

Rapporti di previsione - Centro Studi Confindustria

ECONOMIA ITALIANA ANCORA RESILIENTE A INCERTEZZA E SHOCK?

AUTUNNO 2022



CONFINDUSTRIA
Centro Studi



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

ECONOMIA ITALIANA ANCORA RESILIENTE A INCERTEZZA E SHOCK?

Autunno 2022

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

Gli autori del capitolo sono:

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

Gli autori dei focus sono:

n.1 Leonardo Ciotti (Università Luiss e stage al CSC), Sofia Felici, Ciro Rapacciuolo; n.2 Stefano Di Colli, Sofia Felici, Ciro Rapacciuolo; n.3 Francesca Mazzolari, Chiara Puccioni; n.4 Francesca Mazzolari, Stefano Olivari; n.5 Sofia Felici, Chiara Puccioni; n.6 Sofia Felici, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo; n.7 Lorena Scaperrotta; n.8 Cristina Pensa, Matteo Pignatti; n.9 Andrea Zazzarelli (Fathom Consulting).

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

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

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 5 ottobre 2022.

Per commenti scrivere a: csc@confindustria.it

Edito da:



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

Indice:

| | | |
|--|------|----|
| Sintesi e principali conclusioni | pag. | 5 |
| <hr/> | | |
| Le previsioni per l'economia italiana | » | 11 |
| <hr/> | | |
| 1. Premessa: il quadro di riferimento | » | 13 |
| 2. Il PIL | » | 17 |
| 3. Le componenti del PIL | » | 19 |
| 4. L'occupazione | » | 28 |
| 5. Le retribuzioni e i prezzi | » | 33 |
| 6. La finanza pubblica | » | 37 |
| 7. Il credito per le imprese | » | 40 |
| 8. Lo scenario internazionale | » | 42 |
| | | |
| FOCUS: | | |
| <hr/> | | |
| 1 - Un confronto con le crisi petrolifere | » | 63 |
| 2 - L'impatto sull'economia italiana di un blocco al gas russo e di un <i>price cap</i> | » | 67 |
| 3 - Luci e ombre sulla ripresa del turismo in Italia | » | 70 |
| 4 - PNRR: riuscirà ad essere attuato nei tempi previsti? | » | 73 |
| 5 - I prezzi record dell'energia fanno salire i costi delle imprese italiane alle stelle | » | 78 |
| 6 - Indicatori qualitativi e dati effettivi: nel 2022 un legame meno stretto (come nel 2013) | » | 81 |
| 7 - Robusta la risposta del Governo italiano contro il "caro energia" | » | 88 |
| 8 - Cambi mondiali in ordine sparso, tra rialzi dei tassi e shock energetico | » | 95 |
| 9 - Manovre espansive con impatti negativi: il caso recente del Regno Unito | » | 98 |

SINTESI E
PRINCIPALI
CONCLUSIONI

Lo shock energetico abbatte le prospettive di crescita Il prezzo del gas in Europa è ai massimi storici: la quotazione si è impennata in estate, arrivando a 236 euro per mwh in media in agosto (picco storico giornaliero a 330), da 171 a luglio e poco meno di 100 in media nei primi sei mesi. A fine 2019, il prezzo del gas era di appena 13 euro. L'offerta russa di gas ai paesi dell'Europa occidentale è stata più volte ridotta di recente, in misura parziale ma marcata. Perciò, i mercati ora scontano nei prezzi correnti una potenziale scarsità di volumi. Lo scenario CSC ipotizza prezzi fermi agli alti livelli medi registrati nella prima metà di settembre (204 euro/mwh) per gli ultimi mesi del 2022 e poi fino a fine 2023 (Tabella A).

Tabella A
Le esogene internazionali
della previsione
(Variazioni %)

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------------|------|------|------|
| Commercio mondiale | 10,3 | 4,0 | 2,3 |
| PIL - Stati Uniti | 5,6 | 1,5 | 1,1 |
| PIL - Area euro | 5,2 | 3,0 | 0,3 |
| PIL - Paesi emergenti | 6,4 | 3,6 | 3,8 |
| Prezzo del petrolio ¹ | 71 | 102 | 91 |
| Prezzo del gas (Europa) | 47 | 150 | 204 |
| Cambio dollaro/euro ² | 1,18 | 1,05 | 1,00 |
| Tasso FED effettivo ³ | 0,08 | 1,92 | 4,50 |
| Tasso BCE ³ | 0,00 | 0,59 | 2,50 |

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

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

Il prezzo del petrolio Brent aveva raggiunto un massimo a giugno, a 123 dollari al barile, superando ampiamente i valori di fine 2021 e il livello target dell'OPEC (60-70 dollari). Da luglio, però, ha virato al ribasso, lungo un percorso di lenta e parziale moderazione, scendendo a 91 dollari a settembre. Le aspettative rialziste determinate dall'invasione russa dell'Ucraina spiegano i picchi registrati tra marzo e giugno, mentre più di recente sta prevalendo l'evidenza che quest'anno il mercato mondiale è ben rifornito e le scorte di greggio sono in risalita, quasi ai valori pre-crisi, nonostante il proseguire del conflitto che coinvolge uno dei principali produttori mondiali, la Russia.

I maggiori prezzi del gas stanno peggiorando le attese di crescita, soprattutto dell'Eurozona, e quindi le prospettive della domanda mondiale. Ciò sta favorendo di recente una flessione dei prezzi delle commodity non energetiche, specie tra i metalli e i prodotti agricoli. Allo scoppio della guerra, invece, il timore che parte dell'offerta divenisse indisponibile (ad esempio, il grano dall'Ucraina), aveva spinto ai massimi i prezzi di varie commodity. Le quotazioni, comunque, restano molto più elevate di quelle pre-pandemia.

Lo scenario internazionale è segnato dal balzo dei prezzi energetici, con diversa intensità nelle varie aree. Quasi ovunque nel mondo l'inflazione è in aumento e riduce il potere d'acquisto delle famiglie, frenando i consumi. Il diffuso rialzo dei tassi di interesse, per combattere l'inflazione, rallenta gli investimenti. Tale effetto negativo sulla domanda, rallenta l'attività produttiva. In tale scenario la dinamica del commercio mondiale di beni ha sorpreso al rialzo nei primi 7 mesi del 2022, ma nella restante parte dell'anno è attesa piatta.

Gli USA sono meno penalizzati dallo shock energetico rispetto all'Europa, ma l'economia ha sofferto già nella prima metà del 2022 per l'elevata inflazione e il brusco rialzo dei tassi di interesse: la FED li ha portati al 3,25%, da zero a inizio anno, per frenare l'inflazione che negli USA è diffusa ben oltre i prezzi energe-

tici. Nella media del 2022 e dell'anno successivo l'economia USA è attesa in forte frenata (+1,1% nel 2023), con una netta revisione al ribasso delle stime, ma ancora in crescita.

Nell'Eurozona la guerra e le sue conseguenze economiche hanno abbassato sensibilmente le prospettive di crescita, nonostante l'andamento sia rimasto positivo nella prima parte del 2022, portando il PIL nell'Area al di sopra del livello pre-Covid. I dati congiunturali per il 3° trimestre mostrano segnali di graduale indebolimento, che si materializzeranno in una flessione del PIL dal 4°: l'aumento del costo dell'energia, l'inflazione record e il rialzo dei tassi eserciteranno un impatto negativo sui consumi e sull'attività produttiva, che indebolisce la dinamica economica portandola al +0,3% nel 2023.

L'inflazione nell'Eurozona è salita in misura simile agli USA, ma con alcuni mesi di ritardo e una *core inflation* che si è mantenuta più moderata, sebbene oltre l'obiettivo BCE: un'inflazione per lo più da caro-energia. Coerentemente, la BCE aveva atteso prima di una risposta. A luglio e settembre, ha alzato i tassi fino a 1,25%, dopo aver fermato prima del previsto gli acquisti di titoli. Ciò segna una netta inversione di rotta rispetto alla *policy* iper-espansiva mantenuta per 6 anni.

Tra le economie emergenti, la dinamica è molto eterogenea: prospettive di crescita positive per i paesi esportatori di materie prime energetiche, di alcuni beni agro-alimentari e di altre commodity che hanno subito spinte al rialzo dei prezzi. La Cina non ha ancora risentito marcatamente della guerra in Ucraina, mantenendo dei fondamentali dell'economia solidi, pur rallentando sia per i razionamenti di energia legati all'ondata di caldo estiva, che per le politiche di contenimento del Covid. I paesi più a rischio sono gli emergenti europei, più esposti agli effetti dell'invasione russa dell'Ucraina. I paesi dell'America Latina scontano politiche monetarie molto restrittive per limitare l'impennata dei prezzi e il rischio di improvvise fughe di capitali, a seguito della risalita dei tassi USA, che ha fatto da traino a una serie record di rialzi dei tassi a livello mondiale (150 da inizio anno). I due casi più delicati sono segnalati dai movimenti delle valute: il cambio dollaro/peso argentino è in caduta libera da mesi, la lira turca ha subito un crollo a seguito della guerra in Ucraina.

Il cambio dell'euro sul dollaro è sceso sotto la parità a settembre con un -11,6% da inizio 2022. La svalutazione si è accentuata con l'avvio da inizio anno del rialzo dei tassi USA, ma giocano un ruolo centrale anche gli effetti più forti in Europa della guerra in Ucraina. Il rialzo dei tassi BCE, che segue quello USA, potrebbe favorire una stabilizzazione del cambio ma per ora sta avendo un effetto opposto, legato al peggioramento delle prospettive che il rialzo dei tassi comporta. L'euro più debole favorisce l'export dei paesi dell'Area, anche se forse meno di quanto faceva in passato e accentua i rialzi delle commodity importate, per lo più quotate in dollari (tranne il gas naturale prezzato in Europa).

Inflazione e stagnazione Il PIL italiano, che ha registrato una dinamica positiva nella prima metà del 2022, subisce un aggiustamento al ribasso tra la fine dell'anno e l'inizio del 2023 e poi recupera piano. La crescita nel 2022 (+3,4%) è già tutta acquisita ed è molto superiore a quella che si prevedeva sei mesi fa. Per il 2023, invece, c'è una forte revisione al ribasso rispetto allo scenario di aprile (-1,6 punti), che porta alla stagnazione in media d'anno (Tabella B).

La dinamica dei prezzi al consumo in Italia è salita rapidamente nel 2022, arrivando al +8,9% annuo a settembre, su valori che non si registravano dagli anni Ottanta. L'impennata dei prezzi energetici al consumo (+44,5% annuo) è responsabile di circa metà di tale aumento. Nella media del 2022 l'inflazione si attesterà al +7,5%, per poi ridursi parzialmente il prossimo anno (per l'effetto meccanico di un prezzo del gas ipotizzato fermo nell'orizzonte previsivo), ma su valori ancora doppi rispetto all'obiettivo della Banca Centrale.

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

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------------------|------|------|------|
| € Prodotto interno lordo | 6,7 | 3,4 | 0,0 |
| 👤 Consumi delle famiglie residenti | 5,2 | 3,1 | -0,1 |
| 🏠 Investimenti fissi lordi | 16,5 | 10,2 | 2,4 |
| 🌐 Esportazioni di beni e servizi | 13,4 | 10,3 | 1,8 |
| 👥 Occupazione totale (ULA) | 7,6 | 4,3 | -0,1 |
| 🍷 Prezzi al consumo | 1,9 | 7,5 | 4,5 |
| 📄 Indebitamento della PA ¹ | 7,2 | 5,1 | 3,5 |

¹ valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

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

I costi energetici delle imprese italiane sono stimati aumentare di 110 miliardi di euro nella media del 2022, per il totale economia, rispetto ai valori pre-pandemia. L'incidenza dei costi energetici sul totale sale da 4,6% a 9,8%, livelli insostenibili, ai quali corrisponde, nonostante un rialzo dei prezzi di vendita eterogeneo per settori, una profonda riduzione dei margini delle imprese. In caso di blocco totale del gas russo, si avrebbe una carenza di offerta di gas in Italia pari a circa il 7% della domanda, con impatti rilevanti su attività e valore aggiunto specie nel settore industriale; queste conseguenze potrebbero essere limitate se fossero efficaci le misure predisposte per il contenimento dei consumi. Se il prezzo del gas schizzasse in modo duraturo ai valori del picco toccato in agosto (330 euro/mwh, per es. nel caso di blocco dell'import dalla Russia) l'impatto addizionale sul PIL sarebbe di -1,5% nel 2022-23; viceversa, se si riuscisse a imporre un tetto di 100 euro al prezzo del gas, il PIL guadagnerebbe l'1,6% nel biennio.

Consumi in calo, investimenti in frenata Nel 2° trimestre del 2022 le famiglie italiane sono tornate a spendere (+2,6%), grazie al superamento delle misure anti-Covid e quindi all'aumento della mobilità e alla ripartenza negli acquisti fuori casa. Ne ha giovato il settore turistico e il suo ampio indotto. Ha svolto un ruolo positivo l'extra risparmio accumulato negli ultimi due anni. D'altra parte, le famiglie restano molto prudenti nelle decisioni di spesa e l'extra risparmio non sarà sufficiente a finanziare le spese anche negli ultimi mesi del 2022 e nel 2023, in parte perché non può essere tutto immediatamente speso, in parte perché è eroso dall'inflazione, in parte perché concentrato tra le famiglie più abbienti. Perciò, a causa di prezzi alti e riduzione del potere d'acquisto delle famiglie, nella seconda metà del 2022 è atteso un significativo indebolimento dei consumi, che poi sono previsti rimanere sostanzialmente piatti nel 2023 (-0,1%). Alla fine dell'orizzonte previsivo, i consumi saranno del -3,0% sotto i livelli del 2019.

Gli investimenti delle imprese sono attesi perdere slancio, dopo che nella prima metà dell'anno sono stati ancora in espansione, a un ritmo decrescente ma ampiamente sopra il livello pre-Covid. A fornire il contributo maggiore finora sono state le costruzioni, anche grazie al significativo impulso proveniente dagli incentivi fiscali. Gli elevati prezzi dell'energia, e quindi i margini ristretti, l'incertezza, le tensioni sul commercio mondiale, sono i principali fattori frenanti. Negativi per gli investimenti sono anche i rialzi dei tassi, che avranno un impatto sul costo del credito. L'aumento dei tassi pagati dalle imprese sembra già essere iniziato: 2,01% a luglio per le PMI (da 1,74% a gennaio), 1,01% per le grandi (da 0,76%). Se il costo del credito continuasse a salire in misura marcata, si aggraverebbe, inoltre, la situazione finanziaria delle aziende, già indebolita nel 2020. Le ingenti risorse europee del PNRR esercitano una significativa

spinta agli investimenti in Italia. Sul rispetto delle tempistiche di attuazione del PNRR, però, incidono quasi gli stessi fattori (prezzi alti e scarsità di materiali) che limiteranno gli investimenti nel 2022 e 2023.

Nella prima parte dell'anno in corso la performance dell'export è stata molto positiva e superiore alle attese, nonostante le strozzature, gli aumenti dei prezzi lungo le filiere internazionali, le sanzioni incrociate con la Russia, l'incertezza nello scenario. Ma la brusca frenata della domanda internazionale nell'ultima parte del 2022 e nel prossimo anno, soprattutto nei principali mercati di sbocco delle merci italiane (Europa e Stati Uniti), ridurrà fortemente il potenziale di crescita delle nostre esportazioni. Nello scenario CSC, perciò, le esportazioni di beni e servizi, dopo una espansione in doppia cifra nel 2022 (+10,3%), rallenteranno bruscamente nel 2023 (+1,8%).

Nella prima metà del 2022 l'occupazione in termini di ULA è cresciuta a un ritmo superiore al PIL, spinta da una risalita sia delle ore per occupato, sia del numero di occupati. La dinamica dell'input di lavoro è attesa, però, diventare negativa tra l'autunno e l'inverno, sulla scia del PIL, anche se meno intensamente e con un po' di ritardo. Nella seconda parte del 2023, invece, è prevista una ripresa nel mercato del lavoro, scontando la lenta risalita dell'economia, con l'input di lavoro che tornerà a crescere. Nella media del 2023, quindi, le ULA rimarranno quasi ferme (-0,1%).

Il deficit pubblico in Italia è migliore delle attese (3,5% nel 2023), nonostante l'aumento della spesa per interessi dovuto al rialzo dei tassi e pur incorporando gli effetti sui conti delle ingenti misure adottate dal Governo per sostenere famiglie e imprese contro il caro-energia: 54,4 miliardi nel 2022, che hanno senz'altro attutito l'impatto dello shock energetico sull'economia. Un elemento particolarmente positivo dei conti pubblici, emerso quest'anno, è il forte aumento delle entrate fiscali, sulla scia della risalita dell'economia, ma anche della maggiore inflazione: queste risorse hanno consentito di finanziare gli interventi senza generare più deficit di bilancio. Il gettito fiscale nel 2022 potrebbe essere superiore rispetto a quanto programmato dal Governo nel DEF di aprile di ulteriori 10 miliardi (0,5 punti di PIL), ma il deterioramento dello scenario economico potrebbe ridurre tali entrate. Il debito pubblico è stimato al 145,5% del PIL nel 2022, in riduzione di oltre 4,7 punti, ma nel 2023 è previsto calare di neanche 0,7 punti (al 144,9%), a causa del minor contributo della crescita reale alla sua discesa.

LE PREVISIONI
PER L'ECONOMIA
ITALIANA

FATTORI POSITIVI



CRESCITA COSTRUZIONI



RECUPERO TURISMO



RESILIENZA INDUSTRIA



BUONA DINAMICA CONSUMI



ATTENUAZIONE IMPATTI ECONOMICI PANDEMIA



INTERVENTI POLITICA BILANCIO GOVERNO



PERFORMANCE EXPORT ITALIANO



CALO PREZZI ALCUNE MATERIE PRIME

1. Premessa: il quadro di riferimento

Nella prima metà di quest'anno, nonostante le criticità emerse a partire dal 2021 che sono state esacerbate dall'invasione russa dell'Ucraina (difficoltà di approvvigionamento, rincari nei prezzi delle materie prime, aumento dei prezzi dell'energia), la performance dell'economia italiana è stata abbastanza buona e, in Europa, seconda solo alla Spagna (che però non ha ancora recuperato i livelli di attività del pre-pandemia, come è riuscito invece all'Italia).

Forze diverse hanno agito in direzione opposta e la performance finale è la risultante di queste forze.

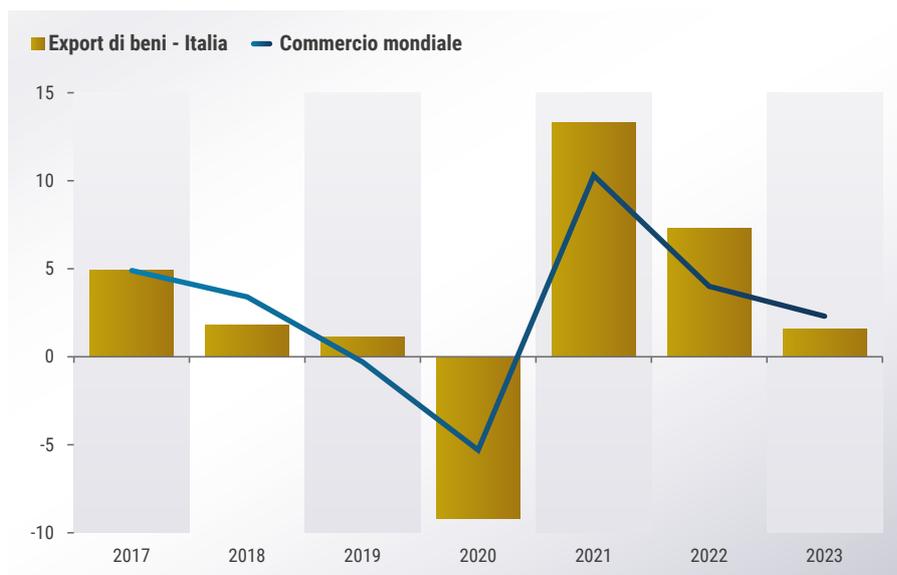
Nella prima metà dell'anno hanno prevalso le forze positive, ma nella seconda parte del 2022 e nell'inizio del prossimo anno prevarranno quelle negative.

Fattori positivi Tra le forze positive:

- il proseguimento della forte crescita delle costruzioni (ora in rallentamento), che ha spinto gli investimenti (+5,3% quelli in costruzioni nei primi due trimestri del 2022) e ha sostenuto diversi settori industriali dal lato della domanda;
- il recupero (anche se ancora incompleto e con qualche segnale di frenata) del turismo, che ha un impatto complessivo sul PIL molto ampio (quasi l'11% nel 2019), anche perché attiva molti altri comparti collegati ad esso da rapporti di filiera (alimentare e trasporti *in primis*);
- la resilienza dell'industria (per la posizione nelle catene globali del valore e anche per gli sforzi compiuti nei 10 anni pre-pandemia in tema di patrimonializzazione) e la sua diversificazione che non la rende dipendente da un unico settore (come sta accadendo alla Germania con l'*automotive*);
- la buona dinamica dei consumi delle famiglie (la variazione acquisita per il 2022, al 2° trimestre, è pari a +3,3%), nonostante un'inflazione ai massimi, sostenuta dall'extra-risparmio accumulato a partire dai primi mesi del 2020;
- la progressiva attenuazione degli impatti economici della pandemia che, sebbene rimanga attiva in tutto il mondo (in estate i contagi sono risaliti molto in Italia), grazie alla vaccinazione di massa e alla minore virulenza, ha consentito l'allentamento delle restrizioni verso la fine del 1° trimestre;
- i cospicui interventi della politica di bilancio adottati dal Governo italiano per difendere famiglie e imprese dai rincari dei prezzi energetici che (da settembre dello scorso anno a oggi) ammontano a 60 miliardi, tra i più corposi in Europa, erogati senza generare extra-deficit anche se, proprio per questo, con effetti di brevissimo periodo;
- una performance sorprendentemente positiva dell'export italiano di beni nella prima parte del 2022 (nei primi sette mesi +7,9%, a prezzi costanti, rispetto alla media del 2021, una dinamica nettamente superiore rispetto a quella tedesca, -0,2%), nonostante le strozzature e gli aumenti dei prezzi lungo le filiere internazionali, le sanzioni incrociate con la Russia e in generale la profonda incertezza nello scenario. Tuttavia, la brusca frenata dell'attività produttiva a livello internazionale dall'ultima parte del 2022, specie in Europa e USA, ridurrà fortemente il potenziale di crescita delle esportazioni (Grafico A);
- i prezzi del petrolio e di altre materie prime non energetiche (grano, rame) in parziale flessione, sebbene restino ancora molto alti (91 dollari al barile il Brent a settembre, da 123 a giugno).

Grafico A Cresce molto il commercio estero, ma è atteso in frenata

(Tassi di crescita)



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

FATTORI NEGATIVI



GAS FUORI CONTROLLO



ALTA INFLAZIONE



ALTI COSTI IMPRESE



RIALZO TASSI BCE



AUMENTO SPREAD BTP BUND



COSTO DEL CREDITO

Fattori negativi Il principale fattore critico è il rincaro del gas naturale in Europa, che ad agosto ha raggiunto picchi mai toccati prima (236 euro/mwh in media, picco giornaliero a 330) e il cui prezzo sembra destinato a rimanere elevato a lungo (Grafico B).

L'aumento del prezzo del gas sta avendo diversi effetti, tutti negativi:

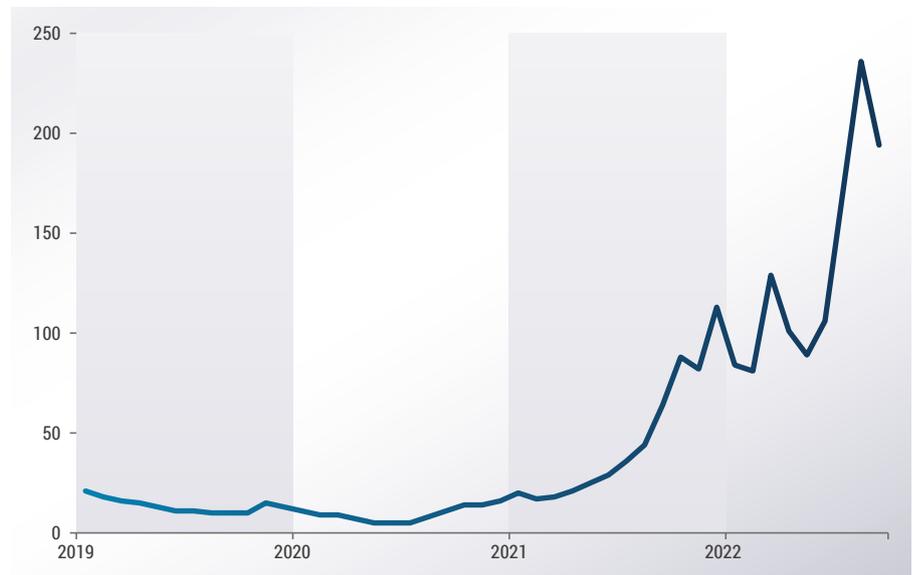
1. sta facendo schizzare in alto l'inflazione: +8,9% annuo in Italia a settembre. L'impennata dei prezzi energetici al consumo è responsabile di gran parte di tale inflazione (+44,5% annuo, +4,2% il contributo). Poiché i salari nominali non sono cresciuti, quelli in termini reali stanno diminuendo e così spingono verso una contrazione della domanda. Finora l'extra-risparmio accumulato dalle famiglie (circa 126 miliardi di euro in più di risorse messe da parte tra il 2020 e la metà del 2022) ha avuto un importante ruolo stabilizzatore, ma quanto potrà durare ancora? Di sicuro non verrà speso tutto; l'inflazione ne sta erodendo una parte via via sempre più consistente; peraltro, dell'extra-risparmio stanno beneficiando solo le famiglie con redditi più alti (che rappresentano la quota di consumi maggiori), le altre si sono prima spostate su beni di consumo meno costosi e poi hanno cominciato a ridurre i consumi;
2. ha fatto crescere i costi delle imprese a livelli insostenibili (+110 miliardi la bolletta energetica per l'intera economia nel 2022, rispetto al pre-crisi, secondo stime CSC), che ormai da diversi mesi hanno ridotto i margini e quindi le risorse per investimenti. Quelle più esposte alla concorrenza internazionale non potranno che rallentare la produzione, poiché non sarà più conveniente produrre. Da notare che i rincari dell'energia colpiscono le imprese italiane più di quelle di altri paesi europei e molto più le imprese europee di quelle fuori dall'Europa. Quindi si rischia di perdere quote di mercato. La chiusura totale delle importazioni di gas dalla Russia potrebbe aggravare ulteriormente il quadro: infatti avrebbe l'effetto non solo di razionare l'offerta di gas (4,7 mmc di carenza stimati dal CSC per l'Italia nel periodo invernale, circa il 7% dei consumi, senza contare le misure per il contenimento della domanda), ma anche di farne salire ulteriormente il prezzo.
3. L'aumento dell'inflazione ha spinto la Banca Centrale Europea (BCE) a rialzare i tassi di *policy* (ora a 1,25% e i mercati scontano altri rialzi fino all'inizio del 2023, a 2,50%). È ragionevole che la BCE sia uscita da tassi negativi, ma la direzione della politica monetaria contribuirà negativamente alla crescita economica via un maggior costo del credito (già 2,01% a luglio il

tasso pagato dalle PMI da 1,74% a gennaio, 1,01% per le grandi da 0,76%). Le decisioni di politica monetaria in questa fase dovrebbero essere ispirate a grande prudenza visto che le tendenze recessive in atto nell'Eurozona, che ormai i mercati danno per acquisite ma che ancora non si sono dispiegate, potrebbero già da sole raffreddare la domanda e quindi avere l'effetto di frenare le aspettative di inflazione. I rialzi dei tassi in una fase recessiva potrebbero, quindi, accentuarla (il tasso "neutrale" nell'Eurozona è stimato intorno al 2,00%, quindi la *policy* diverrà presto restrittiva), senza riuscire a riportare sotto controllo l'inflazione visto che questa è spinta prevalentemente dall'aumento del prezzo del gas, che è determinato da una guerra economica tra Europa e Russia. In questo senso, il rialzo dei tassi finalizzato a frenare un ulteriore indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro (che accrescerebbe i prezzi in euro delle commodity quotate in dollari contribuendo a rafforzare le spinte inflattive), peggiorando le prospettive di crescita, potrebbe produrre un effetto contrario. Secondo stime del CSC, la forte svalutazione, dato che sostiene l'export e sebbene alzi i prezzi all'import, potrebbe avere un modesto impatto netto positivo sul PIL.

4. L'aumento dei tassi si è associato a un aumento dello spread tra i titoli di Stato italiani e il BUND tedesco, che per il momento appare muoversi entro margini ragionevoli (+235 punti base a settembre). Ma sarà cruciale mantenerlo intorno a questi valori e ciò imporrà al prossimo Governo una politica di bilancio prudente (la recente crisi del Regno Unito, innescata da impegni eccessivi di spesa pubblica, è un caso di scuola esemplare) e un'implementazione efficiente del PNRR. In caso contrario, l'Italia non potrebbe beneficiare dello scudo predisposto dalla BCE (che limiterebbe la risalita dei tassi sui BTP) e rischierebbe di veder salire enormemente la spesa per interessi sul debito (già aumentata) e i tassi sul credito (che ridurrebbero ulteriormente la competitività del nostro sistema Paese).

Grafico B Quotazione del gas in Europa fuori controllo

(TTF, euro per MWh)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Stagnazione in arrivo Nella seconda metà di quest'anno si assisterà quindi a un progressivo indebolimento della crescita che culminerà, tra fine 2022 e inizio 2023, in un aggiustamento al ribasso dei livelli di attività seguito da un lento recupero. L'aggiustamento avviene sia dal lato della produzione, sia da quello dei consumi delle famiglie. Complessivamente, l'Italia cade in stagnazione, alla quale si associa un'inflazione record.

Le ipotesi dello scenario Le ipotesi alla base dello scenario previsivo del CSC sono:

1. Invasione dell'Ucraina. La Russia non si ritira dai territori ucraini occupati e la tensione con l'Occidente rimane elevata; l'ipotesi tecnica è che le conseguenze economiche del conflitto rimarranno in campo per tutto l'orizzonte previsivo senza scendere né salire di intensità.
2. Sanzioni. Rimangono inalterate sia da parte dei paesi occidentali che viceversa, ma non se ne aggiungono di nuove.
3. Prezzo del gas. Il prezzo in Europa resta ai livelli altissimi attuali (204 euro/mwh) per un periodo lungo, sotto i massimi di agosto, ma pari a un multiplo di quello registrato negli anni scorsi.
4. Carezza di gas. Lo scenario esclude la carezza e il razionamento di gas in Italia.
5. Covid. L'aumento dei contagi non è fronteggiato con nuove restrizioni e ha un impatto nullo sull'economia.



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

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| € Prodotto interno lordo | -9,0 | 6,7 | 3,4 | 0,0 |
| 👤 Consumi delle famiglie residenti | -10,4 | 5,2 | 3,1 | -0,1 |
| 🏠 Investimenti fissi lordi | -8,0 | 16,5 | 10,2 | 2,4 |
| 🚚 Esportazioni di beni e servizi | -13,5 | 13,4 | 10,3 | 1,8 |
| 🚚 Importazioni di beni e servizi | -12,1 | 14,7 | 14,4 | 1,5 |
| 👤 Occupazione totale (ULA) | -11,1 | 7,6 | 4,3 | -0,1 |
| 👤 Tasso di disoccupazione ¹ | 9,3 | 9,5 | 8,1 | 8,7 |
| 📈 Prezzi al consumo | -0,2 | 1,9 | 7,5 | 4,5 |
| ✉ Indebitamento della PA ² | 9,5 | 7,2 | 5,1 | 3,5 |
| 👤 Debito della PA ² | 155,3 | 150,8 | 145,5 | 144,9 |

¹ Valori %; ² valori in % del PIL.

ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

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

L'ampia revisione al rialzo nel 2022 è spiegata dal buon andamento dell'economia italiana fino a metà anno, soprattutto il 2° trimestre, quando il prodotto è aumentato molto al di sopra delle attese (+1,1%). La crescita acquisita del PIL italiano per il 2022, ovvero quella che si avrebbe se i prossimi trimestri dell'anno registrassero una dinamica nulla, è al +3,6%. Alla fine del 1° trimestre era del +2,8%, mentre il trascinarsi statistico da fine 2021 era del +2,6% (Grafico 1). Nell'Eurozona la variazione acquisita per il 2022 è inferiore di 0,4 punti percentuali (+3,2%), quella francese di 1,1 (+2,5%) e quella tedesca di 1,9 punti (+1,7%).

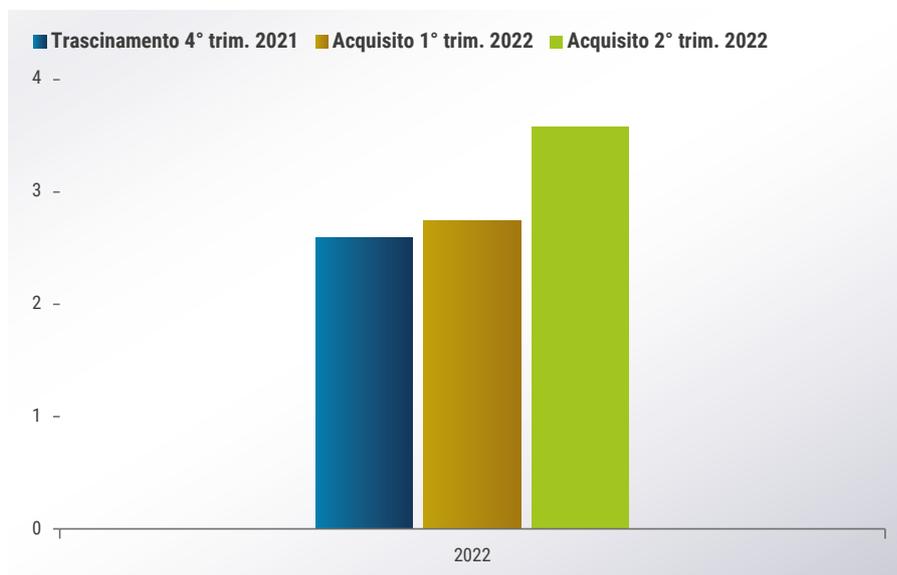
Sebbene l'economia italiana abbia subito l'impatto della pandemia più della media dell'Eurozona (a fine 2020, il gap rispetto al livello del 4° trimestre 2019 era molto più ampio di Francia e Germania: -6,1% a fronte rispettivamente di -4,2% e -2,1%), il rimbalzo nel 2021 e poi nella prima metà del 2022 ha consentito al nostro Paese di superare, rispetto ai livelli pre-pandemia, le altre principali economie europee (vedi par. 8).

Ma quanto ancora sarà resiliente? Gli effetti economici dell'invasione russa dell'Ucraina, acuiti recentemente dalla riduzione dell'offerta russa di gas all'Europa, hanno esacerbato le tensioni già emerse tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022 sui prezzi dell'energia portandoli, quest'estate, a livelli mai visti in precedenza. Ciò sta esercitando una forte pressione al ribasso sulla dinamica dell'economia mondiale, e in particolare europea, e sulle prospettive dell'economia italiana. L'impatto sul PIL, pur ritardato di vari trimestri, si inizierà a materializzare prima della fine del 2022 (si veda il Focus 1).

Secondo lo scenario CSC, il 3° trimestre registrerà un rallentamento, anche fisiologico dopo il sorprendente 2°, mentre il prodotto scenderà tra il 4° trimestre

Grafico 1 Italia: come sta cambiando l'acquisito per il 2022

(Variazioni % annue)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Dal 2° trimestre del 2023, la dinamica del PIL tornerebbe positiva, anche se in misura molto contenuta (+0,2% in media a trimestre), con un profilo coerente con una variazione complessivamente nulla nell'anno. Si tratterebbe di un mero recupero dei livelli di attività perduti nei sei mesi precedenti: l'economia italiana sarebbe sostanzialmente in stagnazione.

I rischi della previsione Lo scenario previsivo CSC per gli anni 2022 e 2023 è caratterizzato da forti elementi di incertezza:

1. L'ipotesi principale riguarda le forniture di gas dalla Russia. Se le tensioni tra Unione europea e Russia dovessero inasprirsi in misura tale da determinare ulteriori balzi del prezzo e/o il blocco nella fornitura di gas (si veda il Focus 2), gli effetti negativi sull'attività produttiva sarebbero più pronunciati, ciò implicherebbe una recessione più marcata.
2. Un'altra assunzione dello scenario è il proseguimento della normalizzazione delle abitudini di vita sociale ed economica post-Covid. L'aumento dei contagi che richiedono ospedalizzazione e l'introduzione di nuove restrizioni influiscono negativamente e in tempi molto rapidi sui consumi e, quindi, sull'attività produttiva. L'eventualità che insorgano nuove varianti potenzialmente più contagiose o per le quali i vaccini attualmente disponibili non siano pienamente efficaci e/o vengano introdotte nuove misure di contenimento è stata esclusa dallo scenario. Ma permane una probabilità (sempre più marginale) che si profili un nuovo peggioramento della pandemia, soprattutto nei periodi invernali di ciascun anno.
3. La dinamica dei prezzi al consumo italiani ha subito una rapida accelerazione. Se si registrassero ulteriori rincari energetici, carenze di offerta o maggiori pressioni domestiche sui prezzi, la spinta inflazionistica potrebbe assumere una dinamica più accelerata e un profilo più persistente di quanto immaginato e ciò potrebbe comportare una contrazione maggiore e più duratura dell'attività economica.

- Lo scenario ipotizza che la risalita dei tassi segua le attese dei mercati. Se il rialzo dei tassi nell'Eurozona si rivelasse troppo anticipato o non correttamente calibrato, potrebbero manifestarsi effetti più negativi sia sulla domanda interna sia sul costo del debito pubblico, con riflessi sulla crescita economica.
- La piena efficacia del PNRR è condizionata ad un'efficiente allocazione delle risorse, al rispetto dei tempi previsti, all'attuazione delle riforme in programma. Il venir meno di uno di questi elementi ridurrebbe il contributo positivo alla crescita nell'orizzonte di previsione ma anche negli anni seguenti.

3. Le componenti del PIL

CONSUMI



2022
+3,1%

2023
-0,1%

Consumi fiacchi, minacciati dall'inflazione La spesa delle famiglie italiane è prevista in crescita quest'anno del 3,1% (ma sotto l'acquisito al 2° trimestre, che è di +3,3%), dopo il rimbalzo di +5,2% nel 2021, per poi rimanere sostanzialmente piatta (-0,1%) nel 2023. La dinamica complessivamente prevista per il biennio di previsione 2022-23 farà allargare la distanza dal pre-Covid: il 2023 si chiuderà con i consumi del 3,0% sotto ai livelli del 2019.

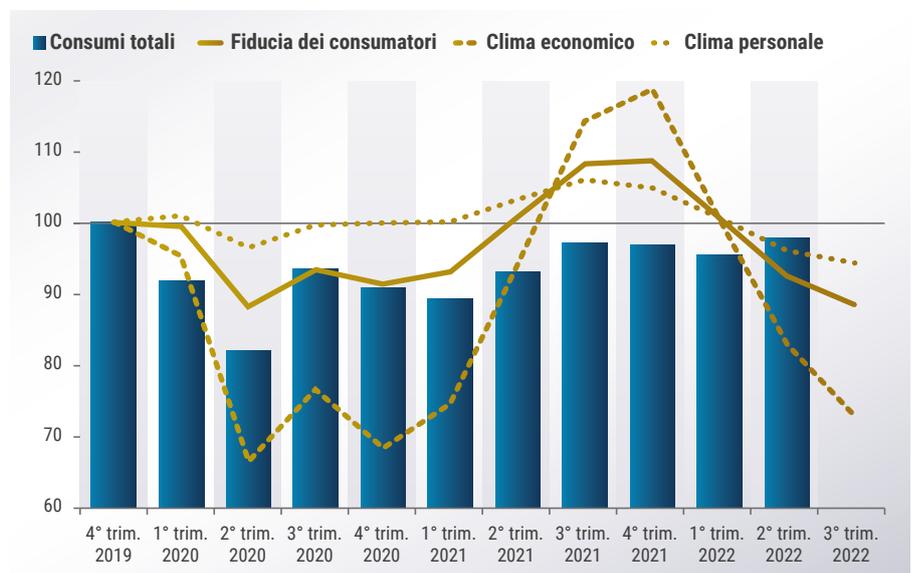
Dopo un 1° trimestre negativo (-1,5%), nel 2° trimestre dell'anno in corso le famiglie sono tornate a spendere (+2,6%), grazie al completo superamento delle misure di restrizione adottate per fronteggiare la pandemia. E, in parte, grazie all'ingente extra-risparmio derivante dalle risorse accumulate tra il 2020 e il 2022, stimato in circa 126 miliardi di euro.

In particolare, nel 2° trimestre, ha contribuito positivamente la crescita della spesa per servizi, registrando un aumento significativo (+5,4%), a cui si è aggiunta la spesa per beni durevoli (+2,9%), ormai sopra i livelli pre-pandemici (+4,8%), e per quelli semidurevoli (+3,6%), che superano il gap dal pre-Covid del 5,9%.

L'acquisto dei beni non durevoli, che copre circa il 30% dei consumi totali, si è invece contratto dello 0,7% nel 1° trimestre e dell'1,6% nel 2°. La diminuzione registrata è dovuta al fatto che questi consumi risentono maggiormente dei rincari energetici, responsabili della ripida salita dell'inflazione, rispetto alle altre categorie. Per questo i consumi attualmente sono ancora al di sotto dei livelli pre-Covid del 2,2% (Grafico 2).

Grafico 2 La fiducia dei consumatori in calo dalla fine del 2021

(Famiglie, indice 4° trim. 2019 = 100,
dati trimestrali destag.)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

In prospettiva, nella seconda metà del 2022 è atteso un significativo indebolimento. Da un lato, il trimestre estivo si è giovato della ripresa turistica, legata all'aumento della mobilità, seppur meno forte che nel 2° (se comparata agli stessi mesi del 2019, si veda il Focus 3) e dell'attenuazione della cautela negli acquisti fuori casa. Dall'altro, le famiglie restano comunque molto prudenti nelle decisioni di spesa.

La spesa in servizi rimane ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici (-4,4%) e, sebbene il recupero sia proseguito nel corso del 3° trimestre, sulla base degli indicatori congiunturali disponibili si segnala una dinamicità contenuta per alcuni comparti, come ad esempio i consumi elettrici, i movimenti e il numero di passeggeri negli aeroporti, l'utilizzo di carburanti per trasporti. È presumibile, dunque, che la componente dei servizi si mantenga ancora distante dal pre-Covid e difficilmente migliorerà nei mesi invernali, data anche la maggiore propensione delle famiglie a comprimere le spese libere in contesti di elevata inflazione. L'indicatore elaborato da Confcommercio (ICC), inoltre, segnala un ridimensionamento (-1,2% annuo ad agosto), esteso a molteplici categorie di beni e servizi.

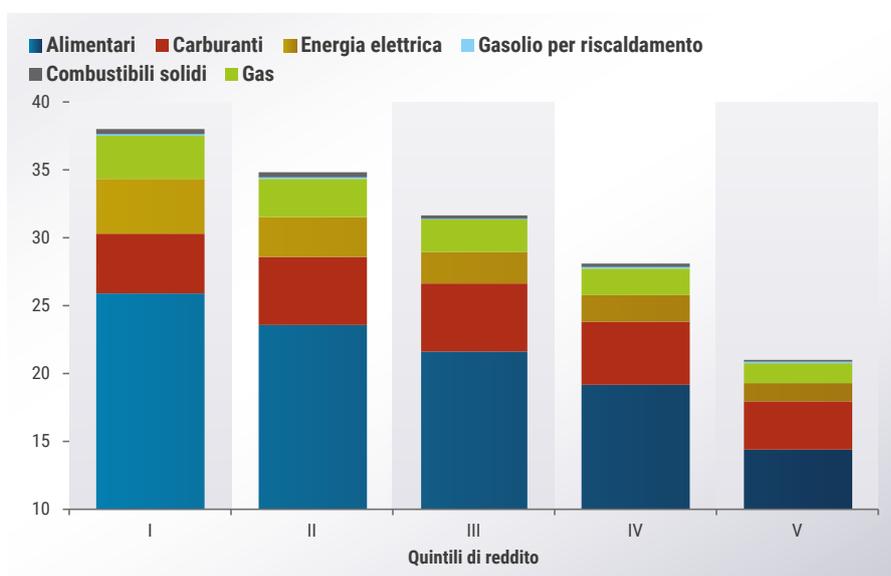
D'altronde, la risalita dell'inflazione, progressivamente accentuata sulla scia del caro-energia, si è in parte trasferita su altri prodotti nel corso dei mesi estivi e non sembra destinata ad attenuarsi nel breve periodo. Ciò riduce il potere d'acquisto delle famiglie, inducendole a rivedere le proprie spese.

Questo atteggiamento sembra confermato dal deterioramento del clima di fiducia dei consumatori (in calo da 117,9 nel 4° trimestre a 96 nel 3° 2022), che è tornato su livelli simili a quelli registrati nel corso del 2020. In particolare, il clima economico (86,4 nel 3° trimestre, poco sotto l'88,4 del 4° del 2020) e il clima personale (99,2 nel 3° trimestre, valore minimo nel periodo 2020-2022).

L'affievolirsi della fiducia sembra riflettere maggiormente le difficoltà delle famiglie a basso reddito, più esposte ai rincari dell'energia poiché destinano una quota relativamente più elevata del proprio reddito in beni energetici e alimentari (Grafico 3) e sono prive dello "scudo" offerto dalle risorse accantonate. Viceversa, le famiglie più abbienti, potendo contare su un extra-risparmio accumulato che ha favorito fino al 2° trimestre le maggiori spese, hanno contribuito a ritardare la contrazione dei consumi dovuta alla diminuzione del potere d'acquisto.

Grafico 3 I rincari colpiscono maggiormente le famiglie a basso reddito

(Italia, voci di spesa in % del consumo totale
per quintili di reddito, 2021)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Tuttavia, l'extra risparmio difficilmente sarà sufficiente a finanziare le spese anche negli ultimi mesi del 2022 e, soprattutto, nel 2023. In parte perché una quota di questo risparmio è stata allocata e non può essere immediatamente spesa. In parte perché l'extra risparmio è eroso dall'elevata inflazione (circa 13 miliardi). In parte perché è per lo più concentrato tra le famiglie ad alto reddito (con minore propensione al consumo).

Nello scenario CSC, quindi, la contrazione dei consumi negli ultimi due trimestri del 2022 fornirà un apporto complessivo ridimensionato alla crescita economica di quest'anno, per poi scendere in negativo nel 2023.

INVESTIMENTI



2022
+10,2%

2023
+2,4%

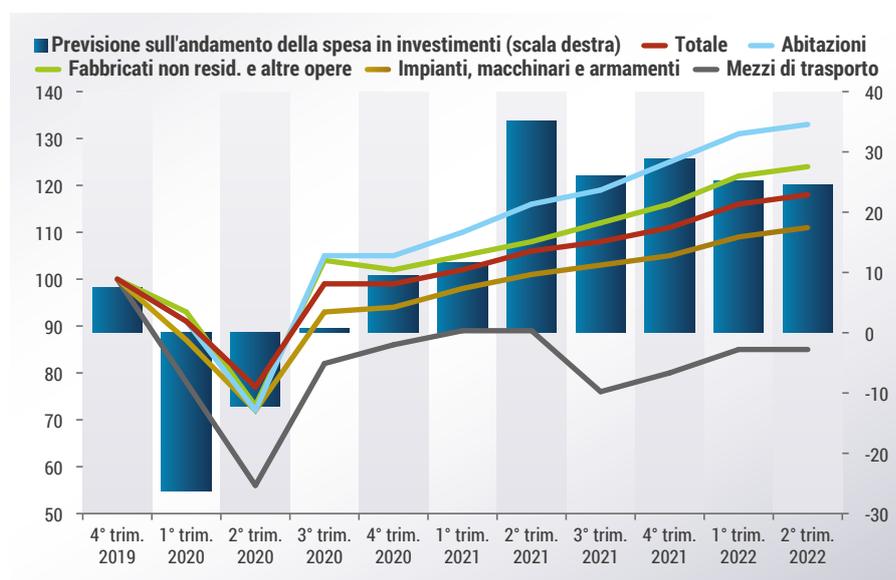
La dinamica degli investimenti perde slancio Le stime CSC prospettano una crescita del 10,2% degli investimenti fissi lordi nel 2022 (poco sopra il +9,0% acquisito annuo al 2° trimestre), dopo un aumento del 16,5% nel 2021. Il ritmo di espansione è atteso in forte rallentamento nel 2023, con un +2,4% in media d'anno. Gli investimenti, il cui livello si attesta già ora su valori ampiamente al di sopra del pre-Covid (+17,5% nel 2° trimestre), forniranno così un contributo significativo alla crescita del PIL nel 2022, per poi ridursi nel 2023.

Nonostante l'incremento dei costi energetici (che comprimono i margini e quindi le risorse per investimenti) e le persistenti difficoltà nell'approvvigionamento di input intermedi, i tassi di crescita registrati per il 1° e 2° trimestre dell'anno in corso segnalano investimenti ancora in espansione sebbene a un ritmo decrescente, rispettivamente di +3,9% e +1,1%.

A fornire il contributo più significativo a inizio anno sono state le costruzioni (+4,6% nel 1° trimestre), che hanno poi rallentato (+0,7% nel 2°). Seguite dal comparto di impianti-macchinari, in cui gli investimenti sono cresciuti di +4,4% nel 1° trimestre e +1,6% nel 2°, e dai mezzi di trasporto che, dopo il forte rimbalzo nei primi tre mesi (+6,4%), sono rimasti stagnanti (+0,5% nel 2°). Questi ultimi rimangono ancora ben distanti dai livelli pre-Covid (-15,0%; Grafico 4).

Grafico 4 Investimenti previsti in rallentamento

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



* Previsione per il semestre successivo.

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

Significativo l'impulso fornito dagli incentivi fiscali (superbonus e altre agevolazioni per la riqualificazione e l'efficiamento energetici) che hanno sostenuto la dinamica positiva degli investimenti in costruzioni, ormai superiore ai valori pre-pandemici di 26,4 punti percentuali.

Gli indicatori più recenti suggeriscono un tenue rallentamento complessivo degli investimenti nel corso del 3° trimestre. La fiducia delle imprese è tornata

a scendere (a 108,2 nel 3° trimestre da 110,7 nel 2°). Anche le indagini di luglio condotte da Banca d'Italia prefigurano per il semestre successivo delle aspettative sulla spesa per investimenti positive, ma visibilmente ridimensionate rispetto a quanto indicato nelle precedenti rilevazioni. Inoltre, permane un divario negativo fra le attese di miglioramento e peggioramento delle prospettive in cui operano le imprese (-19,6%). Così come resta un saldo sfavorevole tra le valutazioni positive e negative in merito alla situazione economica generale, che si è marcatamente ampliato (-59%).

La vulnerabilità del quadro macroeconomico, caratterizzato da elevati prezzi dell'energia, incertezza e tensioni sulle politiche di commercio mondiale, vengono percepiti come i principali fattori di ostacolo alla crescita e, per questo, influiranno negativamente sulle decisioni di investimento delle imprese italiane. A ciò si aggiunge il freno derivante dal rialzo dei tassi di interesse, che renderà meno vantaggiose le condizioni di finanziamento per le imprese.

In positivo, la spinta derivante dalle risorse del PNRR (oltre ai già citati incentivi fiscali) sosterrà il flusso degli investimenti, che continueranno a fornire un contributo positivo alla crescita nel biennio di previsione. Sul rispetto delle tempistiche di attuazione del PNRR, però, incidono negativamente alcuni dei fattori che indeboliscono le prospettive degli investimenti (si veda il Focus 4).

Frenano soprattutto le costruzioni In Italia gli investimenti nel settore edilizio hanno trainato la crescita economica del 2021, registrando un incremento del 21,8% rispetto all'anno precedente e portandosi sopra i livelli pre-pandemici fin dal 1° trimestre 2021, grazie alla componente residenziale. Questa dinamica ha rappresentato una peculiarità tutta italiana, discostandosi in maniera marcata dai tassi di crescita registrati nei principali partner europei: in Germania gli investimenti in costruzioni nello stesso periodo sono cresciuti dell'1,1%, in Francia del'11,4% e in Spagna del 4,3%. Questa spinta è proseguita anche nel 1° semestre dell'anno in corso, sostenuta dalle misure fiscali introdotte a livello nazionale, in particolare il superbonus 110%¹.

Tuttavia, gli indicatori più recenti segnalano una decelerazione dell'accumulazione di capitale a partire dai mesi estivi. La produzione nelle costruzioni, in calo da aprile, ha registrato una diminuzione significativa a luglio (-3%), con un acquisito per il 3° trimestre di -4,6%. Secondo le indagini di Banca d'Italia, in estate sono drasticamente diminuite le imprese del settore che prevedono un miglioramento della domanda per il trimestre successivo, ridimensionandosi soprattutto in merito all'operatività dei cantieri già avviati, mentre aumenta la quota di imprese edili che prevede un peggioramento delle condizioni economiche. Anche le attese su ordini e piani di costruzione sono diminuite (da 12,4 del 1° trimestre a 3,1 nel 3°).

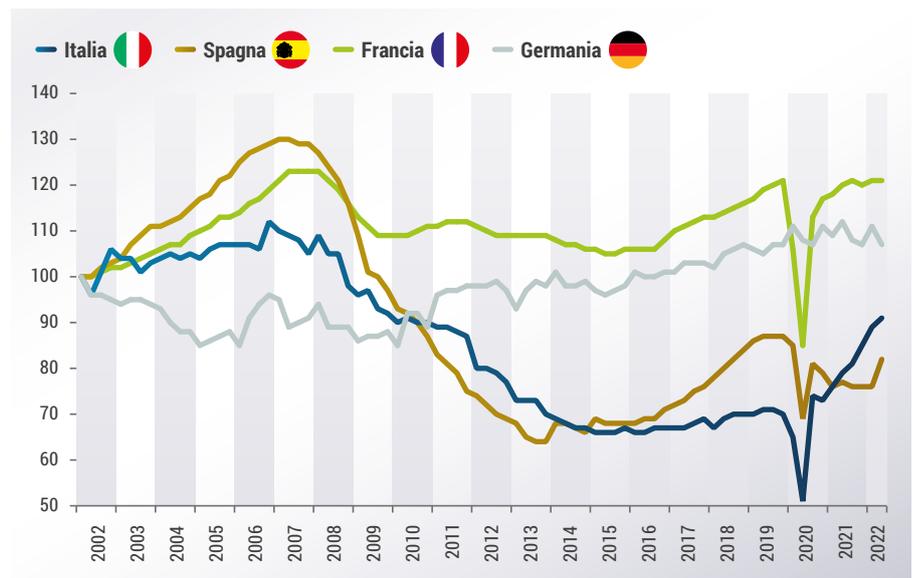
Le attese di un ritmo di crescita ridimensionato si estendono anche al 2023. Seppure il superbonus sarà ancora in vigore per tutto l'anno prossimo, infatti, la parziale modifica ai requisiti rallenta l'utilizzo dell'incentivo fiscale e, quindi, avrà un impatto negativo sulla dinamica degli investimenti edilizi. Inoltre, il forte rincaro dei costi di produzione e le difficoltà nel reperire materiali, sebbene queste ultime siano state in parte riassorbite, potrebbero rappresentare importanti fattori di ostacolo al proseguire dell'iper-espansione dell'attività edilizia.

¹ Il cosiddetto "superbonus" è stato introdotto con l'articolo 119 del decreto-legge n.34 del 2020 (cd. decreto Rilancio), che stabilì una detrazione pari al 110% delle spese relative a specifici interventi di efficienza energetica (anche attraverso interventi di demolizione e ricostruzione) e a misure antisismiche sugli edifici (anche per la realizzazione di sistemi di monitoraggio strutturale continuo a fini antisismici).

Guardando in prospettiva storica, nonostante l'eccezionale "boom" di investimenti registrato nel 2021 e attualmente in corso, permane un ampio divario rispetto ai livelli degli anni Duemila, accumulato dopo la crisi globale del 2008. In media l'ammontare degli investimenti del settore edile nel periodo 2002-2007 era stato di 207 miliardi su base annua, a fronte dei 112 miliardi registrati negli anni post-crisi finanziaria e dei circa 160 miliardi nel 2021. Anche nel confronto europeo, emerge come l'Italia nel periodo pre-Covid fosse su livelli di investimenti in costruzioni più bassi nell'ambito dei tre principali partner europei, riuscendo a superare la Spagna solo nel 2021 (Grafico 5).

Grafico 5 Costruzioni: il divario dal pre-crisi finanziaria è ancora ampio

(Investimenti in costruzioni, indice 1° trim. 2002 = 100, dati trimestrali destag.)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Seppure in rallentamento, il CSC prevede una crescita degli investimenti in costruzioni del 13,3% nel 2022 e del 2,6% nel 2023, con un tasso di crescita per abitazioni e fabbricati non residenziali rispettivamente del 13,6% e 12,9% nel 2022, seguiti da un +2,7% e +2,6% nel 2023. I fondi del PNRR, infatti, soprattutto quelli legati agli investimenti infrastrutturali, rappresenteranno uno stimolo significativo per il settore edilizio, che proseguirà lungo un sentiero di espansione sebbene più moderata.

L'industria, in difficoltà, inizia la frenata Nonostante la resilienza delle imprese manifatturiere nella prima metà del 2022, la produzione è attesa in calo nel 3° trimestre e le difficili prospettive economiche, rese vulnerabili dal rialzo dei costi dell'energia (si veda il Focus 5), prospettano una significativa frenata nella performance industriale nel resto dell'orizzonte previsivo (Grafico 6). Nel 2022 si prevede perciò una dinamica complessiva dell'attività industriale solo debolmente positiva, seguita da un modesto recupero nel 2023.

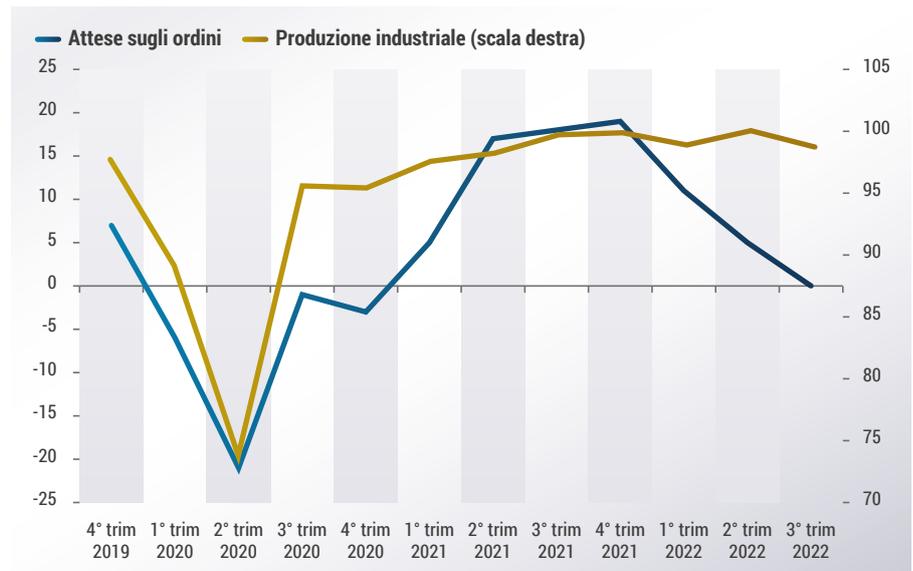
Al momento, la produzione industriale italiana è quella che tra le grandi economie europee si posiziona meglio rispetto al pre-pandemia: l'attività media registrata nei primi sette mesi del 2022 supera dell'1,6% i livelli del 4° trimestre 2019, seguita da quella della Spagna con un +0,7%. Invece, Germania e Francia non hanno ancora chiuso il gap produttivo, rispettivamente del 3,6% e 4,5%.

La produzione, dopo un 1° trimestre negativo (-0,9%), ha realizzato una positiva e inattesa performance nel 2° (+1,1%), rivelando la buona tenuta delle imprese manifatturiere. Tuttavia, l'attività industriale ha segnato un calo significativo a giugno (-2,0%), solo parzialmente compensato dal debole rialzo del mese successivo (+0,4%), portando così l'acquisito per il 3° trimestre a -1,4%.

Anche gli indicatori qualitativi hanno continuato a segnalare una percezione delle imprese negativa riguardo le prospettive economiche (si veda il Focus 6). La fiducia delle aziende manifatturiere dal 1° trimestre ha sperimentato un calo quasi ininterrotto (da 112 a 103,8 nel 3°). Nei mesi estivi si è avuto un peggioramento sia dei giudizi che delle attese riguardo agli ordini (saldo da 5,2 nel 2° trimestre a -3,6 nel 3° per i giudizi; da 4,6 a -0,1 per le attese), sia interni che esteri, e riguardo alla produzione (da 2,5 a -2,7 per i giudizi, da 6,6 a 2,0 per le attese). In particolare, emerge un marcato deterioramento nelle attese di nuovi ordini e della produzione dei beni intermedi. Le aspettative sull'economia delle imprese manifatturiere rimangono ancora fortemente sfavorevoli e su valori storicamente pessimisti.

Grafico 6 La produzione industriale italiana frena

(Imprese manifatturiere, saldo delle risposte, indice 4° trim. 2019 = 100)



Nota: dato acquisito per produzione industriale nel 3° trimestre.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

L'indice PMI (*Purchasing Manager Index*) manifatturiero, in declino quasi continuo da marzo a settembre (da 55,8 a 48,3), è ormai sceso sotto la soglia di 50, delineando contrazione. A contribuire negativamente sono principalmente i minori acquisti di input delle aziende e la flessione negli ordini esteri.

Inoltre, ulteriori elementi che incidono negativamente sull'attività produttiva e che potrebbero dispiegare gli effetti nei mesi a venire sono rappresentati dalla debole performance dell'attività industriale tedesca (-0,7% nel 2° trimestre e -0,7% a luglio) e dalla dinamica negativa nella produzione di beni intermedi, in calo da maggio, che anticipa plausibilmente un rallentamento per l'industria italiana. Ciò lascia prevedere una dinamica netta complessiva dell'indice quasi stagnante per il 2022.

Commercio estero atteso in rallentamento Nello scenario CSC, le esportazioni italiane di beni e servizi, dopo una crescita in doppia cifra nel 2022 (+10,3%), rallenteranno bruscamente nel 2023 (+1,8%). Frenata ancora più accentuata per le importazioni, attese crescere addirittura del 14,4% quest'anno e di appena l'1,5% il prossimo (Grafico 7).

Per il 2022, la dinamica di entrambi i flussi con l'estero è stata rivista fortemente al rialzo, grazie a una performance molto positiva e superiore alle attese nella prima parte dell'anno, nonostante le strozzature e gli aumenti dei prezzi lungo le filiere internazionali, le sanzioni incrociate con la Russia e, in generale, la profonda incertezza nello scenario globale generata dall'invasione russa dell'Ucraina.

