loro successivo azzeramento.

RIQUADRO

LA NUOVA GOVERNANCE EUROPEA

1.

Lo scorso 30 aprile 2024 è entrata ufficialmente in vigore la nuova *governance* economica europea, ossia il complesso di norme, procedure e regole fiscali che disciplinano l'applicazione del Patto di stabilità e crescita (PSC). Più precisamente, mentre restano invariati i due parametri economici basilari del Patto – ossia la soglia del 3% del Pil per il *deficit* e del 60% per il debito – si riformano le procedure e le regole che disciplinano il "braccio preventivo" e "correttivo" del Patto e quelle finalizzate ad una redazione uniforme dei bilanci nazionali, al fine di garantire un efficace coordinamento delle politiche fiscali nazionali¹. Si segnala, infine, come restino ancora da definire importanti tasselli della Riforma, come ad esempio il nuovo Codice di condotta e le linee guida della Commissione europea sui nuovi documenti di programmazione e monitoraggio,

2.

L'innovazione da cui occorre prendere le mosse è quella che riguarda l'indicatore di bilancio di riferimento utilizzato per assicurare il coordinamento delle politiche nazionali nel quadro europeo e la loro successiva sorveglianza. Nella precedente versione del Patto a ciascun paese era stato assegnato un Obiettivo di medio termine (OMT) da conseguire, coincidente con un predefinito valore del saldo di bilancio strutturale, ossia depurato degli effetti del ciclo e delle misure temporanee e *una tantum*. L'Obiettivo, specifico per ciascun paese e aggiornato ogni tre anni, era calcolato con una specifica procedura, con l'obiettivo di garantire un adeguato margine di sicurezza rispetto alla soglia del 3% del Pil, con cui far fronte a eventuali e imprevisi deterioramenti del quadro macroeconomico e facilitare l'adozione di politiche anticicliche². Per l'Italia, in particolare, dopo l'ultimo aggiornamento era stato posto pari ad un avanzo strutturale dello 0,25% del Pil.

Con la riforma l'indicatore di riferimento diviene la dinamica di un predefinito aggregato di spesa pubblica, ossia quella primaria al netto non solo di specifiche componenti di spesa (quelle relative ai programmi europei finanziati dall'Unione e cofinanziati dal bilancio nazionale, quelle *una tantum* e temporanee e la componente ciclica delle spese per sussidi di disoccupazione), ma anche degli effetti derivanti dal ricorso a misure discrezionali dal lato delle entrate. La dinamica obiettivo, proposta dalla Commissione europea e concordata con i Paesi membri, sulla base anche delle riforme e degli interventi strutturali che questi intendono attuare (cfr. oltre), è ricavata almeno inizialmente sulla base della metodologia di analisi di sostenibilità del debito (*Debt sustainability analysis, DSA*) utilizzata dalla Commissione europea³. La dinamica stimata comporta un aggiustamento di bilancio tale da collocare il debito su un sentiero decrescente e conseguire un adeguato margine di resilienza rispetto alla soglia limite del 3%. Inoltre, essa deve soddisfare precise salvaguardie numeriche, ossia è condi-

zionata al raggiungimento di specifici obiettivi relativi ai saldi di bilancio strutturali, comuni tra i paesi membri, e che messi a confronto con gli obiettivi della precedente versione consentono di valutare il differente grado di disciplina fiscale richiesta⁴.

3

Prima però va segnalato come in parallelo alla sostituzione dell'indicatore di bilancio di riferimento, si modificano le modalità proprie della programmazione di bilancio nazionale. In passato, il percorso di aggiustamento verso l'OMT e le ragioni degli eventuali scostamenti dagli obiettivi prefissati venivano descritti nel Programma di stabilità (PDS), insieme alla descrizione e valutazione delle misure necessarie per raggiungere gli obiettivi di bilancio e ad un'analisi di sensitività, ossia degli effetti sulle grandezze di bilancio di eventuali cambiamenti nelle principali ipotesi economiche, mentre nei Piani nazionali di riforma (PNR) venivano indicate le politiche specifiche che si intendeva attuare per favorire la crescita, prevenire o correggere gli squilibri e per conformarsi alle raccomandazioni della Commissione.