EXPORT

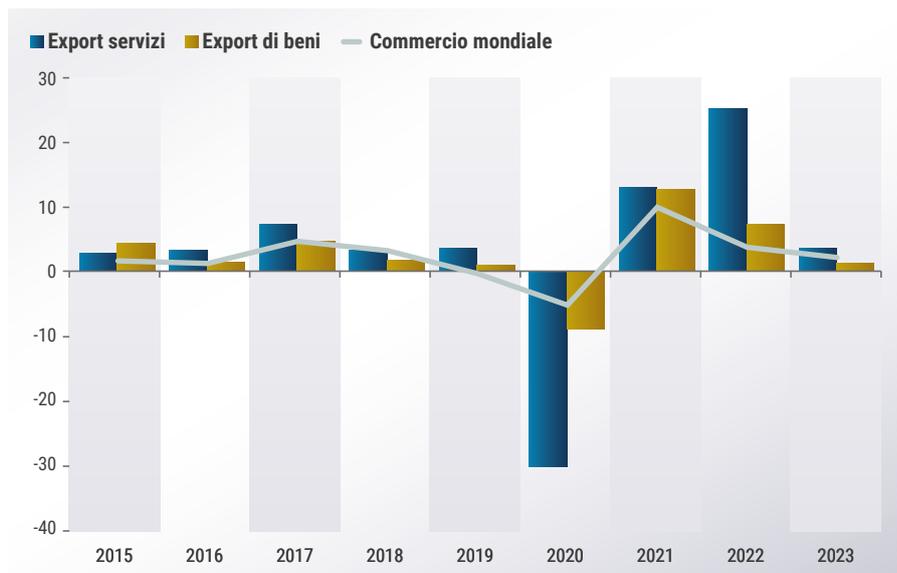


2022
+10,3%

2023
+1,8%

Grafico 7 In rallentamento la componente estera

(Tassi di crescita)



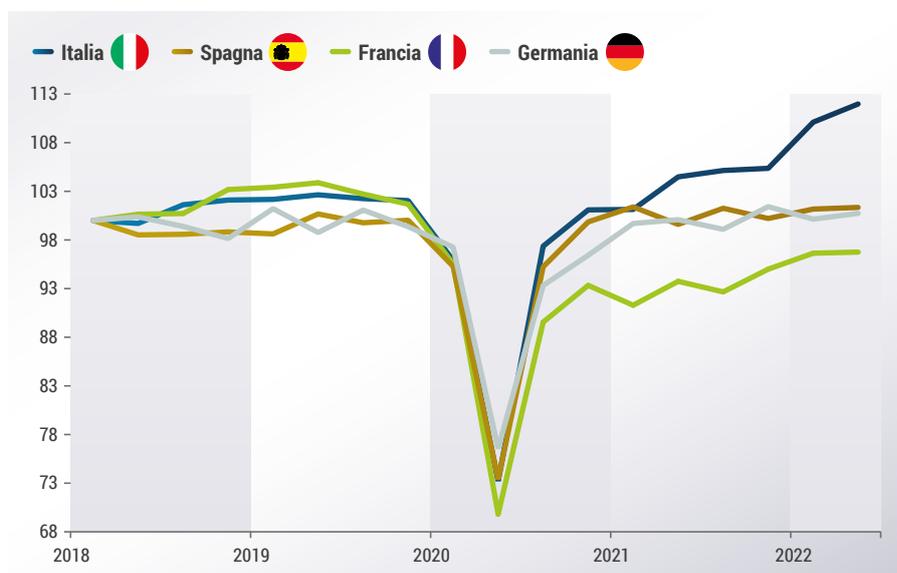
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e CPB.

Tuttavia, la brusca frenata dell'attività produttiva e della domanda internazionale nell'ultima parte dell'anno e nel prossimo, soprattutto nei principali mercati di sbocco delle merci italiane (Europa e Stati Uniti), ridurrà fortemente il potenziale di crescita delle esportazioni; l'indebolimento della domanda italiana, in particolare quella per investimenti, rallenterà le importazioni.

Molto robusti gli scambi di beni nel 2022 Le esportazioni italiane di beni nei primi sette mesi del 2022 sono cresciute del 7,9%, a prezzi costanti, rispetto alla media del 2021, una performance nettamente superiore rispetto a quelle tedesche (-0,2%). Confrontando la dinamica nei primi due trimestri delle esportazioni di beni con i dati di contabilità nazionale, emerge la crescita molto più sostenuta delle vendite italiane all'estero (+6,9% sulla media 2021) rispetto a quelle francesi (+4,8%), spagnole (+2,5%) e tedesche (+1,0%; Grafico 8).

Grafico 8 Ottima performance dell'export italiano

(Dati a prezzi concatenati,
1° trimestre 2018=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Diversi i fattori che contribuiscono a spiegare questa ottima performance dell'export italiano. Innanzi tutto, il significativo deprezzamento dell'euro, soprattutto rispetto al dollaro USA, che ha favorito le vendite extra-Area. Rispetto ai principali partner europei, inoltre, hanno avuto un ruolo positivo una più favorevole specializzazione geografica e una minore esposizione alle strozzature negli approvvigionamenti esteri di input produttivi.

Il rallentamento cinese ha penalizzato le vendite all'estero della Francia e soprattutto quelle tedesche, data la loro maggiore esposizione verso la Cina. Le esportazioni tedesche verso Pechino pesano quasi tre volte quelle italiane (8,2% del totale, versus 3,0%); soltanto per la Spagna contano meno (2,0% sull'export totale iberico). Un freno più forte per l'export tedesco viene anche dalle più strette connessioni commerciali e produttive con Russia, Ucraina e i paesi dell'Est Europa coinvolti indirettamente nel conflitto.

Viceversa, ha premiato l'export italiano la forte presenza negli Stati Uniti, le cui importazioni nel corso dei primi sei mesi del 2022 sono cresciute del 7,6% rispetto alla media del 2021. Il mercato USA è la prima destinazione extra-UE per l'Italia e la terza nel mondo; rappresenta il 12% dell'export italiano, una percentuale più elevata rispetto agli altri tre grandi paesi europei. Anche una maggiore specializzazione geografica verso Canada, Corea del Sud, Slovenia e Turchia ha supportato la crescita delle vendite italiane all'estero.

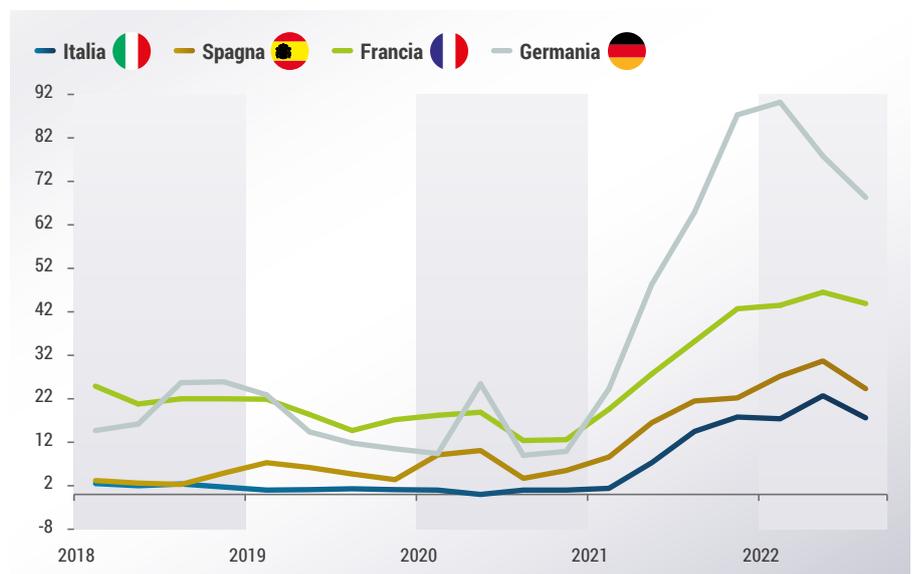
Infine, la performance italiana rispetto a quella tedesca è stata favorita anche dalla dinamica incrociata nei rispettivi mercati di sbocco: il contributo del mercato italiano alla crescita delle esportazioni tedesche è stato negativo, mentre quello tedesco per le vendite italiane è stato debolmente positivo.

Dal punto di vista merceologico, può aver contato anche il maggior peso che hanno i prodotti della raffinazione petrolifera nell'export di Italia e Spagna, rispetto a quello che hanno per le vendite estere di Germania e Francia.

Un altro fattore rilevante è costituito dalle strozzature a livello globale nelle filiere di fornitura, che si sono accentuate nel corso del 2021, al di là della diversa esposizione geografico/merceologica degli scambi. Per le imprese tedesche, che sono maggiormente integrate nelle catene globali del valore rispetto alle imprese degli altri paesi europei, i dati qualitativi indicano che tali strozzature sono state più diffuse, cioè che, come fattore limitante della produzione, hanno riguardato una quota maggiore di imprese (Grafico 9).

Grafico 9 La maggiore esposizione agli approvvigionamenti pesa sulla dinamica dell'export

(Fattori limitanti la produzione: approvvigionamento di materiali, % dei rispondenti)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Prospettive deboli Nella parte finale dell'anno molti dei fattori che hanno sostenuto l'export italiano si affievoliranno o verranno meno.

La domanda nei principali mercati di destinazione, Europa e Stati Uniti, è attesa ristagnare o calare; le prospettive sono negative soprattutto in Germania, il più importante partner commerciale e produttivo italiano. Perciò la domanda potenziale per i prodotti italiani crescerà molto debolmente, a un ritmo inferiore a quello, già deludente, del commercio mondiale.

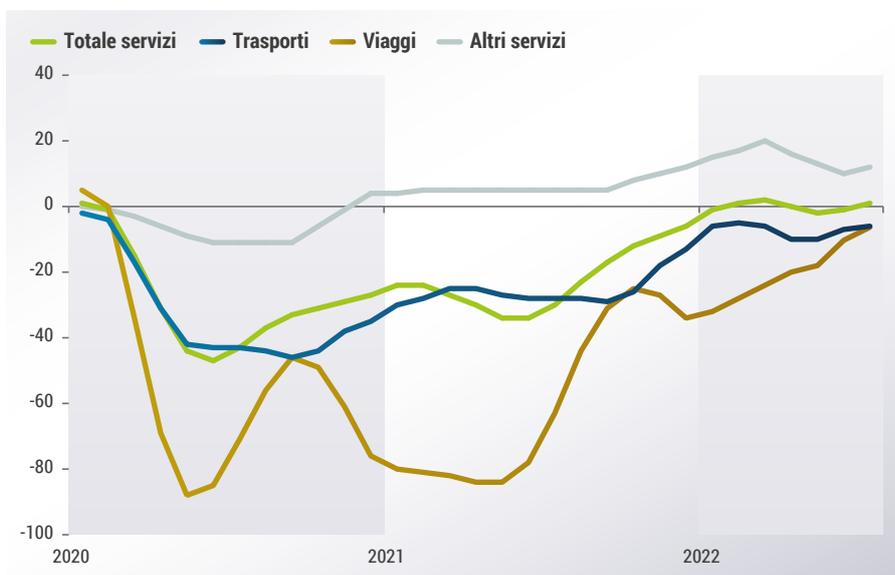
La spinta offerta dall'euro debole si affievolirà gradualmente, nello scenario CSC (che lo ipotizza costante nell'orizzonte previsivo). Invece, l'aumento dei costi dell'energia, particolarmente severo per le aziende italiane, tenderà a ridurre la loro competitività all'estero, soprattutto nei mercati extra-europei.

Nel breve periodo, prospettive deboli sono confermate dagli indicatori qualitativi, che segnalano contrazione già da maggio (secondo il PMI). Ad agosto si registra un primo segnale di rallentamento per le esportazioni italiane verso i paesi extra-UE. Nello scenario previsivo, la dinamica dell'export di beni italiani è vista sostanzialmente piatta nel resto dell'anno, e positiva, ma a ritmi modesti, nel prossimo.

Export di servizi ai livelli pre-Covid Le esportazioni italiane di servizi sono tornate ai livelli pre-Covid a inizio anno, grazie al recupero (parziale) dei trasporti e dei viaggi (Grafico 10). Data la profondità della caduta precedente, a tale recupero corrisponde una crescita di ben il 26,0% nella media del 2022 sul 2021, secondo le previsioni CSC. Una dinamica molto simile è attesa anche per le importazioni di servizi.

Grafico 10 Viaggi e trasporti ancora sotto il livello pre-Covid

(Export, medie mobili a 3 mesi, var. % sullo stesso periodo 2019)



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

Nonostante la risalita, viaggi e trasporti fino a luglio (ultimo dato disponibile) restano ancora poco sotto i livelli dei corrispondenti mesi del 2019. Per quanto riguarda i viaggi dall'estero, sulla possibilità di pieno recupero già nella seconda metà del 2022 peserà il mancato contributo del turismo russo (2,2% del totale nel 2019).

Per quanto riguarda i trasporti, invece, il ritorno ai livelli del 2019 è reso più difficile dalla perdita di quote di mercato dei vettori italiani (scesa al 14,4% nel 2021, con un minimo nel settore marittimo). L'aumento dei costi di trasporto, specie nel trasporto marittimo, si riflette quindi dal lato delle importazioni di trasporti, che si attestano su livelli molto superiori al pre-Covid.

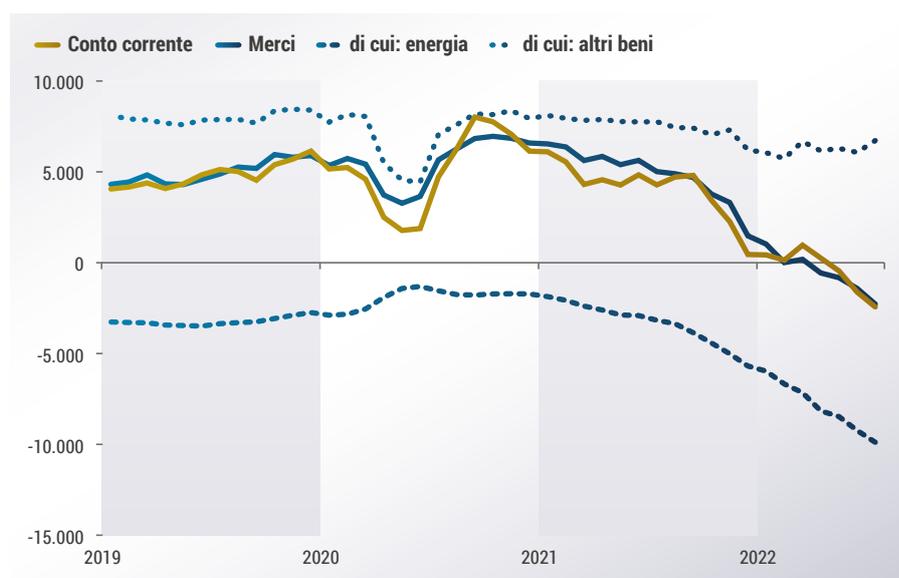
Nel complesso, comunque, l'export di servizi italiani è atteso crescere ancora a un discreto ritmo nel 2023 (+3,8%).

Conti con l'estero in negativo per lo shock energetico Il prezzo dell'energia alle stelle, soprattutto, ma anche l'indebolimento dell'euro, hanno fortemente peggiorato le ragioni di scambio italiane (-6,3% nel 2021 e -11,5% nel 2022 per i beni, secondo le stime CSC). Ciò ha provocato una caduta in territorio negativo del saldo commerciale e di quello delle partite correnti.

Il deficit energetico nei primi sette mesi del 2022 ha raggiunto i 60 miliardi di euro (era pari a -23,6 miliardi nello stesso periodo del 2019). Il surplus negli scambi degli altri beni si è moderatamente ridotto, a causa della robusta dinamica dell'import e dell'aumento dei prezzi di molti input intermedi (Grafico 11).

Grafico 11 Il deficit energetico porta in negativo i conti con l'estero

(Milioni di euro, dati mensili destag.,
medie mobili a 3 termini)



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

L'effetto delle ragioni di scambio rientrerà solo parzialmente nel 2023, senza recuperare tutto il terreno perduto. Nello scenario CSC, il saldo commerciale registrerà valori negativi nel 2022 (-0,7% del PIL), per la prima volta dal 2011, e recupererà solo in parte nel 2023 (a -0,1%). Il deficit dei servizi rimarrà sostanzialmente stabile.

Di conseguenza, il saldo delle partite correnti registrerà valori negativi nel biennio di previsione (-1,4% e -0,8% del PIL nel 2022 e nel 2023, rispettivamente). Ciò tenderà a peggiorare la posizione patrimoniale netta dell'Italia con l'estero, che si attesta comunque su valori positivi, grazie ai ripetuti avanzi di parte corrente negli ultimi anni (+6,6% del PIL nel 1° trimestre del 2022).

4. L'occupazione

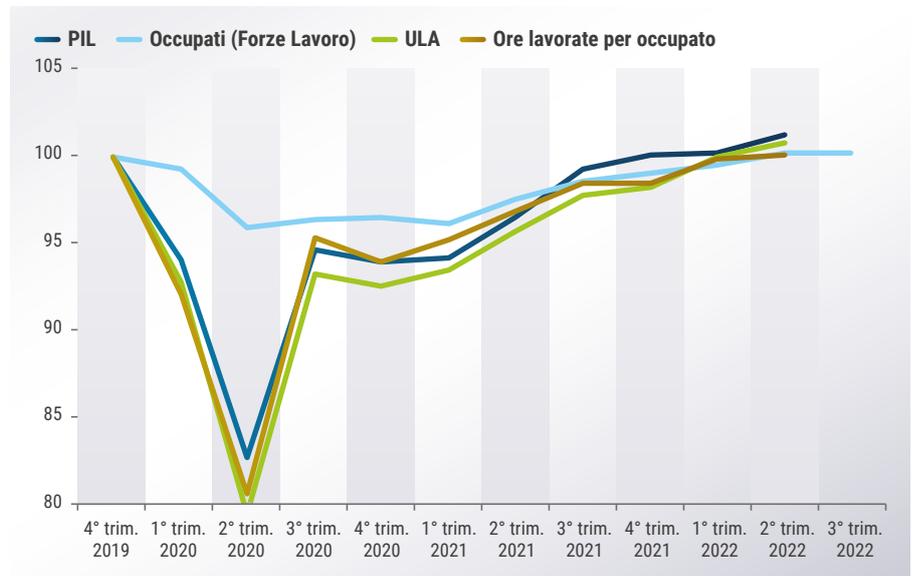
L'input di lavoro segue il PIL Nel mercato del lavoro italiano, con la progressiva risalita dell'attività economica, nel corso del 2021 si era totalmente riassorbito il vuoto occupazionale apertosi con l'emergenza sanitaria. Nella prima metà del 2022 l'occupazione (in termini di ULA) è addirittura cresciuta a un ritmo superiore al PIL, spinta da una risalita sia sul "margine intensivo" (ore per occupato) sia su quello "estensivo" (numero di occupati; Grafico 12).

Si prevede ora che la dinamica dell'input di lavoro, dopo una battuta d'arresto in estate, diventerà negativa tra l'autunno e l'inverno, anche se meno intensamente e con un po' di ritardo rispetto al PIL. Per l'anno prossimo è attesa una ripresa nel mercato del lavoro, sempre sulla scia della risalita dell'attività

economica, con l'input di lavoro che tornerà a crescere solo nella seconda parte del 2023.

Grafico 12 PIL e lavoro in risalita fino a metà 2022

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



Occupati (Forze Lavoro): 3° trim. 2022= luglio-agosto 2022.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Un po' di sfasamento temporale tra dinamica del lavoro e PIL è, d'altronde, in linea con ciò che si è osservato in Italia in precedenti fasi cicliche. Ad eccezione della crisi sanitaria, quando l'andamento dell'attività economica si è riflesso sull'input di lavoro impiegato con sostanziale immediatezza e quasi uno a uno in termini di ampiezza: ciò in larga parte grazie a strumenti di integrazione al reddito da lavoro, in primis la CIG-Covid, che sono stati temporaneamente estesi alla totalità di imprese e a quasi tutte le tipologie di lavoratori dipendenti.

Il rallentamento della domanda di lavoro in estate si manifesta già nell'andamento del numero di persone occupate, che nel bimestre luglio-agosto è rimasto sostanzialmente stabile sui livelli del 2° trimestre.

Nonostante la flessione prevista nel 4° trimestre, si prevede che in media d'anno nel 2022 le ULA aumenteranno del 4,3% (poco sotto l'acquisito di +4,5% al 2° trimestre) e il numero di persone occupate del 2,1% (+2,3% acquisito nel bimestre luglio-agosto).

Con la contrazione dell'input di lavoro che proseguirà a inizio dell'anno prossimo, nonostante la ripresa da metà anno, le ULA nella media del 2023 rimarranno quasi ferme (-0,1%), a riflesso di una sostanziale stabilità sia del numero di persone occupate, sia delle ore lavorate pro-capite.

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

Nell'industria in senso stretto, grazie al ricorso a riduzioni temporanee degli orari di lavoro, anche tramite la CIG, le ULA, già in lieve contrazione in primavera, registreranno in estate un'ulteriore flessione, che si amplierà in autunno, in linea con l'andamento previsto per il valore aggiunto. Nell'industria, d'altronde, hanno inciso più largamente, fin da subito, i rincari energetici: già nell'ultimo quarto del 2021 si era registrato un indebolimento nella dinamica dei livelli di attività, a cui è seguita con un po' di ritardo la battuta di arresto dell'input di lavoro.

Nelle costruzioni, invece, i rialzi di valore aggiunto sono proseguiti con slancio fino al 1° trimestre 2022, mentre nel 2° si è registrata una frenata, che prevediamo protrarsi nel 3° trimestre. L'input di lavoro, che da inizio 2021 non

OCCUPAZIONE (ULA)



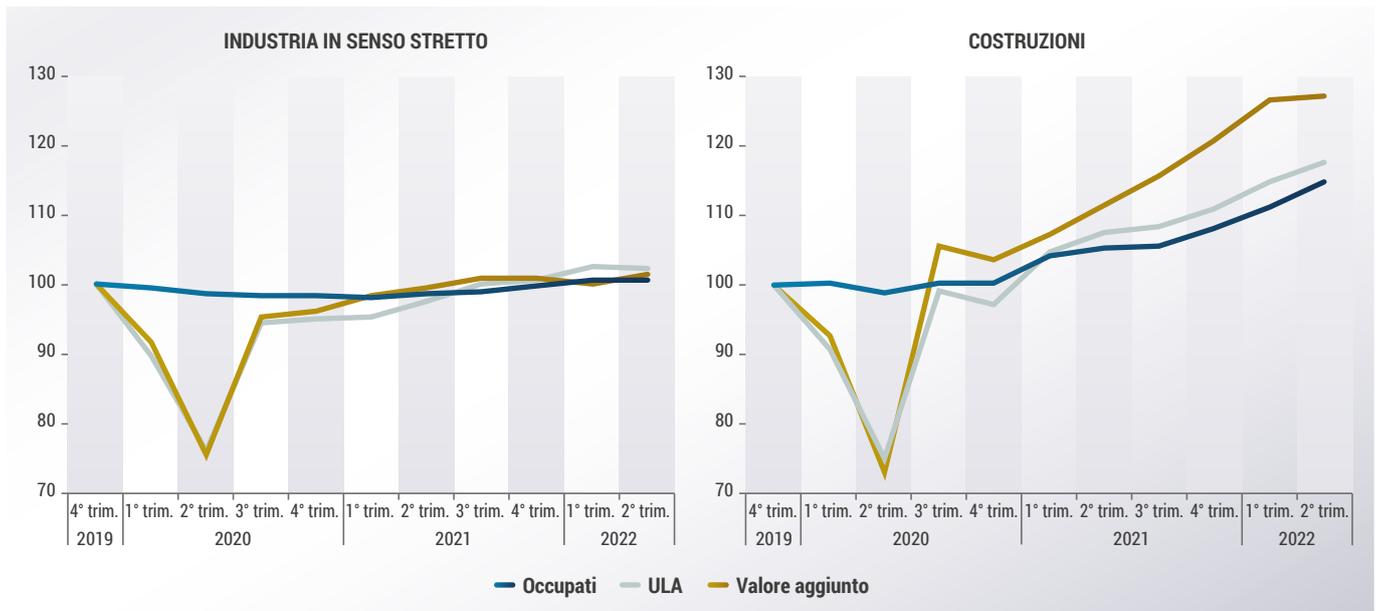
2022
+4,3%

2023
-0,1%

ha tenuto il passo dello straordinario boom del settore (+12,2% le ULA nel 2° trimestre 2022 sul 1° 2021, contro il +18,6% del valore aggiunto), è previsto continuare a espandersi anche nella seconda parte dell'anno. Ciò smorza parzialmente il balzo della produttività del lavoro, che d'altronde nel breve periodo in osservazione è difficile che sia effettivamente sorretto da miglioramenti tecnologici (Grafico 13).

Grafico 13
Attività e occupazione: industria già in frenata...

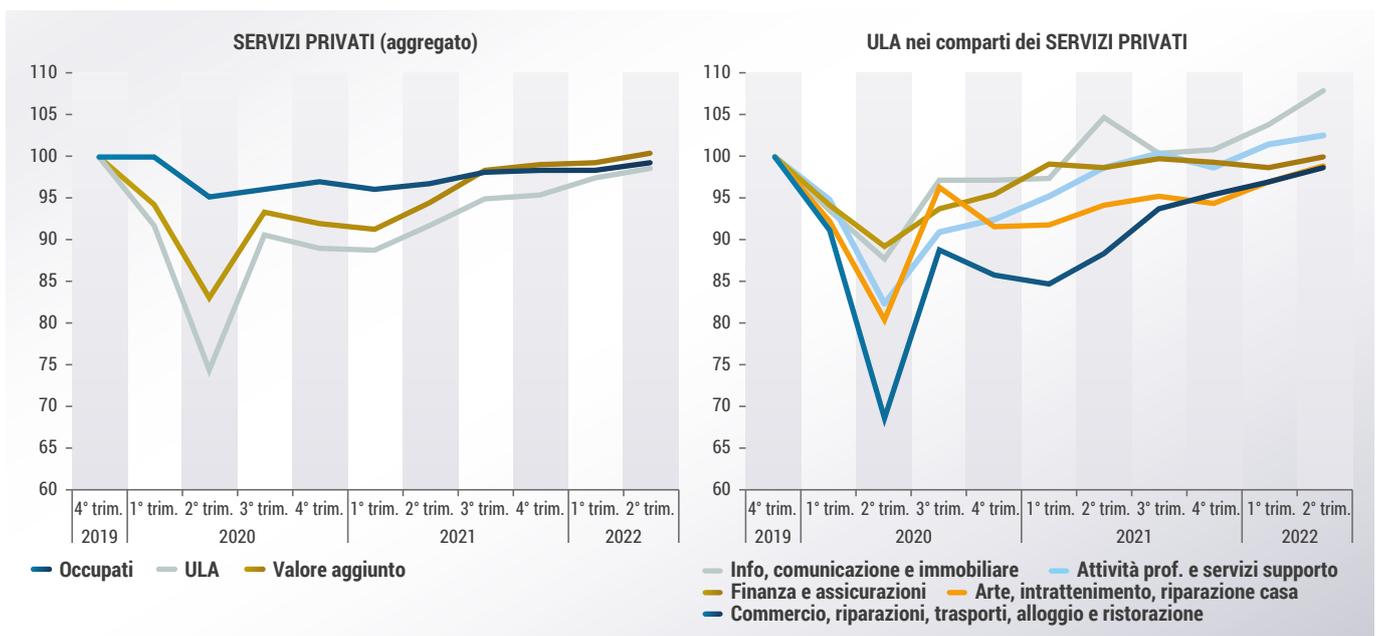
(Italia, 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Grafico 14
... ma rialzi ancora ampi fino a metà 2022 nei servizi

(Italia, 4° trimestre 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Per l'aggregato dei servizi privati, il recupero rispetto ai livelli pre-Covid è stato più lento che nell'industria e si è concluso per il valore aggiunto solo nel 2° trimestre di quest'anno, mentre per le ULA non è ancora completo. La ripresa è stata precoce solo per alcuni comparti a più elevato contenuto tecnologico e informativo, mentre i settori più colpiti dalle misure di contenimento imposte dall'emergenza sanitaria hanno registrato divari più ampi, che in alcuni casi non si sono ancora completamente chiusi nonostante la risalita in atto fino alla metà dell'anno: -1,9% le ULA nel 2° trimestre 2022 sul 4° 2019 nel comparto di arte, intrattenimento e servizi di riparazione di beni per la casa (e ancora -10,1% il valore aggiunto); -4,6% per commercio, trasporti e alloggio/ristorazione (-1,4% il valore aggiunto; Grafico 14).

Per i servizi è attesa nei prossimi trimestri una tenuta maggiore dei livelli di attività, e conseguentemente dell'occupazione, perché risentono meno dei rincari e delle strozzature di offerta in corso. Su di essi, tuttavia, potrebbe essere più ampia l'onda lunga dell'attuale crisi energetica, a causa di un ridimensionamento della domanda interna, innescato da una ridotta capacità di spesa delle famiglie colpita dai più alti prezzi.

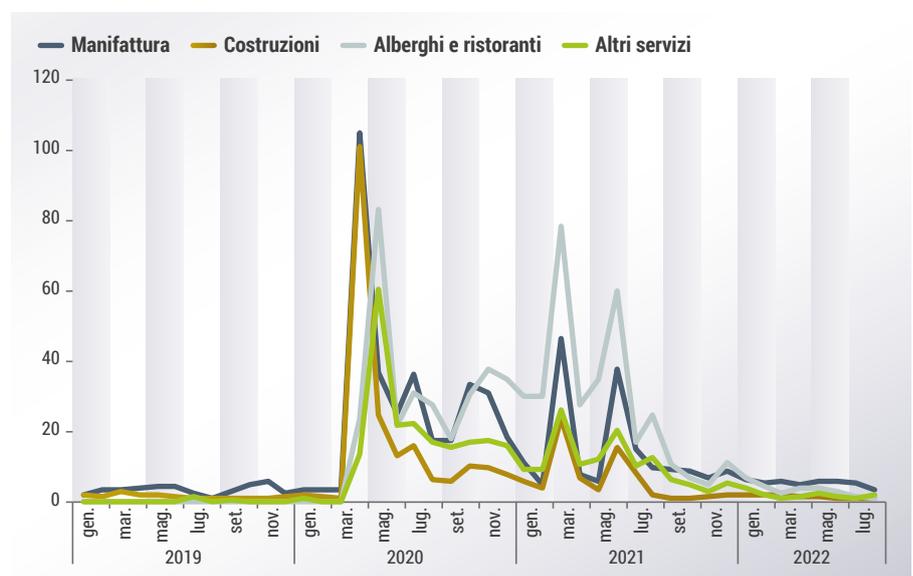
Pochi segnali dalle richieste di autorizzazione CIG Per integrare il quadro di analisi settoriale si può guardare al numero di ore autorizzate di CIG al mese, in diversi comparti, in rapporto alla dimensione del settore (misurata dal monte ore mediamente lavorate nel 2019). Sebbene l'autorizzazione e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

Dopo i picchi di aprile (per manifattura e costruzioni) e maggio 2020 (nei servizi), l'incidenza delle ore autorizzate di CIG ha registrato ulteriori impennate tra marzo e agosto 2021, per poi calare progressivamente nella seconda parte dell'anno in tutti i settori e rimanere abbastanza stabile nel 2022, su livelli poco al di sopra del 2019.

Tra gennaio e agosto 2022 il rapporto tra ore autorizzate di CIG e monte ore lavorate è stato pari a 5,3% nella manifattura, contro il 3,2% medio del 2019. Anche nel comparto alberghi-ristoranti l'incidenza delle autorizzazioni nel 2022 è stata finora mediamente pari al 3,5% (contro lo 0,1% nel 2019), ma si è assottigliata nel corso dei mesi (1,0% ad agosto). Nelle costruzioni la quota è stata molto bassa in tutti i primi 8 mesi, intorno all'1,5%, anche sotto l'1,8% del 2019 (Grafico 15).

Grafico 15 Richieste di CIG stabili nei primi 8 mesi del 2022

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



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

I dati finora disponibili non danno indicazione di imminenti rialzi nel ricorso a strumenti di integrazione al reddito, per riduzione degli orari di lavoro. Tuttavia, le richieste di autorizzazioni CIG sono una variabile cruciale da monitorare nei prossimi mesi, perché potrebbe segnalare eccessi di manodopera attesi, a seguito del rallentamento dell'attività.

Disoccupazione in aumento nel 2023 La forte risalita dell'occupazione, da inizio 2021, ha permesso un rientro del tasso di disoccupazione, dal 10,2% a gennaio 2021 (picco durante la crisi sanitaria) al 7,9% a giugno 2022, nonostante la contemporanea espansione della partecipazione al mercato del lavoro. Nel bimestre luglio-agosto il tasso di disoccupazione è ulteriormente sceso, al 7,8%, in presenza di una sostanziale stabilità del numero di occupati e al tempo stesso una lieve contrazione delle forze lavoro.

Nell'orizzonte previsivo, tuttavia, ci si attende un aumento del tasso di disoccupazione, all'8,1% in media nel 2022 e all'8,7% nel 2023. Ciò a causa della prevista battuta d'arresto della dinamica occupazionale, a fronte di una forza lavoro che continuerà a espandersi.

A differenza dell'occupazione, che già a marzo 2022 aveva superato i livelli pre-Covid, la partecipazione al mercato del lavoro non ha ancora colmato il crollo registrato durante la *lockdown*: -441mila unità la forza lavoro nel bimestre estivo rispetto al 4° trimestre 2019 (-1,7%), con 60mila persone occupate in più. Il calo della partecipazione è stato più marcato per le donne (-2,0%, contro il -1,6% per gli uomini), già caratterizzate da tassi di partecipazione particolarmente bassi, sia rispetto alla componente maschile sia nel confronto internazionale.

Ci si attende che la partecipazione al mercato del lavoro si espanda nei prossimi mesi, sorretta, nonostante la prevista stagnazione, dalle politiche di attuazione del Programma Nazionale Garanzia Occupabilità Lavoratori (GOL)². Con una forza lavoro che cresce a un ritmo dello 0,6-0,7% sia quest'anno sia l'anno prossimo, il tasso di disoccupazione è previsto, come detto, salire nella seconda parte del 2022 e nel 2023 (Grafico 16).

DISOCCUPAZIONE

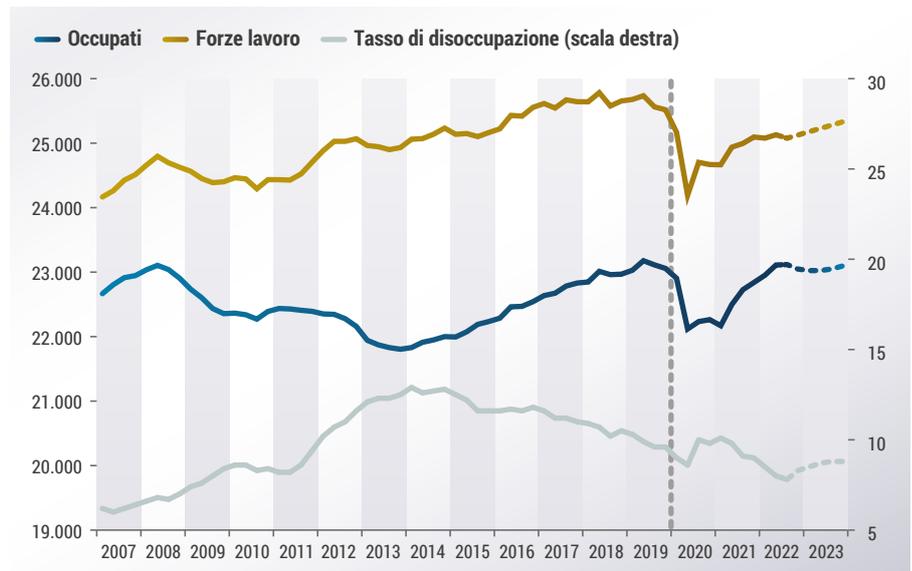


2022
8,1%

2023
8,7%

Grafico 16 Partecipazione al lavoro ancora in recupero

(Occupati e forza lavoro in migliaia di unità
e disoccupati in % della forza lavoro)



3° trim. 2022= luglio-agosto 2022.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

² Secondo gli ultimi dati di monitoraggio dell'Unità di Missione PNRR del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, elaborati su dati Anpal del 9 settembre 2022, sono stati stipulati 175.132 patti di servizio. Il Ministero prevede di raggiungere il target europeo dei 300mila presi in carico dal programma entro ottobre, con 3 mesi di anticipo rispetto a quanto concordato con la Commissione europea.

5. Le retribuzioni e i prezzi

Dinamica salariale nominale in accelerazione Dopo la frenata nel 2021 (0,9%), la dinamica delle retribuzioni di fatto pro-capite nell'intera economia è prevista accelerare sensibilmente nel biennio di previsione (+3,4% nel 2022 e +3,8% nel 2023). Tuttavia, dato il balzo dei prezzi al consumo in corso quest'anno e atteso rientrare solo parzialmente nel prossimo, quelle reali arretreranno. Il calo previsto per il biennio (-4,5% cumulato), sommato a quello del 2021 (-1,1%) eroderà completamente i guadagni registrati negli anni precedenti (+5,4% tra il 2015 e il 2020).

In dettaglio, il settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale) è atteso fare da traino, grazie ai rinnovi in corso relativi alla tornata contrattuale 2019-2021. Sulla base delle risorse stanziata dalle ultime quattro Leggi di Bilancio e dell'ipotesi di CCNL sottoscritta a gennaio di quest'anno per il Comparto Funzioni Centrali (Ministeri, Agenzie Fiscali ed Enti pubblici non economici), che tradizionalmente fa da "apri-pista" rispetto a tutti i rinnovi del pubblico impiego, ci si attende che questi comportino un aumento delle retribuzioni contrattuali di oltre il 4,5% su base annua. L'aumento previsto inciderà solo parzialmente sulla dinamica delle retribuzioni contrattuali del settore pubblico nel 2022, e si manifesterà in larga parte l'anno prossimo, dato che le trattative negli altri comparti procedono a rilento. Dopo la firma del CCNL per il Comparto Funzioni Centrali il 9 maggio 2022, infatti, sono state siglate le ipotesi di CCNL per il comparto della Sanità (15 giugno 2022) e delle Funzioni Locali (4 agosto 2022), ma non ancora per quello di Istruzione e Ricerca.

Le retribuzioni di fatto nel settore pubblico, oltre che dalla dinamica di quelle contrattuali, saranno influenzate nel biennio 2022-2023 anche dal pagamento degli arretrati per il periodo 2019-2021. Sempre stando ai valori previsti dal CCNL per il Comparto Funzioni Centrali, gli arretrati, se pagati entro fine anno, potrebbero valere un +5,0% sulle retribuzioni di fatto pro-capite nel 2022 e una diminuzione di pari entità in valore assoluto nel 2023³.

Nel settore privato, la dinamica delle retribuzioni di fatto nel 1° semestre 2022 (+3,0% annuo) è stata sostenuta anche dall'allungamento degli orari di lavoro e dal pagamento di premi di risultato per la buona performance economica nel 2021. Sarà principalmente alimentata dalla dinamica delle contrattuali nella seconda parte di quest'anno e buona parte del prossimo, a causa del rallentamento dell'attività in corso e la flessione prevista in autunno-inverno.

Con un'inflazione al di sopra delle attese già dall'anno scorso, le retribuzioni contrattuali, secondo le regole degli Accordi Interconfederali del 2009 e del 2018, potranno crescere, oltre che per gli aumenti già prestabiliti in fase di rinnovo a copertura dell'inflazione attesa, anche per aumenti a recupero degli scostamenti tra inflazione prevista e inflazione realizzata. Oltre che dagli scostamenti indicati dall'ISTAT (a giugno di quest'anno per il 2021⁴ e a maggio-giugno dell'anno prossimo per il 2022), l'entità e la tempistica degli effettivi recuperi dipenderanno da una serie di fattori, eterogenei a livello settoriale, legati sia agli incrementi retributivi già previsti dai vari CCNL in vigore, in alcuni casi in eccesso rispetto all'inflazione attesa, sia alle ricadute economiche della crisi energetica, che saranno particolarmente severe per alcuni settori. Nei servizi privati, dove la copertura dei CCNL in vigore è bassa (37,2% a fine

³ L'intesa sottoscritta a gennaio 2022 per il Comparto Funzioni Centrali riconosce arretrati contrattuali medi, per il periodo 2019-2021, pari a circa 1.800 euro IVC per dipendente (Aran, <https://www.aranagenzia.it/comunicati/12459-sottoscritta-ipotese-di-contratto-collettivo-nazionale-di-lavoro-comparto-funzioni-centrali-periodo-20192021-.html>).

⁴ Si veda il comunicato "IPCA al netto degli energetici importati" del 7 giugno 2022 (<https://www.istat.it/it/archivio/271473>).

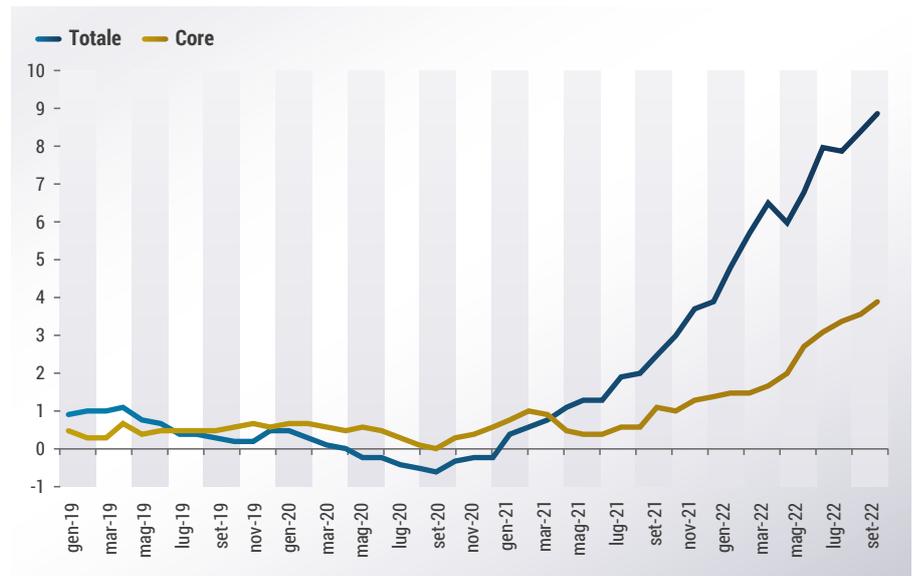
giugno 2022, contro il 94,3% nell'industria⁵), le retribuzioni contrattuali sono attese crescere anche in funzione di eventuali rinnovi.

Nell'ipotesi di un rafforzamento della dinamica delle retribuzioni contrattuali già quest'anno (oltre l'1% stimato a bocce ferme dall'ISTAT fino a dicembre 2022), ma soprattutto l'anno prossimo, il ritmo di crescita delle retribuzioni di fatto nel complesso del settore privato è previsto in forte accelerazione da +0,3% nel 2021, con valori prossimi a +2,5% nella media del 2022 e superiori a +4,0% nel 2023.

Inflazione record La dinamica dei prezzi al consumo in Italia è salita rapidamente nel corso del 2022, arrivando al +8,9% annuo a settembre (Grafico 17), su valori che non si registravano dagli anni Ottanta. La variazione media già acquisita per quest'anno è pari al +7,1%.

Grafico 17 Inflazione ai massimi in Italia

(Indice NIC dei prezzi
al consumo, var. % a 12 mesi)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

INFLAZIONE



2022
+7,5%

2023
+4,5%

Nello scenario CSC, l'inflazione resterà sugli elevati valori attuali per la parte finale del 2022. In media, si assesterà al +7,5% (da +1,9% nel 2021), con una revisione al rialzo di +1,4 punti rispetto allo scenario CSC di aprile. Nel 2023, è attesa in discesa, ma ancora elevata, al +4,5% in media, per l'esaurirsi graduale dell'impatto del rincaro di petrolio e gas naturale sulla variazione dei prezzi al consumo energetici (calcolata sui 12 mesi); si tratta, comunque, di una revisione al rialzo di +2,5 punti rispetto ad aprile.

Questa previsione di un'inflazione in netto aumento quest'anno e più contenuta nel prossimo è basata su vari fattori.

L'indebolimento dell'euro sul dollaro nel 2022 (-11,2% annuo) accentua in Italia e nell'Eurozona l'inflazione "importata" tramite input acquistati dall'estero, in particolare le materie prime. Questo tende ad accelerare la dinamica dei prezzi in Europa relativamente agli USA. Per il 2023, l'ipotesi incorporata nello scenario CSC comporta un ulteriore deprezzamento dell'euro (-4,8%), che limita in Italia e negli altri paesi dell'Area i benefici della prevista flessione del prezzo del petrolio.

Le attese dei consumatori italiani sui prezzi, secondo i dati qualitativi, erano salite a un picco di +51 a marzo, sulla scia dell'invasione russa dell'Ucraina, ma poi si sono moderate, fino a +20 in agosto, restando comunque ampiamente rialziste (saldo delle risposte; sui 12 mesi). Profilo analogo per le attese delle imprese industriali sui propri prezzi di vendita: il picco è stato toccato a

⁵ Si veda ISTAT, "Contratti Collettivi e Retribuzioni Contrattuali Aprile-Giugno 2022", 27 luglio 2022.

+53 in aprile, seguito da una “correzione” al ribasso, fino a +36 in agosto. Dunque, negli ultimi 4-5 mesi le aspettative di famiglie e imprese non stanno più inseguendo il continuo rialzo dell’inflazione.

Le pressioni inflazionistiche di origine interna in Italia, in effetti, sono contenute. La domanda dei consumatori non è ancora pienamente recuperata ed è attesa di nuovo in indebolimento tra fine 2022 e inizio 2023. Inoltre, l’attività economica in alcuni specifici settori resta ancora debole, dopo la caduta per la pandemia; ciò avviene sia all’interno dell’industria, che tra i servizi. Ciò ha

aiutato a limitare, nella prima parte del 2022, gli effetti di *second round* del caro energia e dei rincari delle altre commodity sui prezzi domestici. Solo negli ultimi mesi la dinamica dei prezzi *core* (esclusi energia e alimentari) in Italia è stata spinta al rialzo in misura più marcata, arrivando al +3,9% annuo a settembre. La dinamica di questi prezzi resta più alta nell’Eurozona (+4,8%) e soprattutto negli USA (+6,3%). Questo divario riflette il fatto che in Italia le imprese hanno, per molti trimestri, fin dal 2021, per lo più assorbito nei propri margini i rincari delle materie prime, iniziando a scaricarli maggiormente a valle solo di recente e in misura parziale. Nel 2023, è atteso un ulteriore aumento dell’inflazione di fondo in Italia.

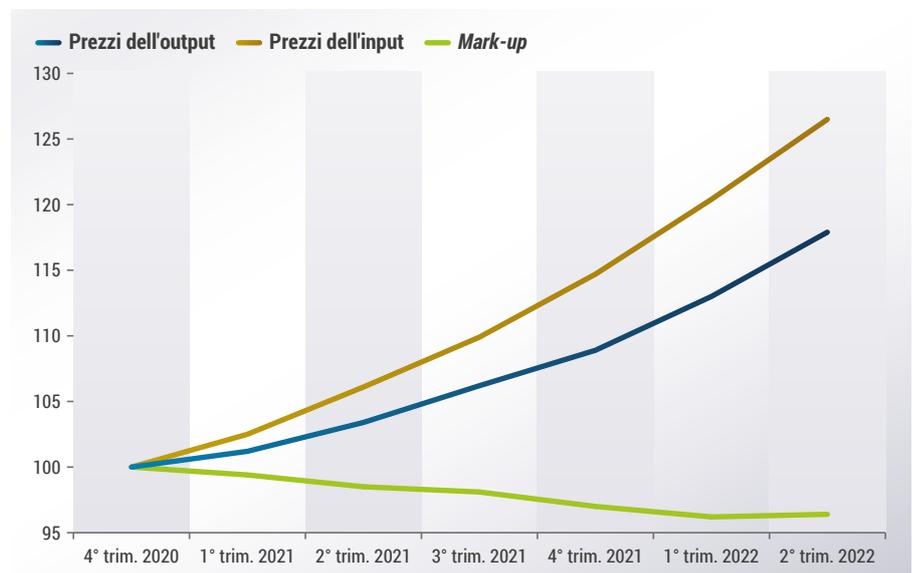
Tra i prezzi al consumo *core* in Italia, la dinamica è salita per i servizi al +3,9% annuo a settembre (da +1,8% a gennaio). Gran parte di questi rincari sono dovuti ai servizi di trasporto (+7,2%), che sono quelli che risentono più direttamente del caro-energia, attraverso il costo dei carburanti. Tuttavia, incrementi significativi si registrano anche per i prezzi dei servizi ricreativi-culturali (+5,7%).

Anche i prezzi al consumo dei beni industriali stanno accelerando negli ultimi mesi (+4,0% a settembre; erano a +0,7% a inizio anno). I maggiori rincari si registrano per i beni non durevoli (+4,7%). Tale dinamica resta molto inferiore rispetto a quella dei corrispondenti prezzi alla produzione per i beni di consumo. Ciò riflette un’erosione dei margini anche nella fase della distribuzione al consumatore.

Per l’aggregato della manifattura, i dati su costi e margini fotografano un fortissimo aumento del costo degli input (+26,5% da fine 2020 al 2° trimestre 2022), a causa dei rincari delle commodity e, quindi, margini operativi delle imprese fortemente colpiti (-3,6%; Grafico 18). Infatti, a fronte dei maggiori costi, le imprese italiane riescono solo in modo più contenuto a rialzare i listini: +17,9% il prezzo dell’output da fine 2020, con un’evidente accelerazione nei primi due trimestri del 2022 (+8,2%) data la pressione del caro-energia.

Grafico 18 Margini industriali erosi dal balzo dei costi

(Manifattura, indici
4° trim. 2020=100, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

L'aumento dei prezzi di vendita delle imprese italiane non è uniforme: +19,2% annuo a luglio sui beni intermedi, +8,6% per quelli strumentali, +8,8% sui beni di consumo. Perciò, i margini industriali tendono ad essere più sotto pressione nei settori posti più a valle, che producono beni per il consumo finale, oltre che nei settori che fanno più uso delle commodity con i maggiori rincari (al momento, gli energivori e le imprese in cui è maggiore l'incidenza dell'energia sui costi complessivi).

L'impennata dei prezzi energetici al consumo in Italia (+44,5% annuo a settembre) è responsabile di gran parte dell'aumento dell'inflazione nel 2022 (+4,2 punti il contributo all'indice generale, circa metà del totale). I prezzi dell'energia in Italia (carburanti per i trasporti, elettricità e gas per la casa) seguono l'aumento delle quotazioni del petrolio e del gas con un breve ritardo e con un'intensità smussata dai vari interventi governativi del 2021-2022. Nello scenario CSC, nel 2022 il Brent in euro salirà di un +62%, mentre il gas in euro di un +226%. Nel 2023 il gas registrerà un ulteriore +35%, mentre il Brent segnerà un calo del 6% ma sarà su livelli ancora alti. Ciò significa che la dinamica dei prezzi energetici al consumo in Italia (la variazione sui 12 mesi) rallenterà gradualmente nel corso dell'anno; nei mesi finali del 2023 dovrebbe scendere verso valori vicini allo zero. Questo andamento giustifica l'attesa frenata dell'indice generale dei prezzi nel 2023.

I prezzi alimentari hanno accelerato molto la crescita (+11,5% annuo a settembre), restando comunque su dinamiche più basse rispetto all'energia. Dalle materie prime alimentari, infatti, nella prima parte del 2022 è venuta una forte spinta al rincaro, conseguenza dell'invasione russa dell'Ucraina, che ha spinto al rialzo in particolare i prezzi di grano e mais. Di recente però le quotazioni alimentari hanno registrato una corposa correzione al ribasso. Nella media del 2023 rispetto all'anno prima, quindi, è attesa una parziale flessione per le commodity agricole. Perciò, la crescita dei prezzi al consumo alimentari in Italia dovrebbe abbassarsi già nei mesi finali del 2022 e poi il prossimo anno.

L'inflazione in Italia nel 2022 dovrebbe risultare più bassa di quella media dell'Eurozona, con un divario di -0,6 punti. Nella media del 2023 la distanza dovrebbe restare significativa (-1,0 punti). La stima della BCE per l'inflazione nell'Eurozona, infatti, è di +8,1% nel 2022 e +5,5% nel 2023.

Nello scenario CSC, il deflatore del PIL in Italia registrerà nel 2022 una dinamica (+2,8%) molto più bassa di quella dei prezzi al consumo, per effetto del fortissimo aumento dei prezzi all'import (che entrano con il segno negativo nel calcolo). Nel 2023, il deflatore del PIL (+3,3%) sarà ancora, ma di poco, più basso rispetto alla dinamica dell'inflazione, ma un po' più alto del deflatore dei consumi: l'andamento dei prezzi all'import è atteso in rallentamento e sarà inferiore rispetto a quello dei prezzi all'export.

Importante notare che nel 2022 si è aperto un ampio divario tra l'inflazione misurata sui prezzi al consumo e il deflatore dei consumi delle famiglie (che è quello che entra nel calcolo del deflatore del PIL), stimati entrambi dall'ISTAT ma con metodi diversi. La dinamica del NIC è più alta di circa 1,5 punti, un divario mai registrato in passato. Il motivo potrebbe risiedere nei rapidi cambiamenti nelle abitudini di spesa delle famiglie italiane, a fronte del brusco balzo dei prezzi.

DEFICIT PUBBLICO/PIL



2022
5,1%

2023
3,5%

Tabella 2 Il quadro della finanza pubblica

(Valori in % del PIL)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Indebitamento della PA | 9,5 | 7,2 | 5,1 | 3,5 |
| Entrate Totali | 47,3 | 48,1 | 49,5 | 50,0 |
| Uscite Totali | 56,8 | 55,3 | 54,6 | 53,6 |
| Pressione fiscale | 42,7 | 43,4 | 44,5 | 44,0 |
| Saldo primario | -6,0 | -3,7 | -1,1 | 0,4 |
| Debito pubblico | 154,9 | 150,3 | 145,5 | 144,9 |

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

6. La finanza pubblica

Deficit pubblico migliore delle attese Il CSC stima un indebitamento netto della pubblica amministrazione al 5,1% del PIL nel 2022 e al 3,5% nel 2023 (Tabella 2). La previsione a legislazione vigente sul 2022, in linea con quanto indicato nell'ultima Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza (NaDEF), incorpora gli impatti di tutte le misure adottate finora dal Governo per sostenere famiglie e imprese contro il rincaro dei costi energetici (si veda il Focus 7) e beneficia del miglioramento dei saldi di bilancio, dovuto a una migliore dinamica dell'economia e a una più elevata inflazione. La previsione tendenziale sul 2023 sconta la frenata dell'attività economica. Nell'intero biennio di previsione è incluso l'impatto delle risorse europee del PNRR, così come nuovamente riprogrammate nella NaDEF, mentre non sono inclusi gli effetti di ulteriori interventi normativi che potrebbero verificarsi negli ultimi mesi dell'anno per fronteggiare la crisi energetica.

Un elemento particolarmente positivo emerso quest'anno è il forte aumento delle entrate fiscali rispetto alle attese: nei primi otto mesi dell'anno, stando alle Relazioni al Parlamento presentate dal Governo, sono state incassate maggiori entrate fiscali per complessivi 20,5 miliardi di euro: 14,3 individuati a fine luglio (in concomitanza con la presentazione della legge di assestamento) e 6,2 a inizio settembre⁶. Sulla base di tali risorse, il Governo ha ottenuto l'autorizzazione a finanziare nuovi interventi a sostegno di famiglie e imprese (disposti con il DL Aiuti bis e il DL Aiuti ter), senza ricorrere a ulteriore deficit. Applicando la medesima elasticità registrata finora alle entrate attese tra settembre e dicembre, il gettito fiscale nel 2022 potrebbe essere superiore rispetto a quanto stimato di ulteriori 10 miliardi (0,5 punti di PIL).

Per il 2023 la previsione tendenziale dell'indebitamento, marginalmente più alta di quanto stimato dal Governo nella NaDEF (3,4%), è più bassa di 0,5 punti di PIL rispetto al deficit stimato in aprile (3,9%). La stima sconta un peggior andamento dell'economia, ma un deflatore del PIL più elevato (+3,3%). Rispetto all'obiettivo programmatico autorizzato dal Parlamento ad aprile scorso, vi sarebbe spazio per utilizzare circa 10 miliardi aggiuntivi. Ma il quadro programmatico di finanza pubblica, questa volta non incluso nella NaDEF, verrà ridefinito dal prossimo Governo.

I dati di monitoraggio mensile delle entrate e delle spese della PA confermano il miglioramento dei saldi di finanza pubblica. Il fabbisogno cumulato del settore statale si è attestato a 49,2 miliardi di euro nei primi nove mesi del 2022, quasi 37 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo del 2021 (-42,8%). La

⁶ Nella Relazione al Parlamento del 26 luglio 2022 e in quella del 9 settembre 2022, il Governo per richiedere l'autorizzazione all'utilizzo di nuovo indebitamento fa ricorso alla procedura per eventi eccezionali, indicando come tali "la prolungata fase di incremento dell'inflazione, dovuta soprattutto ai prezzi dei prodotti energetici e delle materie prime, unitamente alle difficoltà determinate dall'attuale situazione internazionale".

buona dinamica della spesa primaria legata alle misure di contrasto al caro energia è più che compensata dalla forte accelerazione delle entrate (per lo più imposte indirette e versamenti contributivi); quest'ultima dovuta anche al venir meno di proroghe e sospensioni dei versamenti tributari disposte nel biennio 2020-2021.

Entrate in forte rialzo Il CSC stima che le entrate complessive in rapporto al PIL si attestino al 49,5% nel 2022 (dal 48,1% del 2021) e al 50,0% nel 2023, registrando una crescita annua molto sostenuta quest'anno (+9,3%), meno il prossimo (+4,4%).

Sul fronte delle entrate, lo scenario previsivo sul 2022 tiene conto degli effetti finanziari delle misure contro il caro-energia adottate fino a fine settembre per complessivi 19,1 miliardi.

Nel dettaglio, le entrate tributarie nel 2022 registrano un maggior gettito complessivo di 49 miliardi rispetto al 2021 (+9,3%), mentre nel 2023 mostrano una dinamica più lenta (+0,7%). Se per quest'anno risultano in forte incremento tutte le voci di imposta, per il prossimo si osserva una contrazione delle imposte dirette dovuto all'arresto della crescita economica (rispettivamente +6,6% e -3,8%). Le imposte indirette aumentano sensibilmente in entrambi gli anni di previsione (+8,0% e +9,1%) e tra queste principalmente l'IVA, nonostante gli interventi contro il caro-energia.

Anche per le entrate contributive si osserva una dinamica molto positiva (+8,5%) quest'anno, più contenuta il prossimo (+5,5%), in linea con la dinamica dell'occupazione.

La pressione fiscale e contributiva, perciò, sale al 44,5% del PIL nel 2022 (dal 43,4% del 2021) e rientra al 44,0% nel 2023. In termini nominali, il gettito tributario e contributivo aumenta del 9,0% quest'anno e del 2,2% il prossimo.

Spesa primaria moderata Nello scenario CSC la spesa pubblica si attesta al 54,6% del PIL nel 2022 e al 53,6% nel 2023, in riduzione rispetto al 55,3% dello scorso anno. Si conferma, dunque, il percorso di rientro dal picco del 2020, quando la spesa aveva toccato il 56,8% del PIL.

Sul versante della spesa, si tiene conto per il 2022 dell'esaurirsi degli effetti delle misure adottate durante la pandemia e dell'adozione delle misure volte a preservare il potere d'acquisto e la liquidità di famiglie e imprese per complessivi 35,3 miliardi.

La spesa corrente primaria è stimata al 46,1% del PIL nel 2022 e al 44,5% nel 2023; in termini monetari cresce quest'anno (+7,1%), mentre è attesa in frenata il prossimo (-0,2%), sotto l'ipotesi che, a legislazione vigente, vengano meno tutte le misure emergenziali adottate. I redditi da lavoro crescono quest'anno (+6,9%) per effetto dei pagamenti degli arretrati al pubblico impiego e di parte dei rinnovi contrattuali del triennio 2019-2021, ma si riducono il prossimo (-1,0%), scontando una dinamica lenta dell'occupazione. La dinamica positiva dei consumi pubblici nel 2022 (+6,3%) è dovuta ai pagamenti dei crediti di imposta alle imprese, ma è in parte compensata dal rinvio delle risorse europee del PNRR.

La spesa in conto capitale è vista in forte calo quest'anno (-20,6%), ma torna a salire il prossimo (+16,1%) a causa della riprogrammazione degli investimenti pubblici (nel 2022 -3,7% e +33,8% nel 2023).

Interessi e tassi in aumento La spesa per interessi sul debito pubblico si attesta al 4,0% del PIL nel 2022 e nel 2023 (dal 3,6% nel 2021), registrando un consistente aumento quest'anno (+17,7%).

L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato legato al rialzo dei tassi BCE ha allargato lo spread tra BTP e BUND tedeschi che è attualmente il più elevato d'Europa, molto vicino, se non talvolta superiore, a quello dei titoli greci.

DEBITO PUBBLICO/PIL



2022
145,5%

2023
144,9%

Nello scenario CSC, il rendimento del BTP decennale si attesterà in media a 300 punti base nel 2022, ipotizzando che il rialzo dei tassi registrato negli ultimi mesi persista fino a fine anno. Il balzo della spesa per interessi nel 2022 sconta principalmente l'aggiornamento del valore nozionale dei titoli indicizzati all'inflazione.

Per il 2023 si è ipotizzato un ulteriore incremento di 100 punti base del rendimento del BTP, per un valore medio annuo di 4,0 punti percentuali. Pertanto, gli interessi aumenteranno di oltre 11 miliardi di euro quest'anno rispetto al 2021 e di altri 2,2 miliardi nel 2023, per un livello di spesa complessiva superiore ai 77 miliardi il prossimo anno.

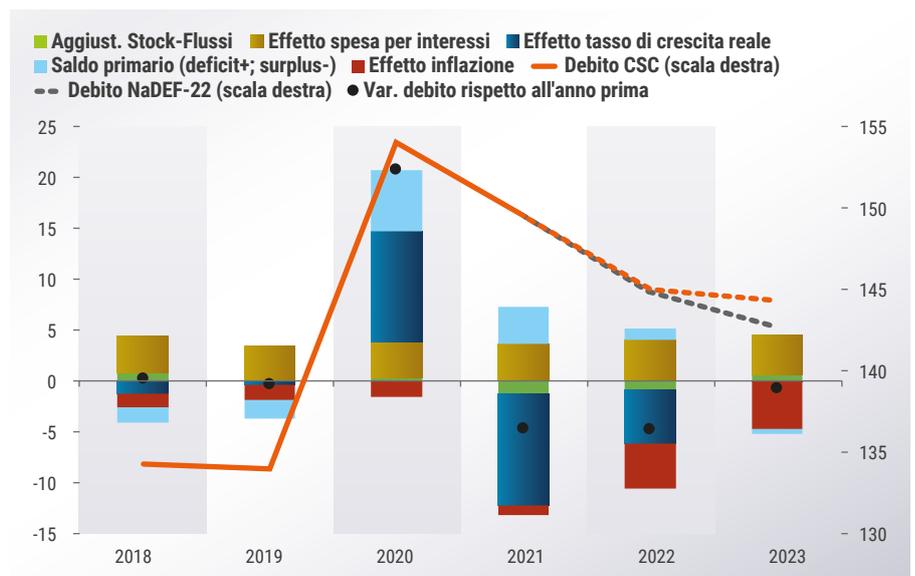
Debito pubblico in calo... Il debito pubblico in rapporto al PIL è stimato al 145,5% nel 2022, in riduzione di oltre 4,7 punti rispetto al 2021, come lo scorso anno. L'entità del calo, seppur riferito al quadro tendenziale, è considerevole ed è chiaramente legata sia all'elevato tasso di crescita del PIL che alla dinamica del deflatore: bisogna tornare addirittura al 1947 per registrare una diminuzione di tale ampiezza. Neppure la convergenza di Maastricht riuscì in una simile impresa (il debito scese di 4,3 punti di PIL nel 2000). Per il 2023, il debito pubblico è previsto calare di neanche 0,7 punti per assestarsi al 144,9% di PIL. Rispetto alla NaDEF, che prevede di raggiungere un rapporto debito pubblico su PIL del 145,4% e 143,2% nel 2022 e 2023 rispettivamente, lo scenario CSC mostra un calo inferiore nel secondo anno per via di ipotesi più contenute sulla dinamica del deflatore del PIL.