Con la riforma, i PDS e i PNR lasciano il posto al Piano strutturale nazionale di bilancio a medio termine (o più semplicemente Piano di bilancio strutturale - PBS) in cui ciascun paese membro illustra il programma di riforme e di interventi strutturali che intende realizzare, in modo coerente alla Traiettorie di spesa concordata. I PBS che devono essere presentati quest'anno entro il 20 settembre (e a regime entro la fine di aprile dell'ultimo anno di validità del Piano precedente) hanno una durata di 4-5 anni, in linea con la durata delle legislature nazionali e con l'arco di tempo considerato nella stima dell'aggiustamento di bilancio sottostante la Traiettorie di spesa. Il PBS tuttavia può essere esteso fino a 7 nel caso il Paese si impegna a realizzare investimenti e riforme che innalzino il potenziale di crescita e la resilienza, siano in linea con le strategie comunitarie e migliorino la sostenibilità del debito.

4.

Scendiamo ancora più nel dettaglio e esaminiamo l'entità degli sforzi fiscali richiesti ai Paesi nella fase di coordinamento *ex ante* delle politiche nazionali e nell'eventualità di apertura di una procedura di disavanzo eccessivo (PDE). Nella vecchia versione per i paesi che non avevano ancora raggiunto il loro OMT, la variazione richiesta del saldo di bilancio strutturale veniva calcolata sulla base della cosiddetta matrice degli aggiustamenti, ossia sulla base dell'*output gap* e del livello del debito (ossia se è maggiore o minore della soglia del 60%) del paese interessato. Con un *output gap* compreso tra -1,5% e 1,5% e per un paese con un debito superiore al 60%, l'aggiustamento richiesto sarebbe stato superiore a mezzo punto percentuale di Pil. La deviazione dal sentiero di aggiustamento veniva considerata come significativa se era pari a 0,5 punti percentuali di PIL su base annua e a 0,25 punti in media all'anno sul biennio. Per il debito invece era richiesta una riduzione di 1/20 all'anno della quota del rapporto sul Pil in eccesso rispetto alla soglia del 60%.

Nella nuova versione, per i paesi che non hanno ancora conseguito il margine di resi-

lienza sul *deficit* – posto pari a 1,5 punti di PIL rispetto al saldo strutturale corrispondente al deficit del 3% - la dinamica della spesa di riferimento è calcolata in modo tale da garantire un aggiustamento del saldo strutturale di 0,4 punti percentuali di Pil, nel caso il PSB è di 4-5 anni e di 0,25 punti percentuali se è di 7. La deviazione consentita della dinamica di spesa effettiva rispetto a quella programmata è tollerata se è inferiore a 0,3 punti percentuali di Pil su base annua e a 0,6 su base cumulata. Per quanto riguarda la dinamica del debito, ai paesi il cui debito supera il 90% del Pil è richiesta una riduzione media annua dell'1%, che si riduce a mezzo punto percentuale l'anno per paesi la cui quota sul Pil è compresa tra il 60 e il 90%.

5.

Passando a considerare il funzionamento del braccio correttivo, l'apertura di una PDE si verifica in entrambe le versioni del PSC quando il deficit supera il 3% del pil, a meno che lo sfioramento non sia eccezionale e temporaneo. Se ciò accade, in entrambi i casi è previsto un aggiustamento strutturale di 0,5 punti percentuali di Pil. Si segnalano tuttavia due differenze di rilievo. Nel nuovo Patto è previsto un periodo transitorio (2025-2027) durante il quale l'aggiustamento richiesto è meno impegnativo perché calcolato non considerando l'aumento della spesa per interessi. Inoltre, fintanto che il paese non rientra al di sotto della soglia limite è sospesa la clausola relativa al "rientro" del debito. L'apertura, infine, di una PDE riconducibile al debito era condizionata nella precedente versione oltre che al mancato rispetto del percorso di riduzione ad una specifica valutazione dei cosiddetti "fattori rilevanti" che ne avessero potuto influenzare la dinamica, tra cui la struttura delle scadenze del debito, le garanzie prestate e le maggiori spese collegate all'invecchiamento della popolazione e al debito privato. Ora invece l'apertura di una tale procedura appare "automatica" se oltre all'esistenza di deviazioni significative della dinamica della spesa di riferimento il paese dovesse avere un debito superiore al 60% del Pil e un deficit maggiore dello 0,5%. In tal caso, verrebbe definita una nuova traiettoria di spesa, inferiore a quella precedente e tale da recuperare gli scostamenti accumulati.