La differenza tra il costo del servizio del debito e il tasso di crescita dell'economia (cd. componente *snowball*) risulta negativa in tutto l'orizzonte previsivo, contribuendo all'erosione dello stock di debito pubblico.

... ma rallenta la discesa Il graduale minore contributo della crescita reale riduce la velocità di discesa del debito (Grafico 19). Infatti, se nel 2021 gran parte della riduzione del debito era ascrivibile alla componente di crescita reale, che più che compensava l'aumento di spesa per interessi e il disavanzo primario, nel 2022 la stessa componente si dimezza per poi scomparire nel 2023, venendo solo in parte rimpiazzata dall'effetto inflazione e da un ritorno a un modesto avanzo primario (0,4% di PIL). Il contributo dell'aggiustamento stock-flussi è rilevante soltanto nel 2021 e 2022, ma tenderà a estinguersi nel 2023.

Grafico 19 Inflazione: crescente contributo al calo del debito pubblico

(Valori in % del PIL)



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

Essenziale una politica di bilancio prudente L'ampliamento dello spread e la riattivazione del Patto di Stabilità e Crescita obbligheranno il Governo a una gestione dei conti pubblici particolarmente prudente, indirizzando il debito su

un percorso di rapida riduzione anche per evitare allargamenti dello spread "eccessivi" (termine la cui definizione non è ancora ben specificata nel quadro del nuovo *Transmission Protection Instrument* della BCE).

7. Il credito per le imprese

Credito in crescita, ma più difficile I prestiti bancari alle imprese in Italia hanno di nuovo accelerato nella prima metà del 2022, con una dinamica che è divenuta rapidamente molto significativa (+3,7% annuo a luglio). La crescita resta lontana dall'impennata del 2020, dovuta al *lockdown* e favorita dalle garanzie pubbliche (+8,3% a dicembre; Grafico 20). Il ricorso delle imprese al credito sembra essere connesso, anche quest'anno, ai timori relativi alla liquidità, questa volta a causa del caro-energia che richiede esborsi di cassa molto superiori al normale.

Grafico 20
Prestiti di nuovo in forte crescita
(Italia, imprese, dati mensili)



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

I prestiti stanno accelerando in tutti i settori, con dinamiche piuttosto uniformi. La maggiore crescita, comunque, si ha nel manifatturiero (+3,0% annuo a maggio 2022), seguito dalle costruzioni (+2,5%) e quindi dai servizi (+2,0%).

L'indagine Banca d'Italia segnala che, sebbene le richieste di fondi delle imprese siano nel complesso stabili nell'ultimo anno, cioè da metà 2021, sono tornate a crescere fortemente nel 2° trimestre 2022 quelle per prestiti a breve termine, quindi per coprire esigenze di liquidità. Coerentemente, i dati qualitativi indicano anche che, tra le determinanti della domanda, crescono le richieste di fondi per scorte/capitale circolante. Calano, invece, quelle per finanziare nuovi investimenti e sono rimaste ferme, nell'ultimo anno, quelle per ristrutturazione/rinegoziazione del debito.

Dal lato dell'offerta, l'indagine Banca d'Italia mostra che nel 1° e 2° trimestre 2022 si è avuta una moderata stretta nei criteri per il credito, dopo una lunga fase di tendenziale allentamento. L'offerta è divenuta meno accomodante a causa del peggioramento delle attese da parte delle banche sull'economia in generale e su specifici settori e per maggiori rischi percepiti sulle garanzie. Gli istituti sono anche tornati a segnalare problemi, al momento moderati, di raccolta sui mercati e di dotazione di capitale, in minor misura anche di liquidità, cosa che non si verificava dal 2011-12; questo sviluppo negativo è certamente associato anche con la progressiva fine dell'azione espansiva della BCE.

Questa indicazione è confermata dall'indagine ISTAT che mostra come la quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti è in aumento

nella prima metà del 2022, sopra i minimi del 2021 (7,3% a giugno, da 3,9%). I dati ISTAT segnalano anche che l'accesso al credito è divenuto molto meno favorevole: -20,6 il saldo a giugno, da -0,3. Quindi, una parte significativa delle imprese industriali non sta ottenendo i prestiti richiesti, che sono soprattutto per la liquidità necessaria alla propria attività.

La stretta al credito e il caro-bollette si riflettono nell'andamento dell'indicatore qualitativo sulla liquidità disponibile in azienda (rispetto alle esigenze operative), che sta subendo un marcato calo nel corso del 2022, rispetto ai valori pre-crisi raggiunti nel 2021. La situazione non sembra per ora drammatica come quella del 2020, ma preoccupa. Resta anche un divario settoriale: nei settori dei beni di consumo, la situazione in termini di liquidità è più difficile rispetto a quelli intermedi e, soprattutto, rispetto agli strumentali che finora limitano i danni. Le imprese dei settori "a valle", dunque, sembrano avere maggiore esigenza di nuovo credito, per ottenere risorse liquide.

Prospettive incerte per il credito I prestiti sono attesi ancora in aumento nella seconda parte del 2022 e nel 2023. La domanda, di nuovo alimentata dalla crisi, dovrebbe restare su un sentiero di espansione. Tuttavia, sull'offerta e anche sulla domanda influiscono vari fattori: alcuni positivi, altri negativi. Il rischio è di ritrovarsi, come già indicato dai dati qualitativi, in uno scenario di offerta troppo selettiva e domanda in parte insoddisfatta, quindi insufficiente sostegno all'attività economica.

Il debito bancario accumulato a causa della crisi del 2020 ha pesato sulla solidità dei bilanci delle imprese, nonostante l'allungamento del periodo di rimborso: la quota del debito sul passivo totale è salita in modo significativo, invertendo la rotta rispetto all'importante calo ottenuto nel decennio precedente. Perciò, le imprese avrebbero bisogno ora di ridurre l'indebitamento, non di accrescerlo ancora: ma in molti casi, una nuova crisi di liquidità può obbligare ad accendere altri prestiti, per cui è cruciale che il canale del credito bancario resti aperto.

Una quota significativa di imprese, in particolare quelle operanti nei settori più energivori, potrebbe ancora aver bisogno del sostegno di misure emergenziali per il credito e la liquidità, come quelle varate nel 2020 (garanzie del Fondo PMI, moratorie sui debiti bancari). Queste misure possono attenuare gli impatti sulle sofferenze bancarie e sull'offerta di credito.

Finora, le sofferenze bancarie stanno proseguendo lungo il trend di lenta riduzione: 20 miliardi di euro a luglio, da 50 a fine 2019. Il flusso di nuovi prestiti deteriorati si è ridotto molto nel 1° trimestre 2022, su valori decisamente moderati (1,2% dello stock, da 1,9%). Ciò grazie alla crescita del PIL italiano nella prima metà del 2022. Contribuisce anche il proseguire, più limitato, delle cartolarizzazioni di prestiti deteriorati (3,2 miliardi nei primi sette mesi del 2022).

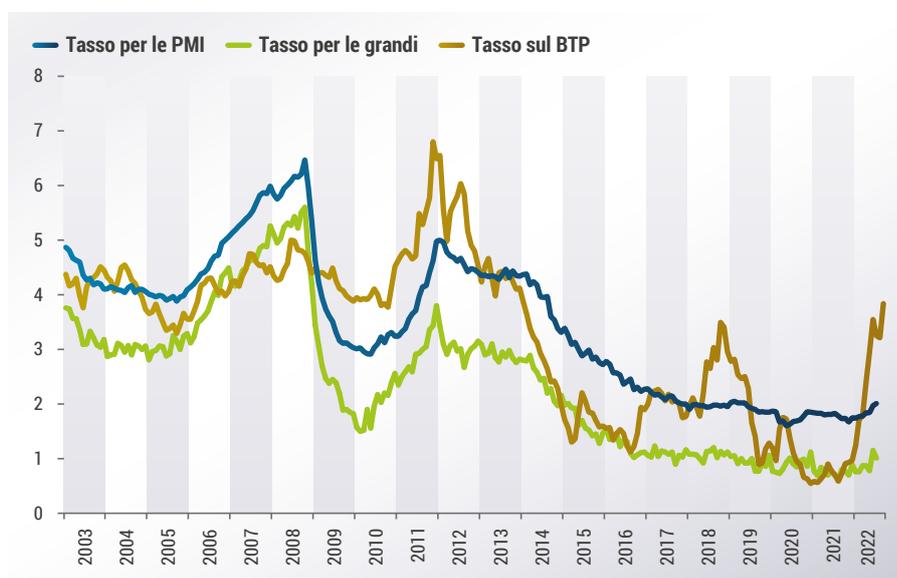
Il rischio di nuove ingenti rettifiche e di maggiori accantonamenti resta limitato, ma crescerà con la correzione al ribasso dell'economia nella seconda metà del 2022. Già a inizio 2022 le rettifiche su crediti sono aumentate e la redditività bancaria è di nuovo diminuita. Viene ora favorita dai maggiori tassi di interesse e, quindi, dal margine in aumento. Viceversa, l'attività di negoziazione è in flessione e sembra essersi arrestata la riduzione dei costi operativi.

I rendimenti sovrani italiani da inizio anno hanno registrato una forte risalita: 4,05% medio a settembre il BTP decennale, da 0,97% a dicembre 2021: siamo oltre i picchi del 2018. I motivi sono vari: lo *spillover* dal rialzo dei tassi USA, la fine degli acquisti BCE di titoli, i rialzi dei tassi ufficiali BCE. Ciò tende ad alzare il costo della raccolta bancaria e a ridurre il valore di mercato del portafoglio di titoli pubblici degli istituti, stabilizzatosi a valori elevati (411 miliardi a luglio).

I tassi pagati dalle imprese sono tradizionalmente correlati all'andamento del BTP e quindi rischiano di subire un forte aumento già nel 2022 (Grafico 21). Che sembra infatti essere iniziato: 2,01% a luglio per le PMI sulle nuove ope-

Grafico 21 Il tasso per le imprese seguirà il rialzo del BTP?

(Italia, valori %, dati mensili)



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

8. Lo scenario internazionale

Shock energetico e inflazione incombono sullo scenario globale Lo scenario internazionale è segnato dal balzo dei prezzi energetici che sta pregiudicando l'attività produttiva mondiale, seppure con diversa intensità nelle varie aree geografiche. L'Europa è quella più fortemente colpita. L'inflazione, spinta dai rincari energetici, è in forte aumento e riduce il potere d'acquisto delle famiglie. Il conseguente diffuso rialzo dei tassi di interesse frena gli investimenti, in particolare in settori come le costruzioni, con un progressivo effetto negativo sulla domanda e di conseguenza sull'attività produttiva. Infatti, le più recenti previsioni delle istituzioni internazionali anticipano per quest'anno un netto rallentamento del ciclo economico mondiale.

La dinamica degli scambi mondiali di beni ha sorpreso al rialzo nei primi sette mesi del 2022, attestandosi al +3,6% di crescita rispetto alla media del 2021, nonostante il perdurare del conflitto russo-ucraino, dei blocchi produttivi in Cina dovuti alla politica zero-Covid e dei conseguenti colli di bottiglia in alcune catene di fornitura globali.

Nello scenario CSC, il commercio mondiale è quindi rivisto al rialzo nel 2022 (+4,0%) rispetto alle previsioni di aprile (+2,0%). Tale stima sconta una dinamica nella seconda parte dell'anno sostanzialmente piatta: il commercio mondiale perderà nel secondo semestre del 2022 lo slancio che ha mantenuto nella prima metà. L'uscita fiacca dal 2022 influisce sulla previsione del 2023, cui consegna un "acquisito" prossimo allo zero. Per il 2023, quindi, il commercio mondiale è rivisto al ribasso (+2,3%; Tabella 3) rispetto ad aprile (+4,5%), con una crescita prevista in forte rallentamento, sotto la media di lungo periodo (+3,3%).

L'impatto della guerra e delle sanzioni economiche varate fino a giugno sembra essere stato ad oggi ancora contenuto in termini di crescita degli scambi mondiali, anche perché non tutte le aree sono esposte allo stesso modo. Anzi, in alcuni paesi, *in primis* la Cina e l'India, gli scambi con il paese sanzionato, la Russia, si sono rafforzati nella prima metà del 2022.

I due grandi shock che si sono succeduti negli ultimi tre anni, la pandemia da Covid, prima, e l'invasione russa dell'Ucraina, dopo, hanno comportato forti pressioni sulla catena di approvvigionamento sia per la carenza di materie

COMMERCIO MONDIALE



2022
+4,0%

2023
+2,3%

Tabella 3
Le esogene internazionali della previsione

(Variazioni %)

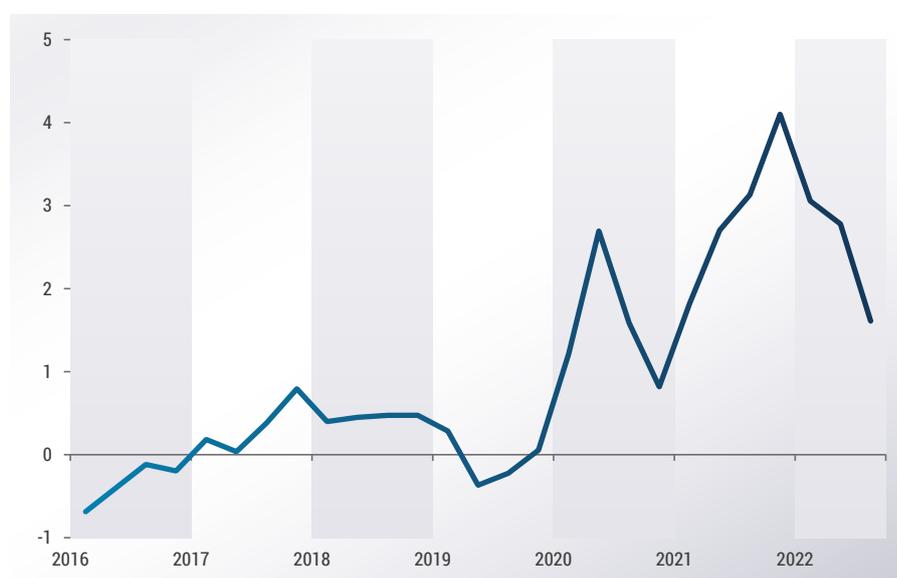
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------------|------|------|------|------|
| Commercio mondiale | -5,4 | 10,3 | 4,0 | 2,3 |
| PIL - Stati Uniti | -3,5 | 5,6 | 1,5 | 1,1 |
| PIL - Area euro | -6,5 | 5,2 | 3,0 | 0,3 |
| PIL - Paesi emergenti | -2,0 | 6,4 | 3,6 | 3,8 |
| Prezzo del petrolio ¹ | 42 | 71 | 102 | 91 |
| Prezzo del gas (Europa) | 9 | 47 | 150 | 204 |
| Cambio dollaro/euro ² | 1,14 | 1,18 | 1,05 | 1,00 |
| Tasso FED effettivo ³ | 0,37 | 0,08 | 1,92 | 4,50 |
| Tasso BCE ³ | 0,00 | 0,00 | 0,59 | 2,50 |

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

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

Grafico 22
Si allenta la pressione sulle catene di approvvigionamento

(Indice globale di pressione sulle catene di approvvigionamento*)



* *Global Supply Chain Pressure Index*, si veda la nota 7.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FED.

Scorporando le componenti principali relative alla logistica, emerge che l'indice dell'attività portuale di container - *RWI/ISL Container Throughput Index* - ad agosto è aumentato indicando un ritorno alla normalizzazione del traffico nei principali porti (cinesi e nord-europei).

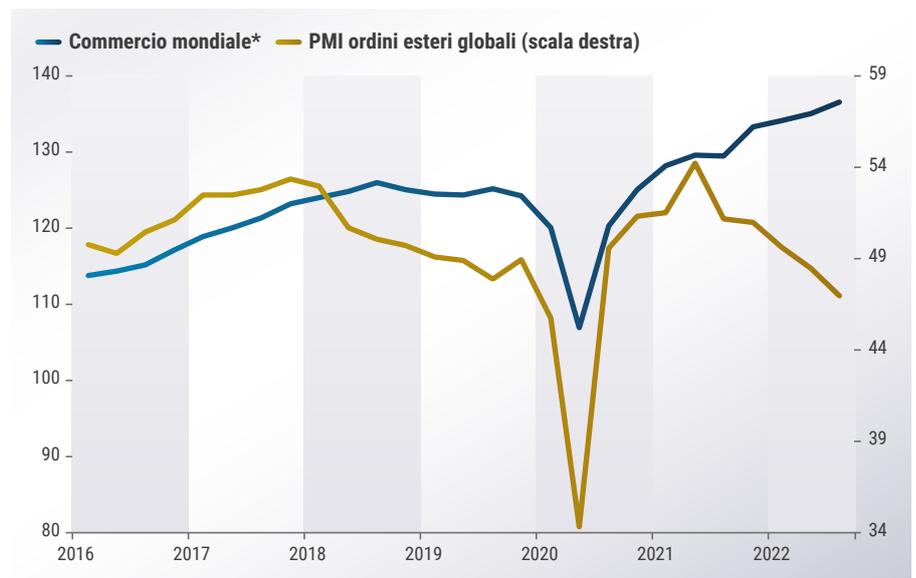
⁷ L'indice è una misura pluridimensionale della pressione globale sulle catene di approvvigionamento, considerando congiuntamente: il *Baltic dry index*, rappresentativo del costo di trasporto e noli marittimi delle materie prime secche, l'indice *Harpex*, che guarda ai tassi di spedizione dei container, il costo del trasporto aereo lungo una serie di rotte, unito anche agli indicatori qualitativi dei PMI (*Purchasing Managers' Indices*) per le principali economie globali. Si veda, Benigno G., di Giovanni J., Groen J. e Noble A.I., "A new barometer of global supply chain pressures", Federal Reserve Bank of New York, 4 gennaio 2022.

A settembre la componente ordini esteri del PMI globale ha continuato a scendere sotto la soglia neutrale (50), per il settimo mese consecutivo, segnando contrazione negli scambi mondiali.

I dati del commercio mondiale, invece, restano in crescita (+0,7% a luglio rispetto a giugno), determinando una divaricazione marcata tra le due variabili⁸ (Grafico 23). La componente ordini esteri PMI globale dovrebbe anticipare un rallentamento della domanda mondiale, sotto le spinte inflazionistiche e della stagnazione degli Stati Uniti, primo importatore mondiale, le cui importazioni hanno sperimentato una fortissima accelerazione nel corso del 2022.

Grafico 23 Continua la crescita degli scambi globali

(Dati trimestrali a prezzi costanti, 50 = soglia neutrale)



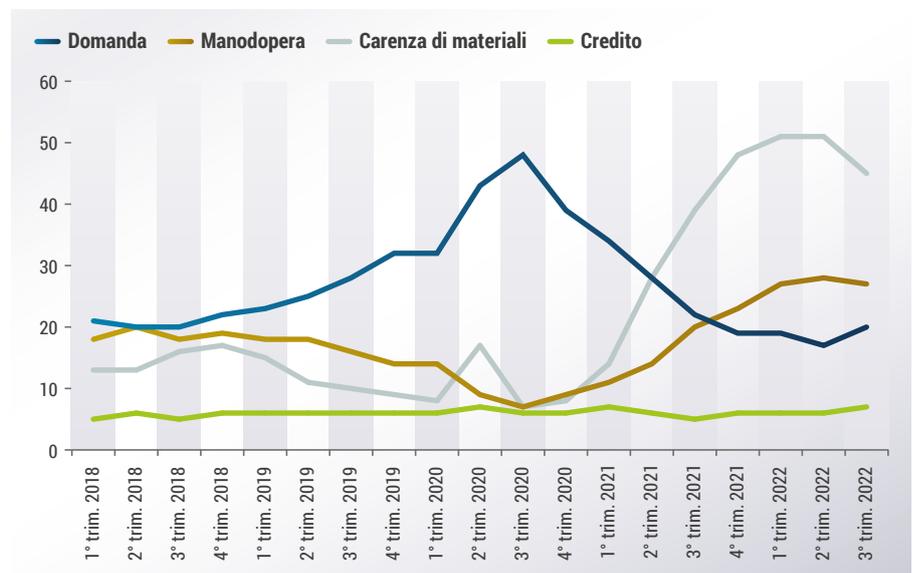
* 3° trimestre 2022: luglio.

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

In linea con quanto rilevato dal PMI globale sono le indicazioni riguardo ai fattori limitanti la produzione, per i 27 paesi dell'Unione europea, secondo quanto emerge dalle inchieste della Commissione. La percentuale di imprese che segnala carenze di materie e/o attrezzature, che ha toccato il suo picco nei primi due trimestri del 2022 (51% dei rispondenti), è in lenta riduzione ma resta molto alta. Aumenta quella che indica una contrazione della domanda come vincolo alla produzione (20% nel 3° trimestre; Grafico 24).

Grafico 24 Fattori limitanti la produzione nell'Unione europea

(In % dei rispondenti)



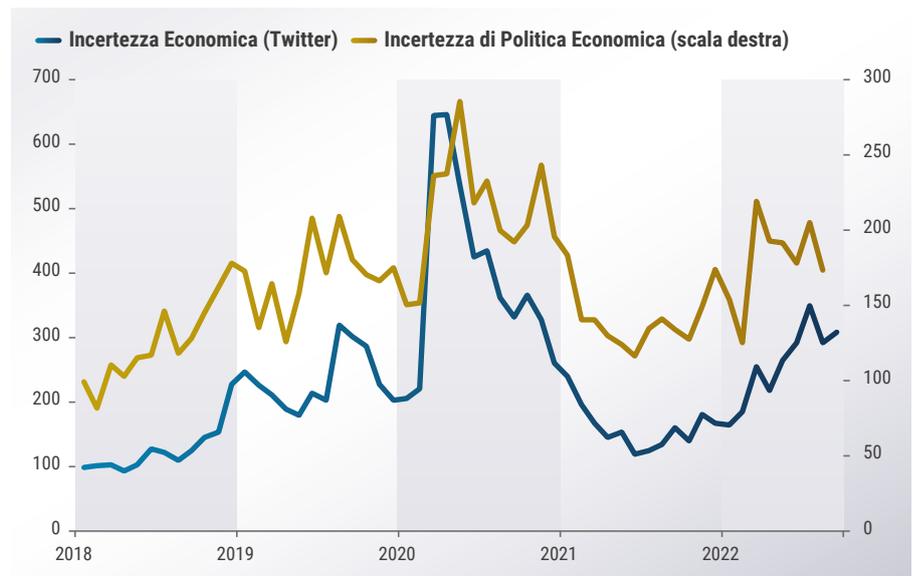
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

⁸ Si veda il Focus 6.

Altro elemento rilevante per gli scambi mondiali è l'incertezza, che permane su livelli elevati, sebbene da luglio abbia iniziato a invertire la tendenza. Tale inversione potrebbe essere il risultato di una certa assuefazione al conflitto in corso, che diventa un nuovo elemento "strutturale", senza che questo prelude ad una riduzione permanente dell'incertezza. Anzi, l'attuale rischio di *escalation* del conflitto ha già fatto oscillare verso l'alto l'incertezza giornaliera. Ciò costituisce un grave deterrente per gli investimenti diretti esteri nel mondo, che nel 2022 sono previsti dall'UNCTAD⁹, nello scenario migliore, piatti rispetto al 2021 (dopo +64%), con effetti negativi anche sugli scambi mondiali (Grafico 25).

Grafico 25 Permane elevata l'incertezza

(Indice, gennaio 2018=100)

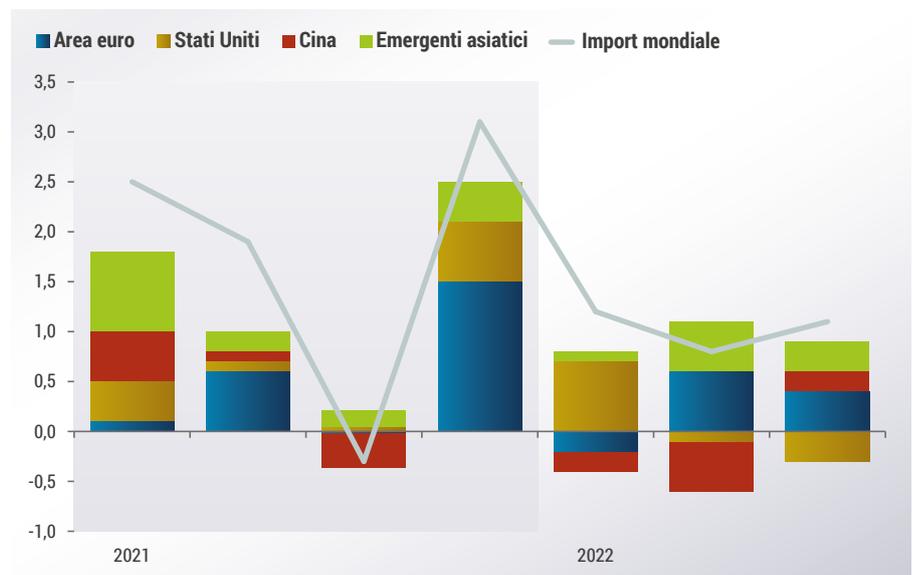


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Economic Policy Uncertainty.

Componenti del commercio globale A sostenere la crescita degli scambi mondiali nella prima parte del 2022 sono stati soprattutto i paesi avanzati, Area euro e Stati Uniti, mentre i paesi emergenti hanno complessivamente rallentato. In particolare, ciò che è venuto meno è stato il contributo delle importazioni cinesi, mentre gli altri paesi emergenti asiatici hanno continuato a sostenere la domanda mondiale (Grafico 26).

Grafico 26 La Cina passa il testimone nell'espansione del commercio

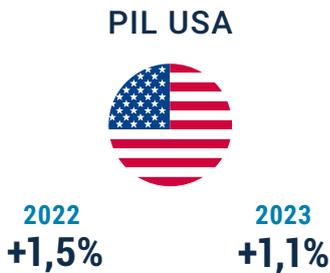
(Import mondiale, crescita e contributi alla crescita, dati trimestrali)



* 3° trimestre 2022: luglio.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB.

⁹ World Investment Report, 2022.



Lo scenario previsivo CSC incorpora un cambio nel baricentro della crescita degli scambi mondiali: rallenteranno fortemente quelli dei paesi avanzati e riprenderanno maggiore dinamicità quelli cinesi. Questo scenario di crescita sconta che la politica zero-Covid attuata finora in Cina, che ha fortemente impattato sulla produzione, gradualmente verrà allentata, specie dalla seconda parte del 2023. Inoltre, una buona disponibilità di gas e petrolio, data l'assenza di sanzioni verso il fornitore principale di queste commodity, la Russia, favorisce il sistema produttivo cinese.

USA meno penalizzati da shock e conflitto Nello scenario CSC si ipotizza una crescita del PIL degli Stati Uniti dell'1,5% nel 2022, che segue il rimbalzo post-Covid del 5,6% registrato nel 2021, e dell'1,1% nel 2023.

Nel 2° trimestre del 2022, il PIL americano è diminuito per la seconda volta consecutiva (-0,1% trimestrale, dopo -0,4%), portandosi del 2,6% al di sopra del livello del 4° trimestre 2019 (pre-Covid). Gli investimenti fissi lordi, migliorati dell'1,8% congiunturale nel 1° trimestre del 2022 sono tornati a diminuire nel 2° (-1,1%), mentre la tenuta dei consumi (+0,4%, di cui +0,8% di servizi, -0,6% di beni) ha attenuato il calo del prodotto totale.

La variazione acquisita per il 2022 è dunque diminuita dello 0,1% tra il 1° e il 2° trimestre (da +1,5% a +1,4%) e, in modo più significativo, rispetto al trascinarsi che si aveva a fine 2021 (+2,0%). Coerentemente, lo scenario ipotizzato per il biennio 2022-2023 è stato rivisto al ribasso di 1,5 punti percentuali nel 2022 (da +3,0%) e di 1,6 punti percentuali nel 2023 (da +2,7%).

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

- La guerra ha avuto un peso minore che altrove. Lo shock energetico e l'invasione russa dell'Ucraina stanno avendo effetti diretti sull'economia statunitense più contenuti di quelli osservati per altri paesi. D'altra parte, il rallentamento del commercio internazionale nel 2022 (sebbene meno pronunciato delle attese) dovrebbe accentuarsi nel 2023 e penalizzare pure gli USA, anche a causa dell'aumento dell'incertezza a livello economico, finanziario e geopolitico. L'incertezza di politica economica americana misurata dall'*EPU Index*¹⁰ ha registrato un aumento significativo, per quanto molto meno marcato di quello globale (7,4% nella media dei primi otto mesi del 2022, rispetto ai corrispondenti mesi del 2021).
- L'indice della produzione industriale ha tenuto (Grafico 27): nel 2° trimestre del 2022 ha, per la prima volta, superato il punto massimo di gennaio 2018 (già prima i valori pre-pandemia). La crescita trimestrale è stata dell'1,3%, la più alta da giugno del 2021, ed è seguita al rallentamento nel 1° trimestre. Tuttavia, i dati di luglio ed agosto prefigurano una variazione acquisita nel 3° trimestre molto più contenuta (+0,4%), che sembra anticipare un possibile calo nella seconda metà del 2022 e una variazione annua inferiore di 0,8 punti percentuali rispetto a quella del 2021 (+4,1% da +4,9%).
- Gli indicatori qualitativi nel corso del 2022 hanno mantenuto valori espansivi, ma in progressivo calo. Il PMI manifatturiero, dopo un incoraggiante incremento nei mesi tra febbraio e aprile del 2022, ha ripreso un trend di rallentamento che si protrae dal picco toccato a luglio 2021. La media acquisita nel 3° trimestre del 2022 è di 4,6 punti inferiore a quella del 2°, in linea con quanto registrato per l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago (-5,4 punti) e l'ISM manifattura (-2,0 punti). I livelli medi trimestrali si mantengono al di sopra della soglia di espansione, anche se con un margine sempre più ridotto: 1,7 punti per

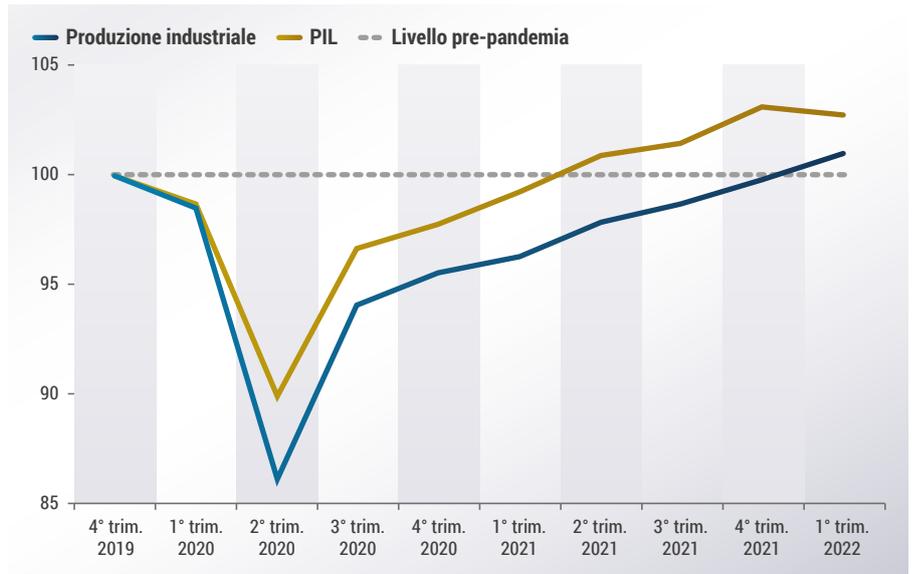
¹⁰ L'*Economic Policy Index* è elaborato da Baker S.R., Bloom N. e Davis S.J. ("Measuring economic policy uncertainty", *The quarterly journal of economics*, 2016; <https://www.policyuncertainty.com/index.html>).

il PMI manifatturiero da 8,1 di fine 2021; 2,2 punti per l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago da 14,4; 2,8 punti per l'ISM manifatturiero da 10,2. Gli indici sull'attività manifatturiera locali della FED sono attestati su valori significativamente inferiori alla media del 2021, in molti casi (con l'eccezione di Dallas) anche su livelli recessivi.