6.

In conclusione, la riforma comporta un allentamento della disciplina di bilancio richiesta ai paesi membri. Per il nostro paese il saldo di bilancio obiettivo – considerati i margini di resilienza - si riduce da un avanzo dello 0,25% del Pil ad un disavanzo dell'1,5%, mentre la riduzione richiesta del debito passa da circa il 4% all'1% all'anno. Tra gli aspetti positivi, si segnala come la riforma incentivi l'adozione di politiche di bilancio effettivamente pluriennali. Il PSB una volta definito rimane immutato fino alla sua conclusione, a meno di incorrere in una PDE, a differenza della passata esperienza dei PDS, in cui da un anno all'altro erano frequenti i cambiamenti nella "griglia" degli obiettivi. Il paese membro annualmente monitora insieme alle autorità europea il conseguimento dei risultati conseguiti in termini di gestione della spesa e nell'attuazione delle riforme e dei programmi di investimento, valuta le modalità con cui inter-

venire, senza che questo si traduca in modifiche della Traiettorie di spesa definita. Va, inoltre, considerato che la scelta della spesa come nuovo indicatore di riferimento impedisce, come nella precedente versione, che il paese possa non conseguire gli obiettivi prefissati a causa di modifiche del quadro macroeconomico e/o per errori di stima. Questo, insieme al collegamento stabilito tra durata dei PSB e quella delle legislature nazionali, attribuisce una maggiore responsabilità al paese che è tenuto “solo” a rispettare il sentiero di spesa prefigurato. La gestione del bilancio rimane in capo alle autorità nazionali che grazie all'esclusione delle maggiori entrate eventualmente deliberate dall'aggregato di riferimento conservano un apprezzabile grado di autonomia con cui raggiungere determinati obiettivi.

Rispetto al passato, infine, la Riforma concede un maggior spazio agli investimenti sia escludendo dall'aggregato di spesa di riferimento quelle riconducibili ai programmi europei, sia consentendo di “spalmare” l'aggiustamento richiesto in un periodo settennale – riducendo quindi l'aggiustamento annuo – per quei programmi coerenti con le finalità fissate in sede comunitaria.

Gli aspetti critici della riforma, infine, sono a nostro avviso sostanzialmente due. Il primo è relativo alla metodologia di stima della Traiettorie di spesa che oltre ad essere molto complessa fa ricorso a variabili stimate e non osservabili (come il prodotto potenziale), la cui procedura di stima è oggetto di un ampio dibattito, per via della scarsa robustezza dei risultati e delle continue revisioni cui sono sottoposti. Il secondo è che non si compie alcun passo avanti verso la mobilitazione di una capacità fiscale comune dell'UE o la riproposizione di un programma sul modello di NGEU.

¹ Si veda al riguardo i due Regolamenti (2024/1263 e 2024/1264) di revisione rispettivamente del “braccio preventivo” e “correttivo” del Patto e la Direttiva 2024/1265 di modifica dei cosiddetti “Quadri di bilancio”.

² L'OMT è differenziato per ciascun paese e aggiornato ogni tre anni ed è il più ambizioso (stringente) di 3 valori alternativi: 1) OMT-MB (dove MB sta per minimum benchmark), cioè il valore minimo di saldo strutturale che assicura, con un elevato grado di probabilità, che in caso di recessione il disavanzo nominale non superi la soglia del 3 per cento del Pil; 2) OMT-EURO/ERM2 corrispondente ad un valore del deficit non superiore all'1% del Pil per i paesi dell'area dell'euro e allo 0,5% per i paesi che hanno sottoscritto il Fiscal Compact; 3) OMT-ILD, ossia il valore minimo del saldo che assicura la stabilizzazione del debito al 60% del Pil, lo sforzo necessario a raggiungere tale quota e la copertura di quota delle spese legate all'invecchiamento della popolazione.

³ In sintesi, tale metodologia codifica come proiettare il debito pubblico, a partire da ipotesi sulla crescita potenziale dell'economia, dell'inflazione, dei tassi di interesse e delle spese legate all'invecchiamento della popolazione.

⁴ A partire da ipotesi su crescita potenziale, inflazione, tassi di interesse e spese legate all'invecchiamento della popolazione, la DSA consente di calcolare un tasso di incremento della spesa primaria netta corrispondente agli aggiustamenti che si intende realizzare sui saldi di bilanci strutturali.

IL PERCORSO DELLA TRANSIZIONE ENERGETICA

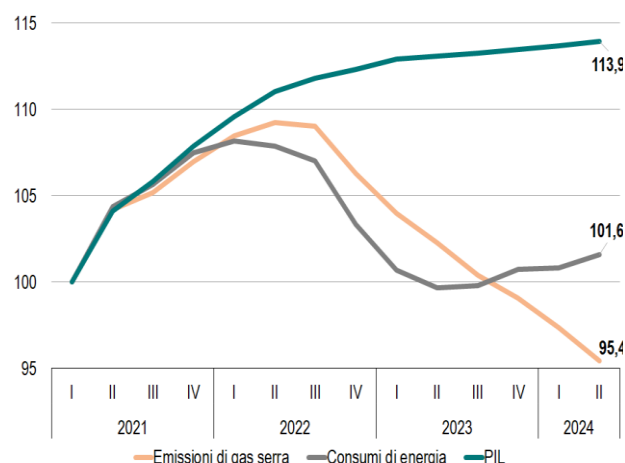
MODIFICHE STRUTTURALI

Emissione, produzione e consumo

1

Dal III trimestre 2022 il percorso delle emissioni di gas serra (stima CER) si è sganciato dalla dinamica del PIL, invertendo il proprio segno (grafico 5.1). Fino alla metà dello scorso anno questo scollamento è stato favorito dalla riduzione dei consumi energetici, che ora sono però tornati ad aumentare. L'abbassamento dei livelli di emissioni si spiega dunque con il passaggio a un mix energetico meno inquinante e nello specifico al forte incremento di utilizzo di fonti rinnovabili.

Grafico 5.1. PIL, emissioni di gas serra e consumi di energia dell'Italia (anno scorrevole, I trimestre 2021 = 100)

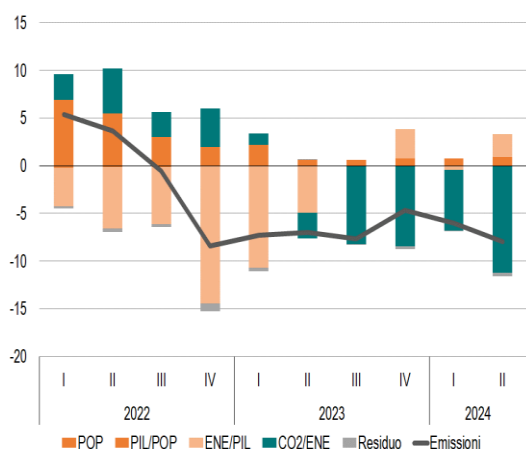


2

Un differente modo di rappresentare quanto detto sopra è esponendo la dinamica delle emissioni di gas serra, attraverso l'identità contabile di Kaya. Il grafico 5.2 mostra come la riduzione delle emissioni trimestrali di gas serra dal III trimestre 2022 sia stata inizialmente favorita da una riduzione dell'intensità energetica (ENE/PIL). L'esaurimento di tale contributo dal III trimestre 2023 è stato compensato da una diminuzione dell'intensità carbonica (CO₂/ENE), a sua volta determinata da un maggior ricorso alle rinnovabili. Per il 2024 le nostre stime di primo trimestre quantificano un'ulteriore riduzione delle emissioni di gas serra (-6,1% in termini tendenziali), sempre sospinta da una minore intensità carbonica, accompagnata da una live riduzione dell'intensità energetica (-0,4%).