- Il mercato del lavoro nel 2022 si è stabilizzato su un tasso di disoccupazione inferiore al 4,0%. Ad agosto i posti di lavoro creati da giugno 2020 (saldo complessivo di 20,8 milioni) hanno quasi interamente recuperato quelli persi nei settori non agricoli durante la pandemia nei mesi di marzo e aprile 2020 (21,2 milioni).

Grafico 27 USA: rallenta la produzione

(Indice produzione industriale medie trimestrali, 4° trim. 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FRED.

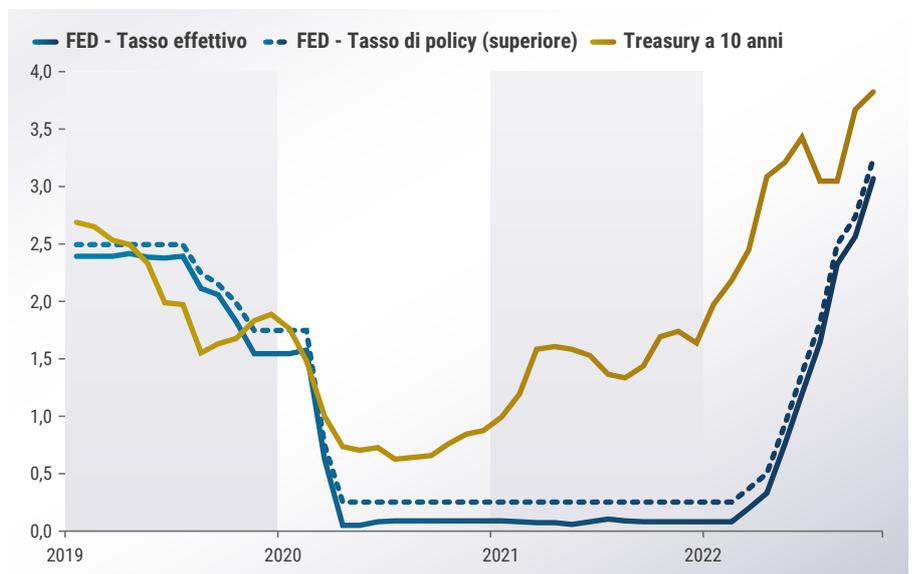
TASSO FED



Inflazione alta e massicci rialzi dei tassi FED La FED sta continuando a rialzare i tassi ufficiali: con la quinta mossa, all'unanimità, a settembre li ha portati nella forchetta 3,00-3,25%. Il tasso di riferimento fino a marzo era fermo a 0,00-0,25%. Si trovava a quei livelli da aprile 2020, quando era stato tagliato bruscamente per sostenere la ripresa post-Covid. Il tasso effettivo FED, da 0,08% a febbraio, è salito quindi a 3,08% a settembre (Grafico 28).

Grafico 28 Tassi americani in rialzo

(USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il motivo è il balzo dell'inflazione (+8,3%), salita a oltre quattro volte la soglia obiettivo FED (+2,0%). Negli USA, l'inflazione è troppo alta anche esclusi energia e alimentari (+6,3%): ciò riflette la maggior domanda interna (rispetto all'Eurozona) e, quindi, le pressioni sui prezzi diffuse. La dinamica delle retribuzioni nominali negli USA ha accelerato al +5,1% annuo nel 2° trimestre 2022, incorporando in parte la maggior inflazione.

Secondo la FED, la disoccupazione resta poco sotto ai valori di lungo termine e l'economia americana è abbastanza in salute da poter fare a meno dello stimolo monetario, nonostante il caro-energia, il conflitto in Ucraina, la persistente pandemia.

A settembre il comunicato FED continua a indicare che il tasso ufficiale sarà alzato ancora nelle prossime riunioni. Il FOMC (*Federal Open Market Committee*) ha segnalato che la maggioranza dei suoi membri intende alzare i tassi ancora di oltre un punto, a 4,25-4,50% a fine 2022. Per il 2023, la stessa maggioranza è favorevole a un ultimo rialzo, al 4,50-4,75%.

I mercati scontano un sentiero simile di rialzo dei tassi. I *future* indicano infatti tassi FED a 4,25-4,50% a dicembre 2022 (con attese salite di oltre mezzo punto nell'ultimo mese). Per il 2023, invece, ritengono più probabile che il tasso rimanga fermo; assegnando comunque una probabilità contenuta a un ultimo rialzo a 4,50-4,75% (stime CME).

Nello scenario CSC, coerentemente con tali indicazioni, la FED alzerà i tassi in due mosse nella parte finale del 2022, fino al 4,50%, mentre nel 2023 i tassi resterebbero fermi. Lo scenario CSC di aprile incorporava un rialzo molto minore (a 2,50%) e meno ripido (distribuito tra il 2022 e il 2023).

Dunque, la politica monetaria frenerà l'economia USA già nel corso del 2022: il tasso di riferimento, infatti, ha superato a settembre il livello neutrale di lungo periodo (stimato al 2,5% dal FOMC) e lo distanzierà ampiamente alla fine di quest'anno. L'impatto della politica monetaria restrittiva si farà sentire quindi soprattutto nel corso del 2023, quando il tasso supererà tale soglia fin dall'inizio dell'anno.

Il tasso FED resterà nettamente superiore a quello BCE nel corso del 2022 e del 2023, con una distanza media pari a +1,33 punti quest'anno e a +2,00 il prossimo. Ciò continua a esercitare una forte spinta a indebolire l'euro rispetto al dollaro. Questo avviene nonostante i rialzi BCE nel 2022 che hanno limitato la distanza tra i due tassi.

Inoltre, la FED ha fermato già a marzo 2022 il piano di *Quantitative Easing*, che fino a ottobre 2021 realizzava acquisti di titoli americani per 120 miliardi di dollari al mese. Lo stop è avvenuto prima dell'atteso, visti i progressi sull'occupazione e l'aumento vertiginoso dell'inflazione.

La FED ha già deciso anche di limitare, da maggio, il reinvestimento in bond delle somme incassate da quelli che giungono a scadenza. Da settembre, titoli scaduti per 95 miliardi al mese non vengono riacquistati. Lo stock di titoli accumulato, perciò, si sta gradualmente riducendo, pur restando enorme: 5.687 miliardi di *Treasury* e 2.718 di *Mortgage Backed Security* a settembre. Per il momento non si prevedono, invece, vendite di titoli.

La fine del QE e l'inizio della riduzione dello stock hanno annullato la precedente spinta al ribasso sui tassi USA di medio-lungo termine. Perciò, il rendimento del *Treasury* decennale è salito a 3,49% a settembre, da 1,63% a fine 2021.

Eurozona tra guerra e rincari energetici: deboli prospettive di crescita Nel 2021 l'Eurozona ha chiuso l'anno registrando una crescita del PIL di +5,2%, grazie al rimbalzo dei consumi delle famiglie (+3,7%) e al sostegno derivante dall'aumento degli investimenti (+4,1%). L'andamento positivo ha caratterizzato anche la prima parte del 2022, nonostante il contesto reso vulnerabile da

PIL EUROZONA



2022
+3,0%

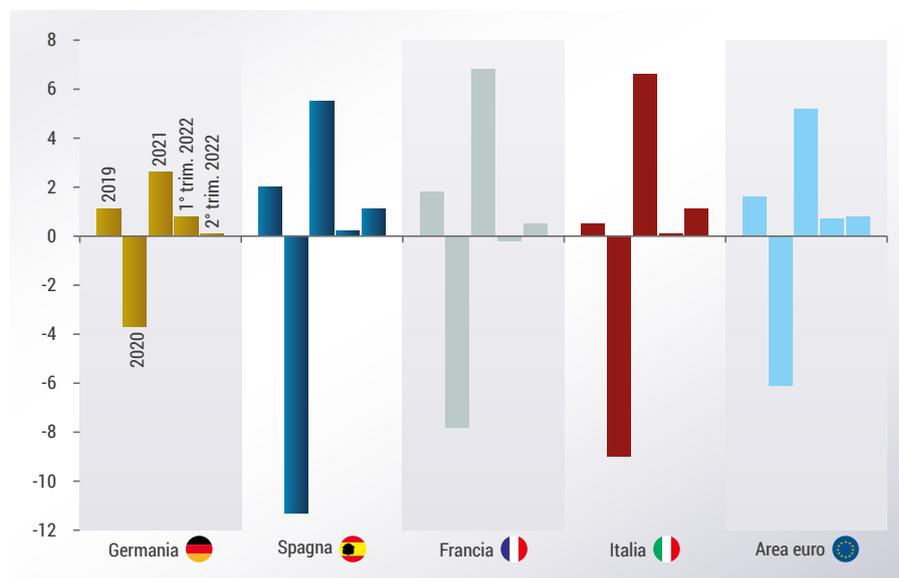
2023
+0,3%

diversi fattori: evoluzione della pandemia, invasione russa dell'Ucraina, rincari energetici e di altre materie prime. Dopo il 1° trimestre positivo (+0,7%), l'Eurozona ha proseguito lungo una traiettoria di crescita (+0,8% nel 2° trimestre), meglio delle attese.

Ciò grazie in particolare, nel 2° trimestre, al contributo derivante dalla spesa delle famiglie (+1,3%), grazie al completo superamento delle misure di restrizione pandemica e, in misura più modesta, a quello degli investimenti (+0,9%). Questa crescita ha portato l'Area al di sopra del livello pre-Covid (+1,8% nel 2° trimestre 2022), sebbene in maniera eterogenea (Grafico 29)¹¹. Tra i principali paesi europei, Spagna e Italia sono state le più virtuose, registrando entrambe un +1,1% nel 2° trimestre, seguite da Francia (+0,5%) e Germania che ha registrato una variazione appena positiva (+0,1%). La buona dinamica del PIL italiano nel 2° trimestre le garantisce il primato in termini di *gap* dal pre-Covid (+1,3%), meglio della Francia (+0,9%); al contrario, la Spagna risulta ancora distante (di -2,3 punti percentuali), mentre la Germania è appena sotto (-0,03%)¹².

Grafico 29 Crescita eterogenea tra i paesi dell'Eurozona

(Var. % congiunturali, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Le informazioni congiunturali per il 3° trimestre 2022 mostrano segnali di graduale indebolimento, che si materializzeranno in una variazione negativa del PIL nel 4° trimestre. A partire da marzo il clima di fiducia dell'Area euro (ESI) rilevato dalla Commissione si è progressivamente affievolito: nel 3° trimestre si è registrata una diminuzione del 7,3% rispetto al 2°. Il pessimismo è generalizzato, ma visibilmente più marcato nell'industria e nelle costruzioni (-81,6% e -51,2%), seguite dal settore dei servizi (-42,2%). Un peggioramento è stato rilevato anche nelle aspettative riguardanti l'occupazione (-3,8% nel 3° trimestre).

Anche le ultime indagini qualitative sull'attività economica, basate su valutazioni dei direttori degli acquisti, segnalano un rallentamento. La frenata è dovuta in particolare al settore manifatturiero, coerentemente con la debole dinamica della produzione industriale, che a luglio ha registrato un crollo del 2,3%, la flessione più intensa da aprile 2020 e che la riporta nuovamente sotto

¹¹ Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, l'attività economica europea ha registrato una variazione positiva di +4,1%.

¹² Sul valore molto positivo per la media dell'Eurozona influisce il valore estremo in Irlanda (+28,4%), per effetto delle diverse transazioni di imprese multinazionali (MNE) che vengono incluse nei conti nazionali. Come durante il periodo della pandemia, inoltre, il settore delle esportazioni irlandese si sta mostrando particolarmente resiliente.

i livelli del 2019 (-0,7%). L'indice PMI manifatturiero ha virato sotto la soglia di 50, segnalando contrazione ad agosto (49,6), per poi diminuire ulteriormente a settembre (48,4). Anche il PMI dei servizi si è indebolito (48,9 a settembre).

Lo scenario CSC ipotizza un +3,0% per il 2022 (inferiore all'acquisito, +3,2%), seguito da una debole dinamica di +0,3% nel 2023. Mentre nel primo semestre del 2022 l'economia dell'Eurozona si è mostrata resiliente e ha tratto vantaggio dalla spinta proveniente sia dalla domanda interna, sia dai mercati esteri, l'aumento straordinario del costo dell'energia e le pressioni inflazionistiche eserciteranno un impatto negativo sull'attività produttiva e sui consumi nell'orizzonte previsivo.

L'inflazione ai massimi (+9,1% annuo in agosto e +10% la stima provvisoria di settembre) e le difficoltà legate all'adozione delle misure europee per contrastare l'aumento del prezzo del gas e ai rischi di razionamento delle forniture di gas dalla Russia¹³, contribuiscono a prolungare la fase di incertezza (cresciuta di +15% in media a luglio e agosto rispetto al 2° trimestre) e a rendere volatili i prezzi energetici. Ciò rende più instabile, per le imprese e per le famiglie, il contesto nel quale maturano le proprie decisioni di spesa per i mesi a venire. Lo scenario è ulteriormente penalizzato dal recente rialzo dei tassi di *policy* da parte della Banca Centrale Europea che inaspriscono le condizioni di finanziamento. Sarà dunque cruciale l'azione coordinata tra i paesi membri per l'implementazione di misure volte a contenere il rincaro e assicurare la disponibilità di gas¹⁴.

TASSO BCE



2022
0,59%

2023
2,50%

BCE: forte rialzo dei tassi La BCE a settembre ha alzato per la seconda volta i tassi (dopo la prima a luglio), in misura marcata, a 1,25%. Ciò ha segnato una netta inversione di rotta rispetto alla *policy* espansiva mantenuta per oltre 6 anni (da aprile 2016), in particolare durante il periodo più critico della pandemia. Gli acquisti di titoli erano già stati fermati, appena prima (inizio luglio). L'uscita dalle misure monetarie iper-espansive nell'Eurozona si sta realizzando già entro il 2022, con alcuni mesi di anticipo rispetto alle attese iniziali.

La mossa è stata motivata da un'inflazione troppo sopra l'obiettivo perché spinta dai prezzi energetici; la dinamica di fondo, infatti, è più bassa (+4,8%) ma comunque sopra l'obiettivo. Una seconda motivazione, non dichiarata dalla BCE, è il timore di un ulteriore indebolimento dell'euro sul dollaro (che accrescerebbe i prezzi in euro delle commodity quotate in dollari), considerata la forte risalita dei tassi USA.

Tuttavia, da un lato le quotazioni di gas e petrolio sono fuori del raggio d'azione della BCE e quindi l'inflazione resterà comunque elevata a causa del caro-energia. Dall'altro, l'economia europea è già indebolita dallo shock energetico e ciò potrebbe essere sufficiente a spingere al ribasso le aspettative di inflazione. Al contrario, la mossa sui tassi avrà effetti recessivi addizionali (il tasso "neutrale" nell'Eurozona è stimato a circa 2,0%)¹⁵, indebolendo ulteriormente le prospettive di crescita. Per questo, come sta accadendo, il rialzo dei tassi BCE potrebbe produrre l'effetto opposto a quello atteso e cioè deprezzare ulteriormente l'euro.

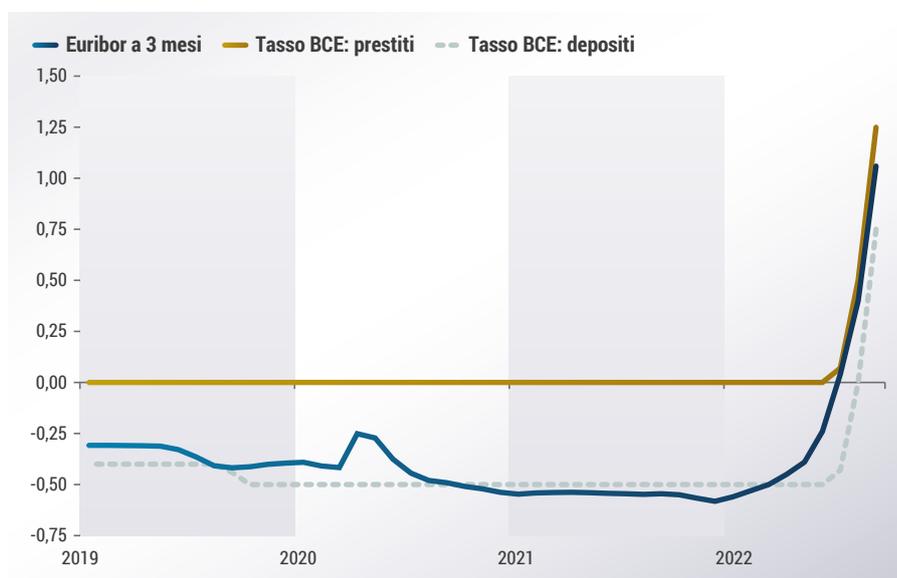
¹³ Secondo le ultime previsioni della BCE presentate a settembre, le prospettive di crescita si riducono al 2,8% per il 2022 (dal 3,1% nello scenario *baseline*) e a -0,9% (da +0,9%) per il 2023; in particolare, tale scenario al ribasso differisce dalla situazione attuale in quanto include in particolare la chiusura totale di tutta la fornitura di gas russa.

¹⁴ *In primis*, lo squilibrio energetico derivante dalla carenza di forniture di gas dalla Russia. Il 30 settembre si è riunito il Consiglio UE straordinario sull'energia in cui gli stati membri si sono accordati sul taglio dei consumi, sul tetto agli extra ricavi per i produttori di energia elettrica e sul contributo di solidarietà dei produttori di combustibili fossili, mentre non è arrivata alcuna decisione in merito al *price cap*.

¹⁵ La BCE non pubblica una stima del tasso neutrale, perché molto variabile nel tempo, ma dalle indicazioni contenute nelle decisioni ufficiali emerge che ritiene che oggi si trovi sopra l'1,25% e vicino al 2,00%; calcoli CSC su stime di Oxford Economics conducono a un valore di 2,10% nel 2022.

Grafico 30 Balzo dei tassi BCE e, quindi, dell'Euribor

(Tassi di interesse, valori %, dati mensili)



Settembre 2022: ultimi dati giornalieri.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

La politica monetaria, per ora, con i primi due rialzi, è in una fase di “normalizzazione” rispetto al livello zero. Ma con il proseguire del sentiero dei rialzi, la *policy* si avvia a diventare restrittiva. Nello scenario CSC, la BCE alzerà ancora i tassi ufficiali nei prossimi mesi, fino al 2,25% a dicembre 2022. A inizio 2023 è atteso un ultimo rialzo, a 2,50% (i *future* aggiornati indicano un aumento fino a 3,00%).

Il tasso di mercato Euribor, che ha iniziato a risalire anche prima dei tassi ufficiali (0,90% in media a settembre, da -0,58% a dicembre 2021, ovvero già un aumento di un punto e mezzo), proseguirà su questa strada nei mesi finali del 2022 e nella prima parte del 2023. Questo forte aumento dei tassi a breve contribuirà a frenare il credito all'economia reale, specie nel corso del 2023, per il finanziamento sia dei consumi che degli investimenti.

La BCE ha fermato a luglio il programma pre-pandemia di acquisto di titoli emessi nell'Eurozona (*Quantitative Easing-2*). Il ritmo degli acquisti era già stato abbassato a 30 miliardi di euro al mese in media nel 2° trimestre. A seguito del forte rialzo dell'inflazione nei mesi primaverili, la conclusione del QE-2 è avvenuta proprio all'inizio del 3° trimestre, in anticipo rispetto alle attese. In precedenza, infatti, si prevedevano acquisti, ridotti, anche dopo ottobre 2022.

Il massiccio programma “emergenziale” (PEPP) era già scaduto a marzo. Lo stock di titoli acquistati con il *pandemic programme* è di 1.691 miliardi di euro (l'ampiezza massima era 1.850).

Per evitare un'erosione dello stock accumulato, la Banca Centrale continua a reinvestire in titoli le somme incassate da quelli che man mano scadono, relativamente sia al QE-2 che al PEPP. I riacquisti di titoli relativi a questo secondo strumento sono flessibili (come già gli acquisti originari del PEPP), nei tempi, nel tipo di titoli e soprattutto tra paesi membri. A settembre la BCE ha ribadito che i riacquisti dureranno ancora a lungo, sicuramente per tutto il 2023.

I bond in bilancio BCE, perciò, sono stabili negli ultimi mesi: 4.956 miliardi di euro a settembre, come a inizio luglio (ma comunque +233 da inizio anno). Di questi, 2.592 miliardi sono titoli pubblici dell'Eurozona¹⁶ e 344 sono *corporate bond*, cioè emessi da imprese europee. Altri 329 vengono da vecchi programmi: questa parte dello stock è in riduzione perché non beneficia di reinvestimenti.

La fine degli acquisti addizionali, come atteso, ha lasciato spazio a un aumento dei tassi di mercato di medio-lungo termine nell'Area (e degli spread sovrani). Tuttavia, i riacquisti continuano comunque a sostenere la domanda di tali titoli contribuendo a tenere a freno i tassi.

La BCE tra settembre 2019 e fine 2021 ha prestato ampie risorse alle banche europee, con operazioni "straordinarie" (TLTRO-3) decise prima della pandemia, della durata di 3 anni. Queste risorse, quindi, resteranno in campo fino al 2024 (ma alcune iniziano a scadere a settembre 2022). Le TLTRO-3 avevano condizioni più favorevoli sui tassi, per favorire il credito a famiglie e imprese. Tali operazioni hanno fornito 2.339 miliardi alle banche (scesi ora a 2.125), rivelatisi fondamentali durante la pandemia per evitare difficoltà nella raccolta bancaria. I prestiti totali BCE, incluse le operazioni ordinarie, ammontano a 2.129 miliardi a settembre. Di questi, 432 miliardi sono stati erogati a banche italiane (20,3%), in lieve flessione da 453 a inizio anno.

Le banche dell'Eurozona, a fronte dei prestiti ricevuti e degli acquisti BCE di titoli (che intermediano), continuano a detenere ampi depositi liquidi presso Francoforte: 4.704 miliardi a settembre (+312 da inizio anno). Di questi, 336 miliardi sono depositi di banche italiane (7,1%), in netto calo dai 416 a inizio anno. Su tali depositi, da settembre le banche non devono più pagare il tasso negativo (solo in parte erano già esentati), ma anzi percepiscono un interesse: un effetto concreto della normalizzazione monetaria, che produce un marcato miglioramento per la redditività degli istituti.

PIL EMERGENTI



2022
+3,6%

2023
+3,8%

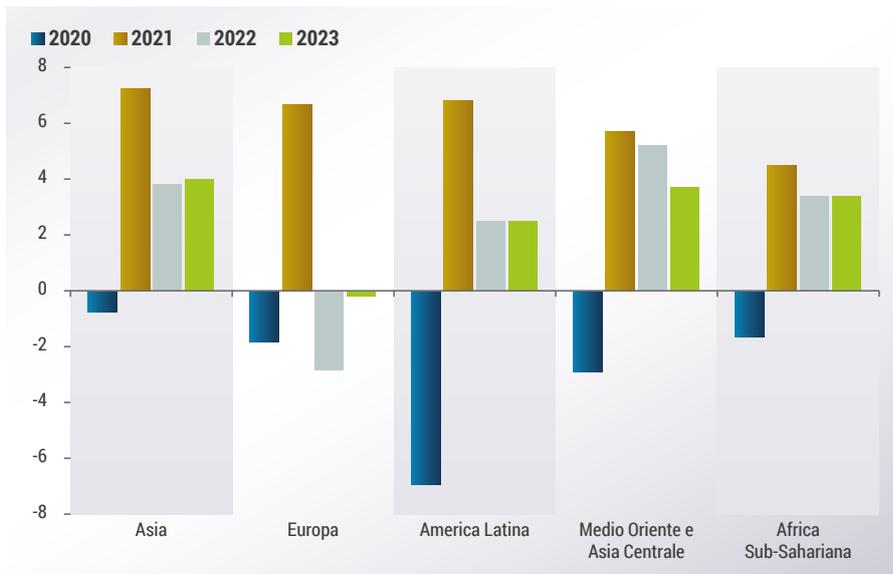
Tengono le economie emergenti Molto eterogenea la dinamica delle economie emergenti soprattutto in conseguenza del diverso impatto del rincaro dei prezzi delle materie prime energetiche e delle altre commodity sulla bilancia commerciale. Dinamiche e prospettive di crescita positive caratterizzano i paesi esportatori di materie prime energetiche, di alcuni beni in ambito agroalimentare e di altre commodity che hanno subito spinte al rialzo dei prezzi di vendita. Seppure in secondo piano, continua anche a incidere la diffusione dei contagi da Covid. Complessivamente, le economie emergenti sono attese crescere del +3,6% nel 2022 e del +3,8% nel 2023.

L'Asia, che conta per circa un terzo del PIL mondiale, continua a trainare la crescita dei paesi emergenti (Grafico 31). I paesi più a rischio nell'orizzonte previsionale sono gli emergenti europei, perché maggiormente esposti agli effetti dell'invasione russa dell'Ucraina, quindi alle pressioni inflazionistiche, e più vulnerabili alle incertezze sulle forniture di gas dalla Russia, oltretutto fortemente dipendenti dalle prospettive della locomotiva tedesca, che è in panne proprio per queste ragioni. I paesi dell'America Latina scontano le politiche monetarie restrittive implementate per limitare l'impennata dei prezzi e il rischio di improvvise fughe di capitali a seguito della risalita dei tassi decisa dalla FED, che ha fatto da traino a una serie record di rialzi dei tassi a livello mondiale (oltre 150 dall'inizio dell'anno). Il Medio Oriente beneficerà del livello elevato dei prezzi degli idrocarburi, che hanno un ruolo di grande rilievo nel paniere di esportazioni di quest'area geografica.

¹⁶ In particolare, ci sono 744 miliardi di euro in titoli di Stato italiani nel portafoglio della BCE (39% del PIL).

Grafico 31 La crescita degli emergenti per area geografica

(Crescita del PIL a prezzi costanti)

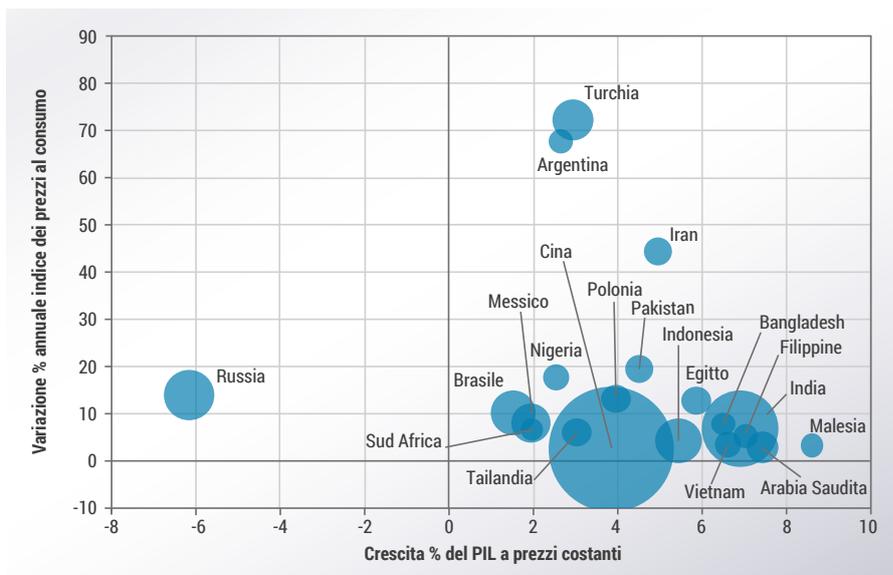


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI e S&P Global.

L'aumento dei prezzi nel 2022 sarà meno marcato tra gli emergenti asiatici (con l'eccezione del Pakistan, dove l'inflazione potrebbe sfiorare il +20%). L'inflazione rischia di superare i livelli di guardia in Turchia, Argentina e Iran, dove potrebbe attestarsi rispettivamente intorno al +72%, al +67% e al +44%. L'inflazione resta elevata (oltre il +10%) anche negli emergenti dell'Europa dell'Est (in Polonia è attesa per il 2022 al +13%; Grafico 32), oltre che in Russia, paese invasore che si trova già dall'inizio dell'anno in corso a dover far fronte a una dura recessione insieme a una crescita dei prezzi al consumo nell'ordine del +14%. Le attese di inflazione sono per ora invariate e in linea con i livelli pandemici del 2020 in Cina, intorno al +2,4%, e in India poco sotto il +7%, seppure i dati congiunturali più recenti risultino più allineati con le tendenze internazionali.

Grafico 32 Inflazione e crescita nei principali paesi emergenti

(Dimensione delle bolle pari al peso in termini di PIL mondiale a parità di potere d'acquisto, 2022)

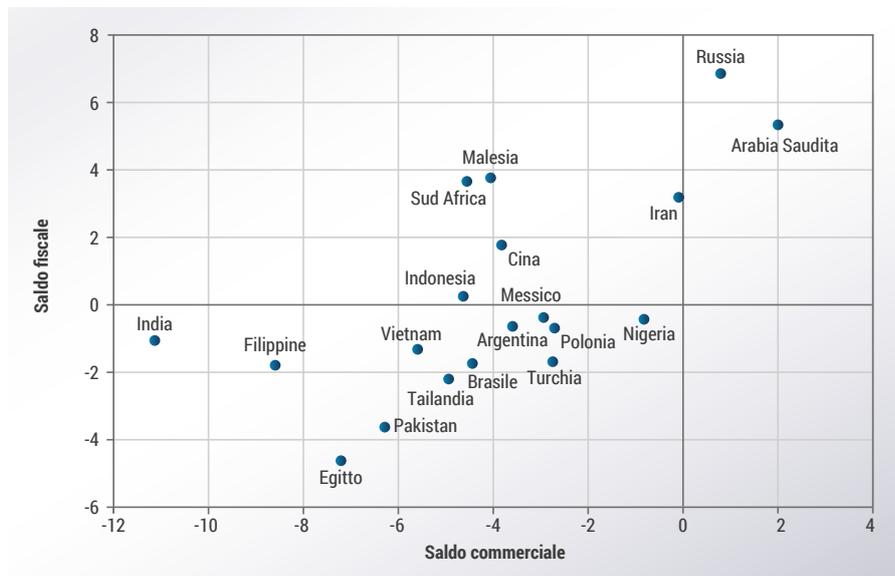


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI e S&P Global.