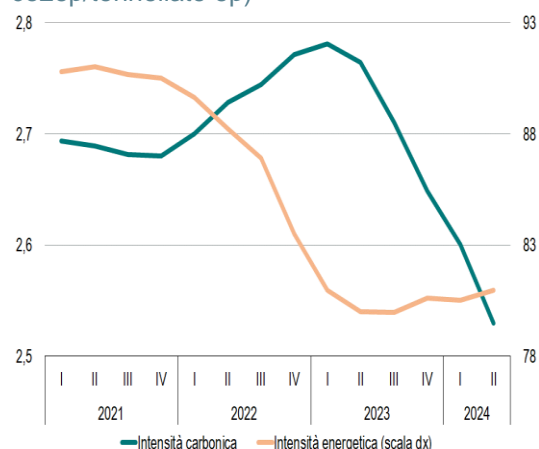
Per il II trimestre 2024 valutiamo una riduzione delle emissioni dell'8,3%, a sintesi di aumenti del PIL pro-capite e dell'intensità energetica pari rispettivamente allo 0,9% e al 2,4% e di una flessione dell'intensità carbonica dell'11,3%.

Grafico 5.2. Emissioni di gas serra dell'Italia: scomposizione di KAYA (variazioni percentuali e contributo delle componenti)



Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT e modello energetico.

Grafico 5.3. Intensità energetica ed intensità carbonica dell'Italia (anno scorrevole, migliaia di euro/tonnellate ep e tonnellate di CO2ep/tonnellate ep)



Fonte: elaborazioni CER su dati ISTAT e modello energetico.

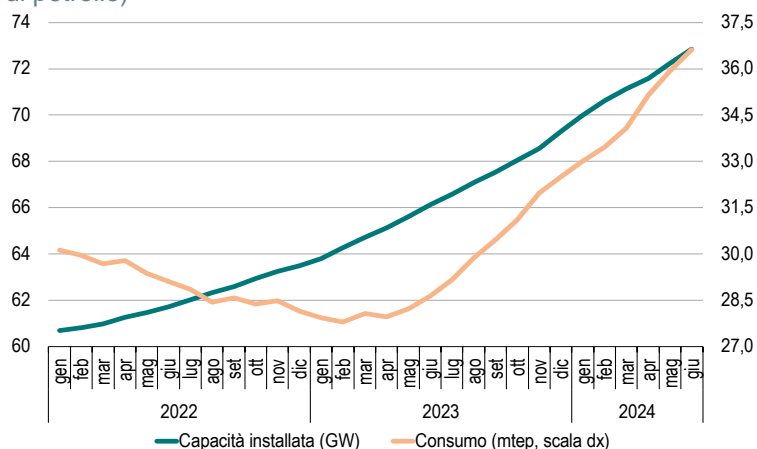
Gli andamenti dell'intensità energetica e carbonica sono tracciati nel grafico 5.3, evidenziando in maggior dettaglio come il rialzo della prima trovi pieno bilanciamento nella seconda.

RINNOVABILI: CONGIUNTURA E POSSIBILITÀ

3

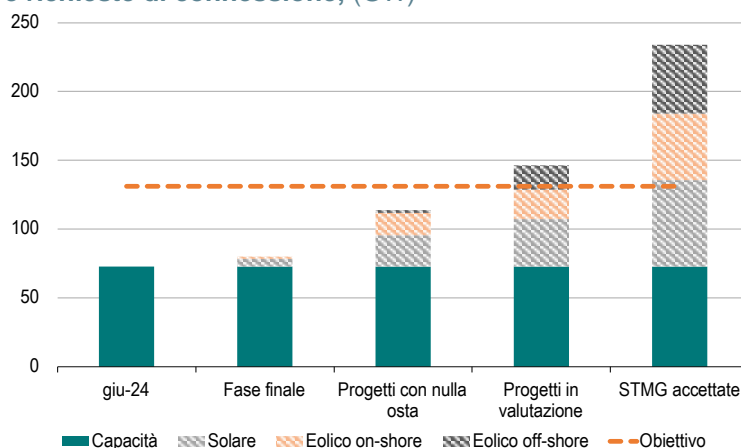
Approfondendo il tema delle rinnovabili, il grafico 5.4 evidenzia i risultati raggiunti a oggi, con una capacità installata che lo scorso giugno ha superato i 72 GW e una copertura di consumi di quasi 37 mtep.

Grafico 5.4. Rinnovabili: capacità installata di energia elettrica e consumo di energia (dati in GW e milioni di tonnellate equivalenti di petrolio)



Fonte: elaborazioni CER su dati Terna e modello energetico.

Grafico 5.5. Rinnovabili: capacità installata di energia elettrica e richieste di connessione, (GW)



Fonte: elaborazioni CER su dati Terna.

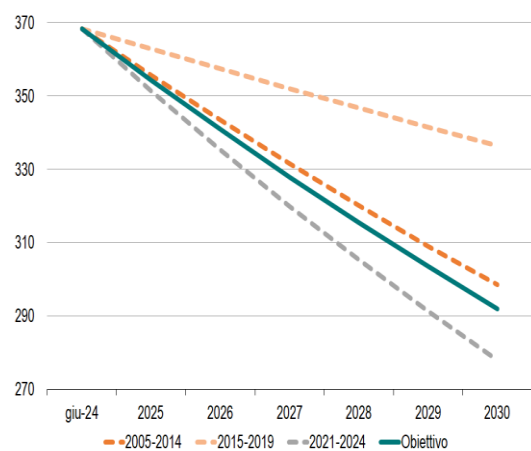
Gli indicatori disponibili mostrano come la prosecuzione della fase di aumento delle rinnovabili, con le relative richieste di accesso alla rete energetica si appresterebbero a superare l'obiettivo di 131 GW fissato per il 2030.

EMISSIONI: PROIEZIONI AL 2030

4

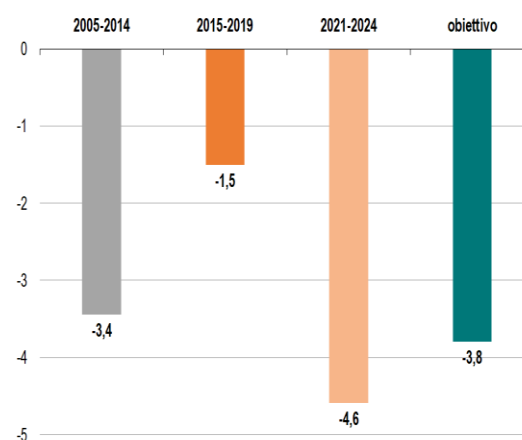
Le nostre stime danno misura di emissioni di gas serra pari a 368,3 mtCO_{2ep} nel mese di giugno 2024, con una distanza dall'obiettivo al 2030 di 77,3 mtCO_{2ep}. Una distanza ampia ma tuttavia percorribile (grafico 5.6 e 5.7). Se l'obiettivo al 2030 richiede un tasso annuo di decrescita dal 2024 del -3,8%, il trend 2021-2024 pone infatti l'Italia su una traiettoria ancor più ripida, -4,6%.

Grafico 5.6. Emissioni di gas serra (mtCO_{2ep})



Fonte: elaborazioni CER su dati Eurostat e modello energetico.

Grafico 5.7. Dinamica delle emissioni di gas serra dell'Italia: medie annue (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni CER su dati Eurostat e modello energetico.

Anche da un punto di vista storico, nella media 2005-2014, il ritmo di decrescita delle emissioni non è stato molto inferiore, -3,4%, ma in quel caso è stata la debole crescita della produzione italiana a favorire tale dinamica (-0,6% annuo). Nel quinquennio successivo il percorso di decarbonizzazione è invece andato di pari passo con la crescita economica. Una condizione virtuosa che sembra oggi consolidarsi.