Come già rimarcato, gli elevati prezzi degli idrocarburi premiano i paesi esportatori di gas e petrolio che vedono migliorare il surplus (Russia e Arabia Saudita), o comunque ridurre i deficit nelle partite correnti (Nigeria e Iran). Alcuni di essi beneficiano anche di un miglioramento del saldo fiscale: paesi come

Grafico 33 Surplus commerciale e fiscale per i paesi esportatori di idrocarburi

(Saldo commerciale e fiscale nelle principali economie emergenti, 2022)



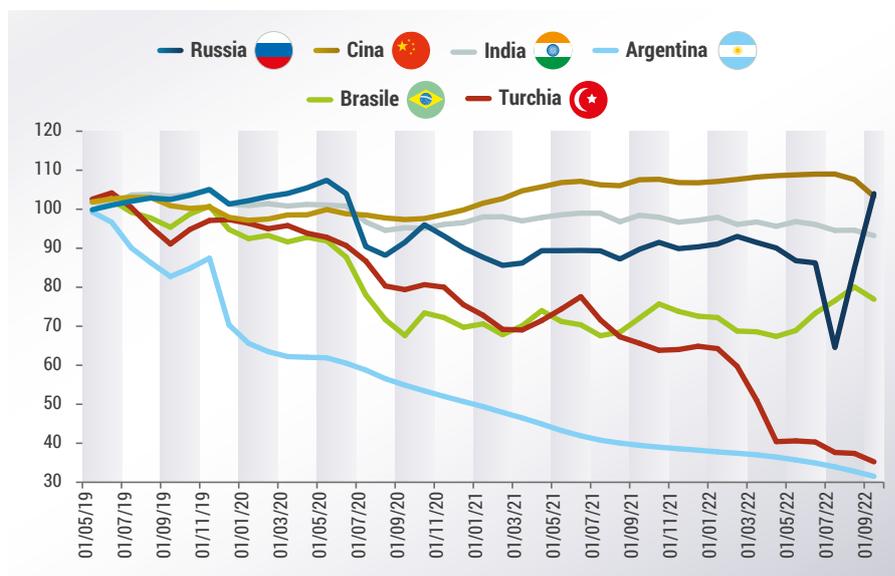
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global.

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

Non stupisce che proprio questi due paesi stiano scontando maggiormente fughe di capitali a seguito del rialzo dei tassi negli USA. Il tasso di cambio dollaro/peso argentino è in caduta libera da mesi, mentre la lira turca ha subito un crollo a seguito della guerra in Ucraina. L'Argentina sconta anche l'incertezza politica legata all'avvicinarsi delle elezioni presidenziali, con conseguenze negative sugli investimenti e rischi di insolvenza, che si ripercuotono pure sul tasso di cambio (Grafico 34).

Grafico 34 Peso argentino e lira turca in caduta libera

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



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Viceversa, il real brasiliano, che si svalutava in seguito alla pandemia, si è lievemente apprezzato con l'invasione russa in Ucraina, sebbene i dati più recenti indichino una lieve battuta di arresto.

La Cina non ha ancora risentito marcatamente della guerra in Ucraina, mantenendo dei fondamentali dell'economia solidi: l'inflazione resta sotto controllo, l'indebitamento pubblico contenuto e le partite correnti in equilibrio. La manifattura cinese è comunque in rallentamento, sia per i razionamenti di energia legati all'ondata di caldo durante l'estate, sia per le politiche di contenimento della diffusione del Covid. Un ulteriore fattore di indebolimento dell'economia è legato all'elevato indebitamento del settore immobiliare, a cui probabilmente si farà fronte con il bilancio pubblico. Le restrizioni legate alla politica dello "zero Covid"¹⁷ potrebbero peraltro proseguire per tutto il periodo di transizione politica, che dovrebbe aprirsi il 16 ottobre a Pechino con l'inizio del XX Congresso nazionale del Partito Comunista cinese e chiudersi nel 1° trimestre del 2023 con l'avvicendamento dei vertici governativi. In tutto, a settembre, 65 milioni di persone residenti in 33 città hanno subito limitazioni alla mobilità e ai contatti sociali. Il Congresso nazionale dovrebbe confermare Xi Jinping per altri 5 anni come Presidente della Cina, per il terzo mandato consecutivo.

L'India ha dovuto far fronte a una terza ondata di Covid all'inizio del 2022 e si trova adesso ad affrontare il rincaro dell'energia, la svalutazione della rupia rispetto al dollaro e un'inflazione elevata (sopra il 7% secondo i dati congiunturali più recenti) che ha costretto la banca centrale ad un rialzo deciso dei tassi con obiettivo di arrivare al 7% entro la fine del 2023. Nella seconda metà dell'anno, produzione e nuovi ordini tornano a crescere al ritmo più sostenuto da nove mesi grazie al temporaneo calo dei contagi da Covid e alla discesa dei prezzi delle materie prime.

L'economia brasiliana è contrastata. Da un lato il rialzo dei prezzi di alcune materie prime spinge l'export, dall'altro le pressioni inflazionistiche e i conseguenti rialzi dei tassi alimentano spinte recessive. L'economia dovrebbe comunque continuare a crescere sia nel 2022 sia nel 2023 a un ritmo contenuto intorno all'1,5%. Il 2 ottobre si è tenuta la prima tornata delle elezioni presidenziali, i cui risultati definitivi si conosceranno il 30 ottobre, dopo il ballottaggio tra Luiz Inácio Lula da Silva, in vantaggio al primo turno, e Jair Bolsonaro, presidente in carica.

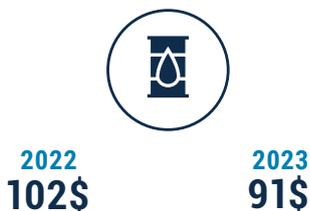
La Russia sta limitando i danni derivanti dalle sanzioni e dalla riduzione dei quantitativi di gas esportati in Europa grazie all'impennata dei prezzi dello stesso gas, conseguenza della riduzione dell'offerta. L'economia è entrata comunque in recessione nel 2022 (la contrazione potrebbe attestarsi intorno al 6% secondo le stime di S&P Global) e dovrebbe rimanerci anche nel 2023 (-3%).

Il precipitare delle relazioni tra Occidente e Russia per l'invasione dell'Ucraina e l'aumento delle tensioni tra Occidente e Cina su Taiwan rendono particolarmente incerto lo scenario per le economie emergenti. Risulta sempre più marcata la contrapposizione tra due parti del mondo, una che coincide in gran parte col gruppo delle economie emergenti, e l'altra con il gruppo delle economie avanzate.

Queste tendenze hanno trovato conferma all'incontro dell'Organizzazione per la Cooperazione di Shanghai (SCO) che si è tenuto in settembre a Samarcanda. Lo SCO è un'istituzione eurasiatica per la cooperazione in ambito politico, commerciale e della difesa, che per certi aspetti fa da contraltare al G7. Lo SCO include paesi del calibro di Cina, India e Russia (oltre a Kazakhstan, Kirghizistan, Pakistan, Tajikistan e Turkmenistan) e si è allargata di recente

¹⁷ A inizio settembre Schenzen, il principale polo tecnologico cinese, ha introdotto un sistema di controllo multilivello, classificando in tre categorie le zone della città a seconda del rischio di contagio. A Chengdou, capitale della provincia del Sichuan, sono state applicate restrizioni che toccano la vita di 21 milioni di persone.

PREZZO DEL PETROLIO



verso il Medio Oriente con l'ammissione dell'Iran nel 2021. Uno dei messaggi sottoscritti dai membri è stato quello di rilanciare e proteggere il sistema degli scambi, restituendo un ruolo di primo piano ai principi dell'Organizzazione Mondiale del Commercio e anche continuando nella realizzazione della *Belt and Road Initiative*. I paesi aderenti si sono anche impegnati a favorire gli scambi di conoscenza e tecnologia all'interno del gruppo.

Petrolio in parziale moderazione Il prezzo del petrolio Brent aveva raggiunto un massimo a giugno, a 123 dollari al barile in media, superando ampiamente i valori di fine 2021 (74 dollari a dicembre) e il livello target dell'OPEC (60-70 dollari). Il picco giornaliero toccato quest'anno è quello dell'8 marzo, a 133 dollari, non lontano dal massimo storico di 144 dollari nel luglio 2008. Da luglio, invece, il prezzo ha virato al ribasso, lungo un percorso di lenta e parziale moderazione, scendendo a 91 dollari in media nella prima metà di settembre, un livello ancora elevato rispetto a quello "di equilibrio". Nei primi 9 mesi del 2022, complessivamente, il prezzo è stato pari in media a 106 dollari.

L'aumento del prezzo è da collegare al fatto che la Russia è uno dei principali produttori di petrolio: ha estratto 10,8 milioni di barili al giorno (mbg) di greggio nel 2021, pari a una quota dell'11,3% su un totale mondiale di 95,7 mbg (superata solo da Arabia Saudita e USA). La "speculazione" finanziaria (misurata dalle scommesse al rialzo, cioè le posizioni lunghe nette, sui prezzi del petrolio Brent e del WTI, sui mercati europeo e americano; dati CFTC) ha avuto un ruolo rilevante nell'amplificare le fluttuazioni del prezzo, sulla scia delle tensioni e delle aspettative rialziste determinate dall'invasione russa dell'Ucraina. Ciò aiuta a spiegare i picchi registrati a marzo e poi a giugno, e in generale la maggiore volatilità registrata nel 2022 (11,6% nei primi 9 mesi, da 9,8% nel 2021). Ma non sembra aver guidato la direzione e i punti di svolta nelle quotazioni.

La pandemia ha condizionato pesantemente il mercato fisico del petrolio nel 2020, spingendo a uno squilibrio tra domanda e offerta, con eccessivo accumulo di scorte. Perciò condiziona anche il lungo processo di riequilibrio successivo tra domanda e offerta, che si è registrato nel 2021 e 2022.

Lo scenario CSC ipotizza il permanere del prezzo ai valori correnti, quelli della prima metà di settembre, fino a fine 2022 e poi anche nel corso del 2023. Tali valori già incorporano la parziale flessione che era attesa nello scenario CSC di aprile. Questa ipotesi non si discosta molto dall'ultimo scenario della *Energy Information Administration*: 97 dollari a fine 2022 e 95 a fine 2023. In questo scenario, il Brent si attesterebbe in media a 102 dollari nel 2022, in aumento dai 71 del 2021, scendendo poi a 91 nel 2023. Questi valori sono abbastanza vicini a quelli dello scenario CSC di aprile: comportano marginali revisioni, al ribasso per il 2022 (-4 dollari) e al rialzo per il 2023 (+1).

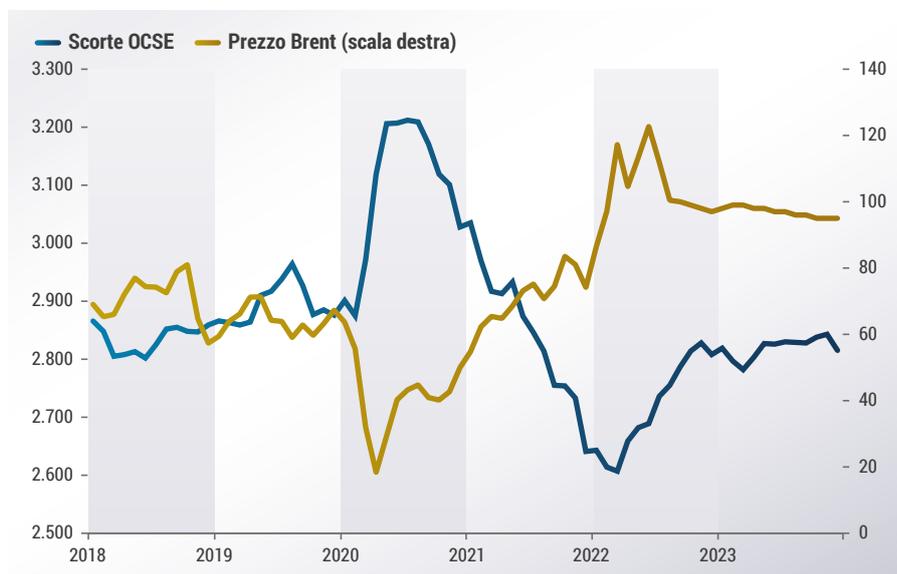
Nel 2022 si sta registrando una crescita della domanda (+2,1 mbg), ma più ancora dell'offerta mondiale (+4,4 mbg, stime EIA). La seconda si riporta così appena sotto i volumi pre-Covid e sorpassa i consumi. Quest'anno, quindi, il mercato mondiale è ben rifornito. Naturalmente, se i paesi occidentali non acquistano petrolio russo, ciò ha l'effetto di farli contare di fatto su una offerta più limitata di quella effettiva: questo contribuisce a spiegare perché il prezzo resta comunque alto.

Le scorte di greggio OCSE sono in risalita (+0,5 mbg) e a fine 2022 sono stimate tornare quasi ai valori pre-crisi, dopo il forte decumulo nel 2021 che guidava l'aumento del prezzo lo scorso anno (Grafico 35). Questo indica che l'andamento del mercato fisico nel 2022 spinge per una flessione del prezzo, che infatti si sta registrando negli ultimi mesi, nonostante il proseguire del conflitto.

La forte risalita dell'offerta nel 2022 è dovuta a diversi fattori: l'estrazione USA è attesa completare il suo recupero, sopra i livelli pre-Covid; anche la produzione OPEC è attesa in aumento, ma resterebbe ancora poco sotto i valori del 2019; l'ampio gruppo di paesi OPEC e non-OPEC a settembre ha deciso

Grafico 35 Petrolio: scorte in recupero, prezzo in moderazione

(Dollari per barile e milioni di barili)



Da settembre 2022: stime EIA.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA.

Nel 2023 è atteso il ritorno di una marginale eccedenza di domanda rispetto all'offerta, dato che l'estrazione si espanderebbe a un ritmo inferiore ai consumi (+1,2 rispetto a +2,0 mbg). La frenata dell'offerta mondiale è dovuta al calo marcato dell'estrazione in Russia che è atteso materializzarsi nel 2023, mentre l'offerta è attesa ancora in crescita modesta nell'OPEC e più marcata negli USA.

Ciò arresterebbe la risalita delle scorte di greggio OCSE, che però sono già praticamente tornate ai livelli del 2019. Queste condizioni del mercato fisico mondiale motivano l'ipotesi di un prezzo che si ferma sul livello di fine 2022, anche in tutto il 2023, ma è ancora di circa 20/30 dollari superiore rispetto al valore storico di equilibrio.

PREZZO DEL GAS



2022
150€

2023
204€

Prezzo del gas fuori controllo Lo scenario di base CSC ipotizza un profilo per il prezzo del gas in Europa simile a quello relativo al petrolio: prezzi fermi agli alti livelli medi registrati nella prima metà di settembre (204 euro/mwh) per gli ultimi mesi del 2022 e poi fino a fine 2023. Con questa ipotesi, il prezzo del gas TTF si assesterebbe a 150 euro medi nel 2022 e poi a 204 nel 2023.

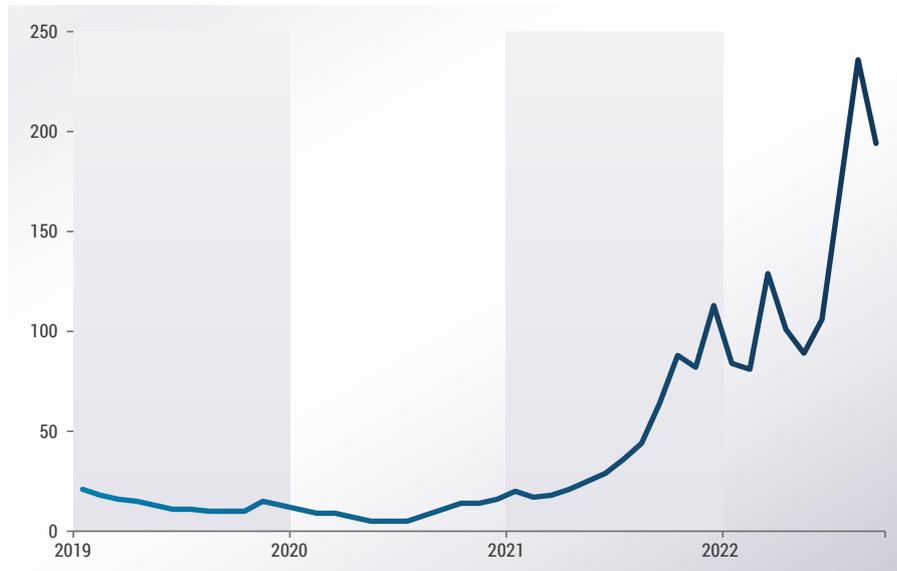
Ciò rappresenta una netta revisione al rialzo rispetto allo scenario CSC di aprile, quando si ipotizzava un lento e parziale calo (122 nel 2022 e 81 nel 2023). Il prezzo del gas in Europa negli ultimi mesi (Grafico 36), infatti, ha accelerato decisamente rispetto allo scenario precedente. La quotazione si è impennata in estate, arrivando a 236 euro in media in agosto (picco storico giornaliero a 330), da 171 a luglio, molto sopra i precedenti massimi di marzo (129 euro). A fine 2019, il prezzo del gas era di appena 13 euro.

L'offerta russa di gas ai paesi dell'Europa occidentale, infatti, è stata più volte ridotta di recente, in misura parziale ma marcata. Perciò, i mercati ora scontano nei prezzi correnti una potenziale scarsità di volumi in Europa (si veda il Focus 2). Anche il prezzo del gas negli USA è aumentato molto nel corso del 2022, ma come livello oggi rispetto al pre-Covid è su un ordine di grandezza molto inferiore di quanto registrato in Europa (+242% in agosto dal 2019, rispetto a +1.359%). Ciò è dovuto al fatto che il gas è, al momento, trasportabi-

le principalmente tramite gasdotti, mentre quello liquefatto e trasportato via mare conta meno finora. Questo conferma anche che il rincaro eccezionale del gas riguarda soprattutto, anche se non solo, l'Europa.

Grafico 36 Quotazione del gas in Europa fuori controllo

(TTF, Euro per MWh, medie mensili)



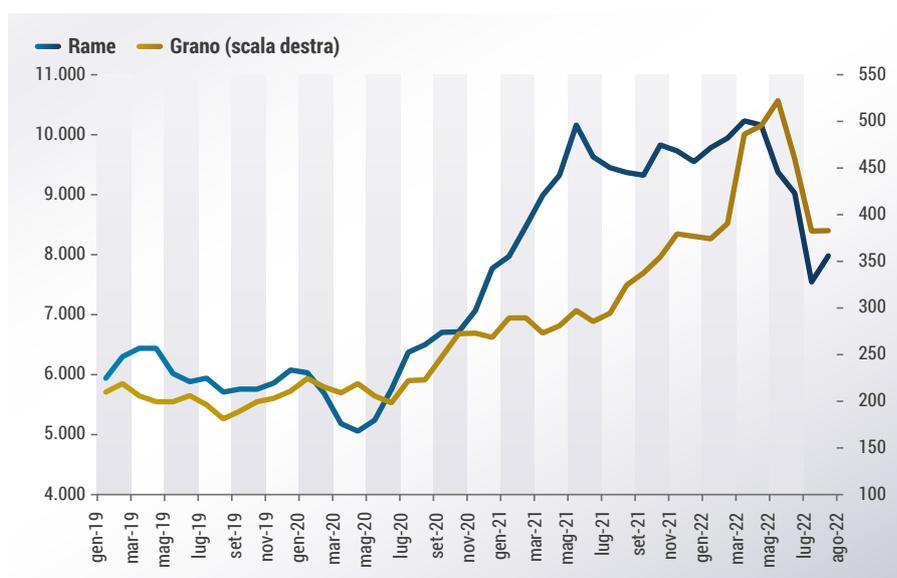
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Flessione per le quotazioni non energetiche Riguardo alle commodity non energetiche, i maggiori prezzi del gas stanno peggiorando le attese di crescita dell'Eurozona e di altri paesi avanzati, e quindi le prospettive della domanda: ciò sta favorendo una frenata dei prezzi delle altre commodity. Questo fattore ha superato le spinte al rialzo registrate nell'immediato del conflitto in Ucraina, legate al timore che parte dell'offerta divenisse indisponibile: tali attese avevano spinto ai massimi i prezzi di mercato di varie commodity.

Le quotazioni dei metalli sono scese in misura marcata rispetto ai picchi toccati nei primi mesi del 2022: rame -22% in agosto da marzo, alluminio -31%. Anche i prezzi agricoli sono in flessione: il grano registra un -27% dal picco di maggio (Grafico 37).

Grafico 37 Materie prime non energetiche in parziale flessione

(Quotazioni internazionali,
dollari per tonnellata)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca mondiale.

Le quotazioni, comunque, restano molto più elevate di quelle pre-crisi (rame +33% dal 2019, grano +90%). Dunque, i rialzi partiti nella seconda metà del

2020 si sono rivelati abbastanza persistenti, in larga parte a causa dell'invasione dell'Ucraina: prezzi per circa due anni ai massimi, ma ancora adesso alti rispetto ai livelli passati.

Le condizioni di mercato fisico mondiale sono diverse tra le varie commodity. Per il rame, nei primi 7 mesi del 2022 si è avuta una scarsità di offerta (-126mila tonnellate), ma in miglioramento rispetto alla situazione del 2021 (-183mila), non come faceva temere il conflitto. In questo caso, nonostante occorra tempo per investimenti in nuova capacità produttiva, i mercati stanno verosimilmente "correggendo" rispetto agli eccessivi rincari di qualche mese fa.

Per il grano, dopo che la stagione 2021-22 aveva visto un mercato mondiale ben bilanciato (+0,8mila tonnellate), a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina per la stagione 2022-23 si prevede un piccolo calo della produzione, a fronte di un aumento moderato dei consumi, che determinerebbe una marginale scarsità (-4,7mila) ma non il temuto "vuoto produttivo": anche in questo caso, dunque, la flessione dei prezzi si può interpretare come una "correzione" dopo un rincaro non giustificato.

Fino a pochi mesi fa, si prevedeva che le quotazioni di numerose commodity non energetiche sarebbero rimaste alte per tutto il 2022, sulla scia del conflitto, e sarebbero calate solo nel 2023.

Per esempio, la Banca mondiale a fine aprile (incorporando quindi lo scenario determinato dal conflitto) ipotizzava per i prezzi dei cereali un rincaro di +20,4% nel 2022, seguito da un parziale ribasso nel 2023 (-10,3%). La previsione di BM per i metalli era di +15,8% nel 2022 e poi di -10,5% nel 2023, un profilo simile a quello per i cereali.

In base ai dati più aggiornati, lo scenario sembra dunque da rivedere al ribasso rispetto a tali valori, perché il mercato sta già anticipando l'attesa flessione dei prezzi.

CAMBIO DOLLARO/EURO



2022
1,05

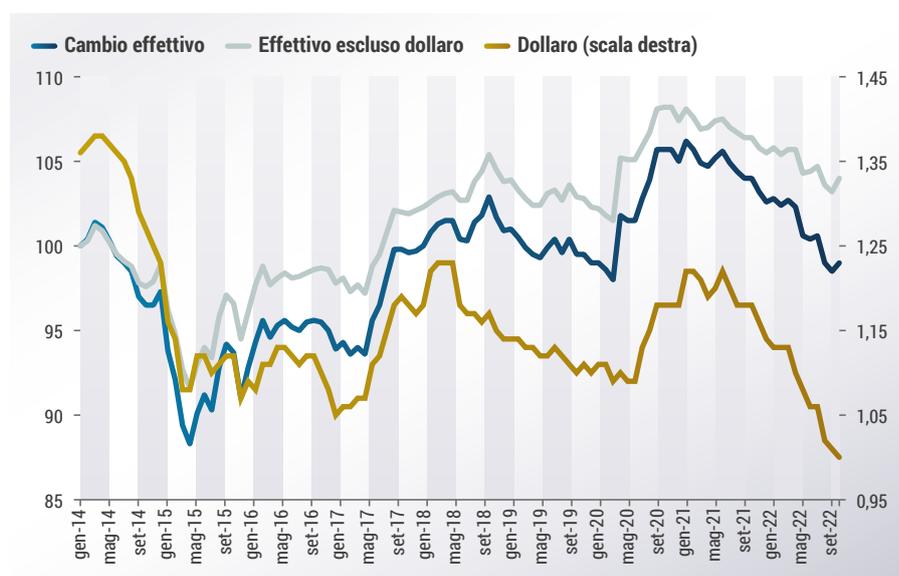
2023
1,00

Grafico 38 Euro molto debole sul dollaro

(Dollaro per euro indice
gen. 2014=100, dati medi mensili)

Euro indebolito sul dollaro Il tasso di cambio dell'euro sul dollaro è sceso appena sotto la parità, in media, a settembre (Grafico 38). Ha registrato un calo del 12,4% da inizio 2022 (-18,6% in totale da dicembre 2020). Un livello così basso non si registrava da 20 anni, cioè dai primi anni dell'Eurozona.

Al netto del dollaro, il cambio effettivo nominale dell'euro si è svalutato molto meno: -1,8% nel 2022 (-3,8% da dicembre 2020). Si posiziona sui livelli medi del 2019.



* Media geometrica ponderata dei tassi di cambio con 42 paesi extra-Area euro.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il rafforzamento del dollaro era iniziato nel 2021, con le crescenti pressioni inflazionistiche che avevano alimentato le aspettative di un avvio del processo di normalizzazione delle politiche della FED. Si è accentuato nel 2022, con l'avvio e l'accelerazione del rialzo dei tassi USA. Dopo l'ultimo rialzo FED, deciso il 21 settembre, il cambio euro-dollaro è sceso sotto la soglia psicologica della parità (0,97 nell'ultima decade di settembre). In prospettiva, il rialzo dei tassi BCE, che segue quello USA, potrebbe favorire una stabilizzazione del cambio.

Sulla debolezza dell'euro, tuttavia, giocano un ruolo centrale gli effetti più forti e ravvicinati in Europa della guerra in Ucraina: peggioramento dei conti con l'estero a causa dello shock sui prezzi energetici, revisione al ribasso delle previsioni di crescita, estrema incertezza geoeconomica. Un ulteriore peggioramento dei rapporti con la Russia rappresenta un rischio al ribasso per la moneta unica (oltre che per l'intero scenario di previsione).

Gli effetti asimmetrici dell'invasione russa dell'Ucraina e i diversi tempi di reazione delle banche centrali contribuiscono a spiegare le dinamiche eterogenee dei cambi bilaterali (si veda il Focus 8).

Il CSC, per l'orizzonte fino al 2023, non realizza una previsione sul cambio, ma fa l'assunzione tecnica di un dollaro-euro fermo alla parità. Ciò corrisponde a un livello medio che scende da 1,18 nel 2021 a 1,05 nel 2022 (-11,2%) e, naturalmente, a 1,00 nel 2023 (-4,8%).

FOCUS

Focus 1 - Un confronto con le crisi petrolifere

LE RECESSIONI PIÙ RECENTI



2008
Lehman



2012
debiti sovrani



2020
Covid-19

Le recessioni più recenti non sono state causate da shock energetici: Lehman nel 2008, debiti sovrani nel 2012, Covid-19 nel 2020. In questi casi il prezzo del petrolio è sceso insieme al PIL, per il calo della domanda mondiale. Per trovare una crisi simile a quella di oggi, che è una crisi di offerta, occorre tornare indietro alle recessioni degli anni Settanta: il primo shock petrolifero del 1973-74 e il secondo shock del 1979-80 (Grafico A).

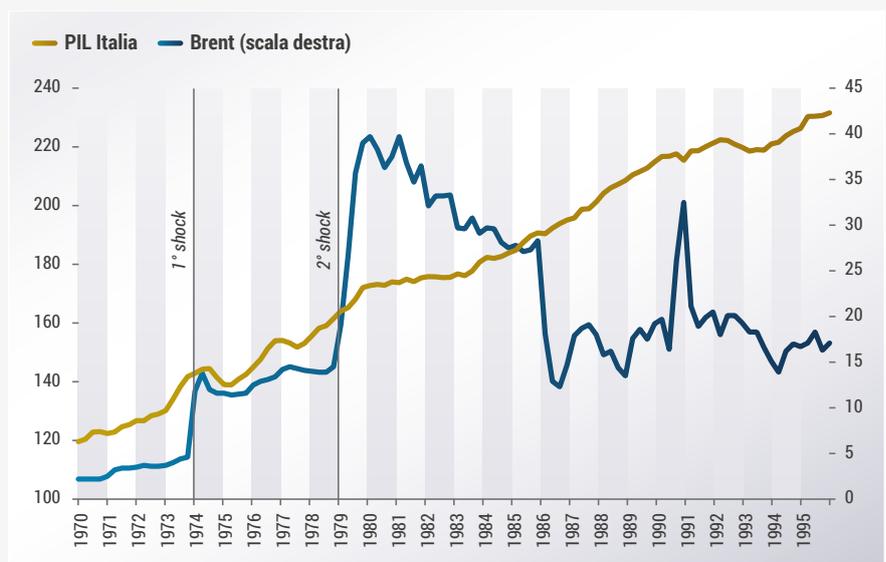
In questo focus approfondiamo la relazione tra prezzi dell'energia e dinamica del PIL nell'ambito di queste crisi. Prima realizziamo un'analisi grafica, del tipo *event study*, della relazione tra PIL italiano e prezzi dell'energia. Secondo, stimiamo una *single equation* tra queste due variabili, con 1-4 ritardi dei prezzi dell'energia. Terzo, stimiamo un modello econometrico più elaborato (*vector auto regression*).

1a. Event study: petrolio Nel corso delle crisi petrolifere degli anni Settanta, si registrò un brusco aumento del prezzo del greggio (e dei suoi derivati) che poi si stabilizzò permanentemente a un livello superiore a quello antecedente gli shock.

Nel 1° trimestre del 1974 il prezzo del Brent balzò di +156%, passando da 4,6 a 11,8 dollari al barile. A ciò seguì un 2° trimestre di rialzo (+17,5%) e poi una stabilizzazione attorno ai 13 dollari negli anni successivi. Dietro questo aumento eccezionale ci fu la decisione da parte dell'organizzazione dei produttori di petrolio (OPEC) di sospendere le forniture della materia prima energetica più importante, all'epoca, come fonte di energia per la produzione industriale, agricola e per l'attività economica nel suo complesso. L'embargo OPEC verso i paesi occidentali, li portò in pochi mesi a subire una riduzione significativa dei volumi di greggio importati. Il repentino aumento dei prezzi petroliferi spinse l'inflazione verso l'alto. In ragione di meccanismi di indicizzazione automatica dei salari, allora in vigore, si innescò una pericolosa spirale tra retribuzioni, costi e prezzi. Iniziò così il periodo cosiddetto di "stagflazione", la combinazione di alti tassi di inflazione e debole crescita economica.

Grafico A L'impatto sul PIL delle crisi petrolifere degli anni Settanta

(Italia, valori concatenati, dati trimestrali in miliardi di euro, dollari al barile)



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

Qualche anno dopo, nel 1979, si registrarono una serie di nuovi incrementi del prezzo del Brent (+32% nel 1° trimestre, +39% nel 2° e +34% nel 3°), portando il prezzo del petrolio da 14 dollari al barile del 1978 a 34 dollari in me-

dia nel biennio 1979-80. Anche questa seconda crisi petrolifera fu provocata dall'effetto combinato della rivoluzione iraniana e della guerra Iran-Iraq, che coinvolgeva due importanti esportatori di greggio.

Queste due crisi, entrambe generate dal lato dell'offerta, ebbero un impatto macroeconomico pesante negli Stati Uniti e in Europa. In Italia, l'economia entrò in recessione: il PIL si ridusse di -2,0% nel 4° trimestre del 1974 (quindi, con 2 trimestri di ritardo, rispetto alla fine dello shock), seguito da un -1,7% nel 1° trimestre del 1975 e da un -0,1% nel 2°.

Durante la seconda crisi petrolifera, l'economia italiana segnò una prima flessione nel 3° trimestre del 1980 (ovvero, con 4 trimestri di ritardo, rispetto alla fine dello shock di prezzo) e poi un successivo calo nel 1° trimestre del 1981.

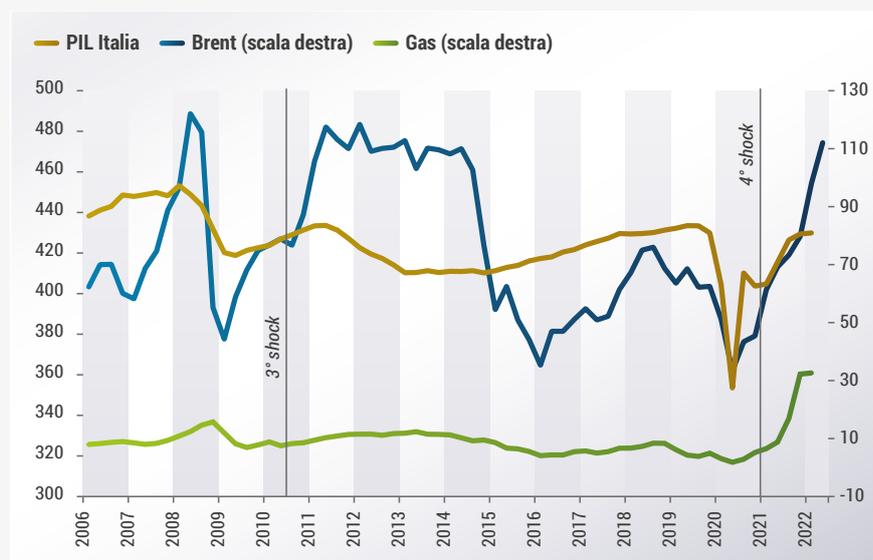
Data la portata significativa delle recessioni nei paesi occidentali verificatesi durante gli anni Settanta-Ottanta, questi episodi sono stati oggetto di grande interesse per gli economisti, al fine di quantificare l'impatto di shock petroliferi sui fondamentali economici¹. Allo stesso tempo, la peculiarità del contesto (fine di Bretton Woods, salari indicizzati, etc.) in cui si originarono e le misure di *policy* che vennero implementate, in particolare le scelte di politica monetaria, influirono molto sulla dinamica economica.

1b. Event study: gas L'attuale crisi energetica, iniziata sul finire del 2021, è diversa da quelle del passato perché la novità è stata il balzo del prezzo del gas naturale, soprattutto sul mercato europeo².

Nel 3° trimestre del 2020 il prezzo del gas ha sperimentato un primo aumento, per poi riscendere nei mesi successivi. Un anno dopo, si è registrato un balzo più persistente del prezzo del gas, con un +92% nel 3° trimestre 2021, seguito da un +96% nell'ultimo trimestre dell'anno. Lo shock per il prezzo del gas è poi proseguito nel corso del 2022, fino a toccare i valori abnormi attuali (Grafico B).

Grafico B La crisi energetica del 2021

(Italia, valori concatenati, dati trimestrali
in miliardi di euro, dollari* al barile)



* Petrolio espresso in dollari al barile, gas naturale espresso in dollari per mmbtu.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Refinitiv.

¹ Tra i principali studi, ricordiamo Hamilton (1983), Mork (1989), Sanchez e Jiménez-Rodríguez (2004).

² Una possibilità sarebbe quella di calcolare un prezzo complessivo dell'energia, come media ponderata di petrolio, gas, carbone (le tre fonti fossili) e stimare la relazione tra questo prezzo "aggregato" e il PIL.

In Italia a ciò non è ancora corrisposto un calo del PIL. Naturalmente, altri fattori hanno compensato i rincari del prezzo del gas: il rimbalzo di turismo e servizi; la corsa delle costruzioni; anche le misure adottate dal Governo a favore di famiglie e imprese. In base all'evidenza empirica passata, c'è da aspettarsi un calo sul PIL nei prossimi trimestri?

2. Single equation Una semplice analisi econometrica, che mette in relazione il prezzo del petrolio (e i suoi ritardi temporali) con il PIL, nel periodo che va dal 1970 al 1995³, permette di stimare dopo quanti trimestri si è materializzato l'effetto negativo di uno shock petrolifero sulla crescita economica. Differenti specificazioni econometriche⁴ confermano un impatto significativo (e negativo) del rincaro del Brent sul PIL dopo tre o quattro trimestri. Gli effetti risultano simili anche effettuando le stime su vari sotto-periodi (Tabella A). I risultati econometrici avallano dunque l'indicazione dell'*event study*.

Tabella A
Impatto di uno shock del prezzo del Brent sul PIL

| Sample | Lag Brent | |
|-----------------|-----------|-----|
| | (1) | (2) |
| 1973q3 - 1975q2 | t-3 | t-4 |
| 1978q1 - 1980q4 | - | t-4 |
| 1971q1 - 1995q3 | t-3 | t-4 |

Nota: la specificazione (1) include come variabile dipendente il PIL (logaritmo delle diff. prime) e come variabili indipendenti il prezzo del Brent (logaritmo delle diff. prime) con i suoi ritardi (da t a t-4) e la variabile dip. ritardata a t-1. La specificazione (2) è uguale alla (1) ma non include la variabile dip. ritardata a t-1. Il lag riportato è quello relativo al coefficiente risultato significativo sulla base del p-value <0,05.

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

Tale relazione tra crescita economica e prezzo del greggio sembra aver perso di significatività a partire dagli anni Novanta⁵. Emerge anzitutto come, considerando il periodo posteriore al 1995 e vari sotto-periodi, l'effetto di uno shock del prezzo del Brent sulla crescita del PIL risulta per lo più significativo solo nel trimestre in cui il prezzo del Brent aumenta (t), mentre non appaiono significativi i ritardi del prezzo del petrolio. L'unica eccezione è il breve sotto-periodo 2011-2014, in cui sono significativi i lag 3 e 4 (Tabella B).

Tabella B
Impatto di uno shock del Brent sul PIL (post 1995)

| Sample | Lag Brent | |
|-----------------|-----------|-----|
| | (1) | (2) |
| 2011q1 - 2014q4 | t-3 | t-4 |

Nota: la specificazione (1) include come variabile dipendente il PIL (logaritmo delle diff. prime) e come variabili indipendenti il prezzo del Brent (logaritmo delle diff. prime) con i suoi ritardi (da t a t-4) e la variabile dip. ritardata a t-1. La specificazione (2) è uguale alla (1) ma non include la variabile dip. ritardata a t-1. Il lag riportato è quello relativo al coefficiente risultato significativo sulla base del p-value <0,05.

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

³ La serie storica ISTAT relativa al PIL per il periodo 1970-1995 non è direttamente collegabile con la successiva serie storica relativa al periodo 1995-2022, per normali motivi metodologici (cambio di base, etc.).

⁴ Le stime sono basate sul metodo OLS (*Ordinary Least Square*) e utilizzano due specificazioni, con o senza il PIL ritardato: 1) $\text{pil}(t) = \alpha + \beta_1 \text{brent}(t) + \beta_2 \text{brent}(t-1) + \beta_3 \text{brent}(t-2) + \beta_4 \text{brent}(t-3) + \beta_5 \text{brent}(t-4) + \varepsilon$; 2) $\text{pil}(t) = \alpha + \delta \text{pil}(t-1) + \beta_1 \text{brent}(t) + \beta_2 \text{brent}(t-1) + \beta_3 \text{brent}(t-2) + \beta_4 \text{brent}(t-3) + \beta_5 \text{brent}(t-4) + \varepsilon$.

⁵ Recenti studi mostrano come l'effetto di uno shock petrolifero sul PIL abbia iniziato a perdere importanza. Alcuni sposano l'ipotesi per cui la politica monetaria avrebbe risposto in modo sistematico agli shock petroliferi e che essa abbia avuto un ruolo fondamentale, contribuendo a generare periodi di recessioni (si veda Bernanke *et al.* 1997, Clarida, Gali e Gertler, 2000). Altri studi attribuiscono maggiore importanza alla struttura del mercato del lavoro e alla graduale riduzione nella rigidità dei meccanismi di aggiustamento salariali e al minor peso del consumo/produzione di petrolio nel sistema economico (si veda Blanchard e Gali, 2007).

Inoltre, per il periodo successivo al 1995, le stime trovano spesso un valore positivo per il coefficiente del Brent, contrariamente al segno negativo coerente con la teoria economica. Ma ciò non deve sorprendere, perché conferma quanto detto all'inizio: in questo periodo e prima del 2021, non è uno shock energetico a far cadere il PIL, ma è il prezzo del petrolio che scende con le attese di una recessione.

La più debole relazione econometrica tra petrolio e PIL negli ultimi decenni non sorprende affatto. Proprio sulla spinta dei vecchi shock petroliferi, si è verificato nei paesi occidentali un progressivo aggiustamento nella struttura economica e produttiva, in particolare la progressiva riduzione dell'intensità petrolifera. Si è avuta una diminuzione dei consumi totali di petrolio dal 1990 al 2019 del 36%, a favore di un uso crescente del gas naturale (+56% nello stesso periodo). I prezzi alti del petrolio hanno spinto verso una riduzione consistente di investimenti in combustibili fossili quali petrolio e anche carbone, contribuendo a un progressivo aumento delle importazioni di gas naturale dall'estero. E tutto ciò ha reso, oggi, il gas la fonte centrale per il nostro sistema energetico.

3. Modello VAR Effettuando un'analisi econometrica con un modello più elaborato (VAR), per la relazione tra il prezzo del petrolio e il PIL, nel periodo 2000-2021 risulta che: il ritardo con cui il Brent impatta negativamente sul PIL è di 3 trimestri; nei trimestri successivi (tra quarto e sesto) si determina l'impatto maggiore sul PIL; il PIL risponde inizialmente in direzione "positiva", ma la risposta cumulata rispetto al prezzo del Brent è univocamente negativa; con un modello di tipo VEC si ottengono risultati simili, con un impatto negativo sul PIL maggiore e più persistente; questi risultati sono robusti considerando vari possibili sotto-periodi, come il 2005-2015, il 2000-2019, il 2009-2019 e il 2000-2010.

Dalle stime econometriche con metodo VAR realizzate anche per il prezzo del gas, emerge come le dinamiche siano simili a quelle esposte prima con riferimento al prezzo del greggio, dagli anni 2000. L'impulso di uno shock nel prezzo del gas naturale (TTF) non mostra immediati effetti negativi sul PIL; anzi, i primi due trimestri seguenti il tempo dello shock sono caratterizzati da una risposta debolmente positiva del PIL. A partire dal 4° trimestre e poi nei successivi tre trimestri, si registra un significativo impatto negativo sul PIL, benché decrescente, dovuto ad un aumento del prezzo del gas naturale. Il risultato ottenuto suggerisce che l'attuale crisi energetica (incentrata sul prezzo del gas) da un lato è "nuova" rispetto a quanto visto negli ultimi 20 anni, ma dall'altro richiama una forte similarità con le dinamiche osservate durante le crisi del 1973-74 e del 1979-80 (che erano incentrate sul prezzo del greggio)⁶.

Conclusioni Alla luce dei risultati qui analizzati, è verosimile che a fronte dell'abnorme aumento del prezzo del gas naturale sul mercato europeo, cui abbiamo assistito da fine 2021, l'economia italiana potrebbe scontare l'impatto negativo sul PIL tra il 3° e il 4° trimestre del 2022, con un possibile strascico anche sul 1° trimestre del 2023.

Queste indicazioni sono coerenti con il profilo del PIL incorporato nelle previsioni aggiornate del CSC, che vedono appunto una caduta dell'economia italiana tra fine 2022 e inizio 2023.

⁶ Per dettagli su questi risultati da modelli VAR, si veda la Tesi di Leonardo Ciotti, "The impact of oil and gas price shocks on Italian GDP and IPI: an SVAR and SVEC approach", Università Luiss, Roma; tesi universitaria in parte elaborata dall'autore durante il suo periodo di stage al CSC.

Focus 2 - L'impatto sull'economia italiana di un blocco al gas russo e di un *price cap*

IN CASO DI BLOCCO DELLE FORNITURE DI GAS DALLA RUSSIA ALL'EUROPA: DUE EFFETTI



FORTE AUMENTO DEL PREZZO



PROBLEMI DI DISPONIBILITÀ DEI VOLUMI

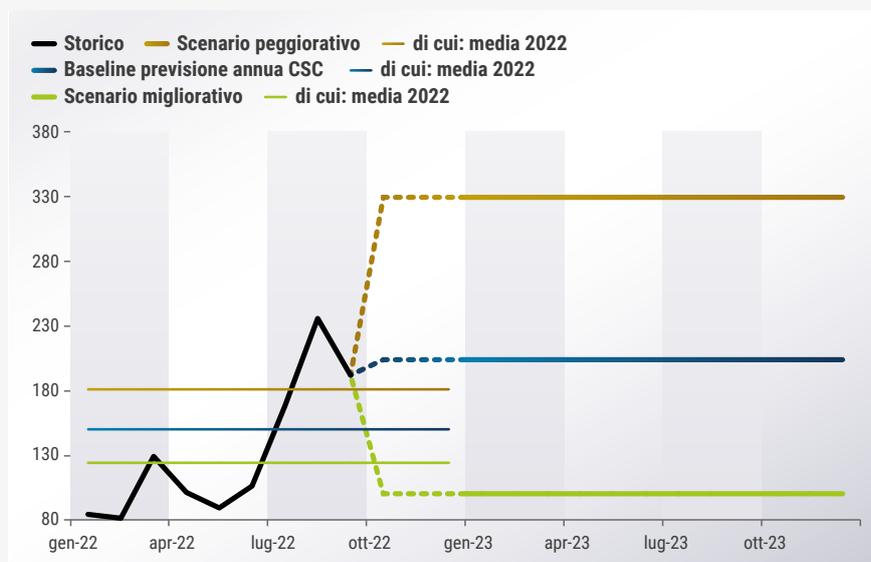
Negli ultimi mesi, le forniture di gas dalla Russia all'Europa si sono ridotte, a tratti, in misura marcata. Qualora dovessero fermarsi del tutto e permanentemente si avrebbero due effetti che inciderebbero negativamente sulle economie europee: un forte aumento del prezzo, dovuto alla diminuzione dell'offerta mondiale di gas, con una domanda che rimarrebbe comunque sostenuta; l'Italia e gli altri paesi europei potrebbero avere problemi di disponibilità dei volumi di gas necessario, dato anche l'avvicinarsi dell'inverno e, quindi, del picco dei consumi. Nel seguito si fornisce una stima degli impatti sull'economia italiana anche nel caso in cui a livello europeo si riuscisse a introdurre un *price cap* al prezzo del gas.

1. Impatto di un aumento del prezzo del gas (panel 1, Tabella A). La Baseline è rappresentata dal livello di prezzo assunto nello scenario previsivo, in cui il prezzo del gas negli ultimi 3 mesi dell'anno e per tutto il 2023 è pari alla media dei prezzi osservati dal 1° al 15 settembre 2022 (Grafico A).

Si ipotizza che, in caso di blocco delle forniture dalla Russia, il prezzo del gas salga nel 4° trimestre ad un prezzo di 330 euro per mwh fino alla fine del 2023, corrispondente al prezzo medio registrato al picco di agosto 2022 (quando si era temuto che la Russia stesse per chiudere i gasdotti verso l'Europa).

Grafico A Prezzo del gas: le ipotesi dei 2 scenari alternativi

(Dati mensili e medie annue; euro per mwh)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Sotto queste assunzioni "avverse", il prezzo del gas nel 2022 risulterebbe ad un livello medio annuo di 181,3 euro per mwh (31,5 euro superiore allo scenario base di 149,8 euro) e nel 2023 di 330,0 euro (126,0 euro in più rispetto alla baseline di 204,0 euro).

Ne conseguirebbe una svalutazione dell'euro rispetto al dollaro (per l'aumento dei prezzi relativi dell'Eurozona), un aumento dei tassi ufficiali di politica monetaria (e di quello interbancario), un peggioramento del clima di incertezza globale che si rifletterebbe su quello italiano misurato dall'indice EPU (*Economic Policy Uncertainty Index*) e negativamente sul commercio internazionale (si veda la Tabella A).

Tabella A
Scenari alternativi, scostamento rispetto alla Baseline

| Ipotesi | Scenario peggiorativo (prezzo gas = 330€ per mwh) | | Scenario migliorativo (price cap = 100€ per mwh) | |
|---|--|--------|---|--------|
| | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| Gas (Europa - €) | 31,5 | 126,0 | -26,0 | -104,0 |
| Effetto (variazione rispetto alla Baseline): | | | | |
| Cambio (\$ per €) | 0,03 | 0,14 | -0,01 | -0,15 |
| Euribor 3m | 0,01% | 0,23% | -0,03% | -0,31% |
| Incertezza epuit (var. %) | 5,13% | 17,26% | -6,1% | -18,3% |
| Commercio int. (var. %) | -0,01% | -0,23% | 0,1% | 0,2% |
| PIL Italia (var. %) | -0,3% | -1,2% | 0,1% | 1,4% |
| Valore agg. Industria (var. %) | -0,4% | -0,9% | 0,2% | 1,5% |
| Occupati (var. %) | -0,3% | -1,0% | 0,1% | 1,2% |
| Occupati (mgl, var. cumulata) | -58 | -296 | 25 | 294 |

Nota: Lo scenario in grigio è stato elaborato tramite il modello IHS, quello in bianco tramite il modello interno del CSC.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria.

L'effetto finale per l'economia italiana sarebbe stimabile in una minore crescita annua del PIL dello 0,4% nel 2022 e dell'1,2% nel 2023 (-1,5% cumulato nel biennio), delle ULA dell'1,3% cumulato e in 294mila occupati in meno nel biennio.

2. Impatto nel caso della fissazione di un price cap al prezzo del gas (panel 2, Tabella A). Si ipotizza l'introduzione nel mese di ottobre di un price cap ad un livello medio per tutti gli operatori sul mercato di 100 euro per mwh, fino a dicembre 2023.

Sotto queste assunzioni "ottimistiche", il prezzo del gas risulta ad un livello medio annuo di 123,8 euro nel 2022 (26,0 euro inferiore allo scenario base) e di 100 euro (104,0 euro in meno rispetto alla baseline) nel 2023.

Il meccanismo di trasmissione seguirebbe una dinamica inversa rispetto a quella descritta nell'ipotesi pessimistica: rivalutazione dell'euro, pressione al ribasso (cioè espansiva) sui tassi monetari interbancari, attenuazione dell'incertezza economica e finanziaria, miglioramento del commercio internazionale.

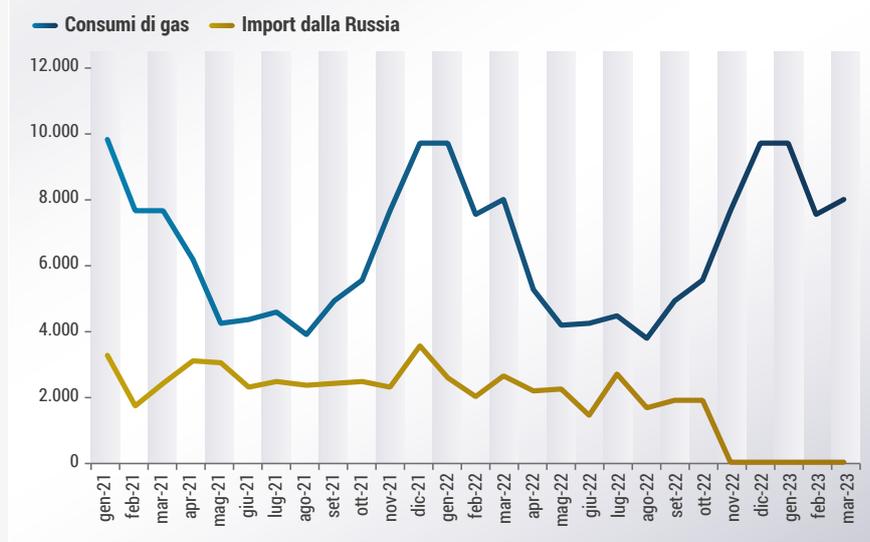
L'effetto favorevole per l'economia italiana è stato stimato in una maggior crescita annua del PIL dello 0,1% nel 2022 e dell'1,4% nel 2023 (+1,6% cumulato nel biennio) e delle ULA dello 0,1% nel 2022 e dell'1,2% nel 2023 (+1,3% cumulato e 308mila occupati in più nel biennio).

3. Rischio carenza di gas Nell'eventualità di un blocco delle forniture di gas dalla Russia, l'Italia rischierebbe di trovarsi in una situazione di carenza nei volumi di gas (Grafico B). Questo avrebbe un impatto negativo addizionale sull'Italia e gli altri paesi europei importatori di gas. Stime CSC riguardo la possibile carenza possono aiutare a capire la gravità del problema.

In caso di blocco, considerando le fonti alternative al gas russo già messe in campo, quelle che dovrebbero essere disponibili entro i primi mesi del 2023 e l'accelerazione degli stoccaggi registrata fino a settembre, in Italia si avrebbe una carenza di gas significativa (9,2 mmc, tra 4° trimestre 2022 e 1° 2023), seppur molto inferiore a quanto stimato prima dell'estate, in gran parte proprio grazie a stoccaggi più pieni del previsto. Usando la riserva strategica (4,5 mmc), si arriverebbe a un gap di 4,7 mmc (circa 7% dei consumi).

Grafico B Gas: un blocco dalla Russia proprio al picco dei consumi?

(Italia, dati mensili, milioni mc)



Offerta = domestico+import-export-delta_scorte. Da settembre 2022: stime CSC.
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati MISE-MITE e SNAM.

In base al piano di emergenza italiano e al recente regolamento a livello UE¹, la carenza potrebbe comunque avere un impatto rilevante su parti dell'industria italiana (che ha bisogno complessivamente di 9,5 mmc), causando chiusure e calo del valore aggiunto.

Una riduzione dei consumi di energia, specie con le misure per limitare raffreddamento e riscaldamento negli edifici (il Governo stima tra -5,3 e -8,2 mmc), potrebbe quasi annullare la carenza di gas.

Per l'Eurozona, la BCE stima che in uno scenario negativo, che include il blocco totale del gas dalla Russia, l'Area cadrebbe in recessione nel 2023 (-0,9%), con un impatto negativo di quasi due punti di PIL rispetto alla frenata prevista nello scenario base (+0,9%)².

¹ Si veda: Regolamento UE 2022/1369 del Consiglio del 5 agosto 2022, relativo a misure coordinate di riduzione della domanda di gas.

² Si veda: BCE, "A downside scenario related to the war in Ukraine and energy supply cuts", *Macroeconomic projections*, Box 3, settembre 2022.

Focus 3 - Luci e ombre sulla ripresa del turismo in Italia

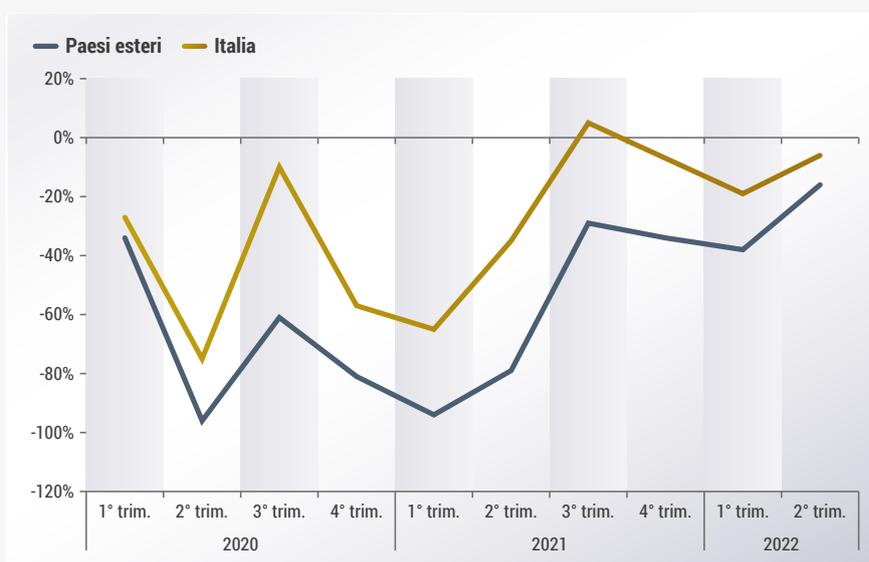
Dopo il profondo shock subito nel 2020 con la pandemia da Covid-19, nel 2021 il turismo in Italia ha registrato un parziale recupero, con un sostanziale incremento rispetto all'anno precedente delle presenze di italiani e stranieri negli esercizi ricettivi (+39%) e della spesa dei turisti internazionali (+23%), senza però riuscire a colmare il divario rispetto ai livelli pre-pandemia, soprattutto in termini di presenze di turisti dall'estero (-52% rispetto al 2019).

La piena ripresa di questo settore è invece cruciale per le prospettive di crescita dell'intero sistema economico italiano. Nel pre-pandemia il turismo aveva infatti un peso rilevante: secondo l'ISTAT, esso contava circa il 6% in termini di valore aggiunto e il 7% in termini di occupati (circa 1,7 milioni di addetti). Includendo gli effetti diretti e indiretti e quelli indotti, ovvero rispettivamente quelli che originano dalle forniture di beni e servizi domandati dalle imprese dei comparti turistici e quelli generati dai consumi dei lavoratori del turismo, secondo stime World Travel and Tourism Council (WTTC) l'impatto complessivo del turismo sul PIL per l'Italia nel 2019¹ era pari al 10,6%, mentre quello sull'occupazione era del 12,2%.

Per il 2022 dati preliminari di fonte ISTAT e Banca d'Italia, disponibili rispettivamente fino a giugno e fino a luglio, confermano la progressiva ripresa del settore in termini di presenze sia nella componente di domanda domestica sia di quella straniera. Come per l'anno passato, il recupero è trainato dall'ulteriore miglioramento del turismo domestico, che nel 2° trimestre ha raggiunto complessivamente il -6% rispetto al 2019, ma anche dal ritorno dei turisti stranieri, le cui presenze sono quasi triplicate rispetto all'anno precedente, anche se permangono a livelli ancora inferiori a quelli pre-pandemici (-16%; Grafico A).

Grafico A Recuperano le presenze negli esercizi ricettivi*

(Per paese di provenienza dei turisti,
variazioni % rispetto allo stesso periodo
del 2019, dati grezzi)



* Numero delle notti trascorse dai clienti, italiani e stranieri, negli esercizi ricettivi.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

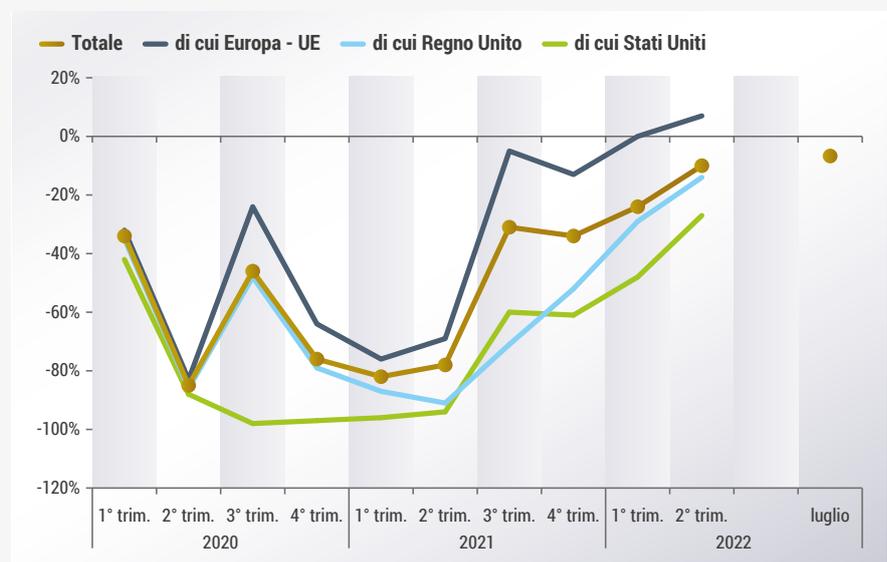
Inoltre, nella prima metà del 2022 è continuato il deciso recupero della spesa dei viaggiatori stranieri in Italia, che ha raggiunto nel periodo aprile-giugno circa il 90% dei livelli pre-pandemici, confermando la forte dinamica

¹ WTTC, *Italy 2022 Annual Research: Key Highlights*, 2022. Si veda: <https://wttc.org/research/economic-impact/moduleid/704/itemid/136/controller/downloadrequest/action/quick-download>

registrata nei mesi precedenti (Grafico B)². Tuttavia, rispetto al dato particolarmente incoraggiante di giugno, in cui il differenziale con il pre-Covid si era quasi azzerato (-0,9% rispetto lo stesso mese pre-pandemia), in luglio la spesa dei turisti stranieri si è assestata su un -6,7%, indicando un rallentamento della ripresa. Particolarmente positivo l'andamento della spesa dei turisti provenienti dall'Unione europea (+7% nel 2° trimestre 2022 sul 2019) e, tra quelli extra-UE, dei turisti dal Regno Unito e dagli Stati Uniti, facilitati dal cambio euro/dollaro favorevole, anche se in entrambi i casi ancora sotto i livelli pre-pandemici (rispettivamente -14% e -27% rispetto al 2019). Questi dati, riferiti alla spesa nominale, riflettono anche l'aumento generalizzato dei prezzi, che ha interessato in maniera particolare i trasporti ma anche i prezzi dei servizi ricettivi e di ristorazione e dei servizi ricreativi e culturali (rispettivamente +11,6%, +9,4% e 4,7% ad agosto rispetto allo stesso mese del 2019). In termini reali, quindi, la dinamica della spesa risulterà fortemente ridimensionata.

Grafico B Risale la spesa dei viaggiatori internazionali

(Per paese di origine, variazioni %
sullo stesso periodo del 2019,
dati grezzi, prezzi correnti)



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

Inoltre, su una piena ripresa del comparto turistico incidono negativamente sia l'inflazione record che frenerà la domanda, sia i rincari energetici e la scarsità di personale, che vincolano l'offerta.

Secondo stime del Centro Studi Confindustria³, con i prezzi di gas, carbone e petrolio che si sono realizzati in media dall'inizio dell'anno fino alla fine di agosto, il settore alberghiero e della ristorazione ha visto raddoppiare l'incidenza dei costi energetici sul totale dei costi di produzione (dal 6% al 12-13%), con un aumento superiore a quello medio registrato nell'intera economia italiana (+4 punti percentuali circa). Rincari di questa entità mettono a rischio gli investimenti e la stessa tenuta del settore, se si assottigliano troppo i margini, e frenano di nuovo la domanda, se vengono scaricati sull'utente finale.

² Per il totale della spesa dei turisti stranieri in Italia si considera il periodo gennaio-luglio, includendo gli ultimi dati disponibili dalla bilancia dei pagamenti turistica di fonte Banca d'Italia. Lo stesso dettaglio non è ancora disponibile per nazionalità.

³ Si veda Felici S., Puccioni C., Rapacciolo C., Romano L., "L'impatto della corsa dei prezzi dell'energia sui costi di produzione: settori a confronto tra Italia, Francia e Germania", *Nota dal CSC* n. 2-2022.

Secondo stime WTTC, il completo recupero del comparto potrebbe inoltre essere compromesso dalla scarsità di personale, più accentuata nel nostro Paese che altrove, in particolare rispetto a Francia, Spagna e Portogallo. Infatti, una parte dei dipendenti di questo settore, licenziati o messi in cassa integrazione durante la pandemia, ha trovato impiego in altri comparti, oppure è uscito del tutto dalla forza lavoro. Questo fenomeno, insieme ad un calo del numero dei lavoratori immigrati a causa di una più bassa mobilità, ha fatto sì che l'offerta di lavoro scarseggiasse, a fronte di una domanda crescente.

Il WTTC prevede che nel 3° trimestre di quest'anno resteranno vacanti in Italia un posto su sei di quelli offerti complessivamente dal settore, con picchi nel settore alberghiero (38%) e nelle agenzie di viaggio (42%)⁴.

In linea con questo quadro, l'ISTAT stima per settembre un netto peggioramento del clima di fiducia delle imprese del turismo (108,6 da 119,0 di agosto), che raggiunge il valore più basso degli ultimi 5 mesi (Tabella A). L'indice, così come quello aggregato della fiducia delle imprese, cala per il terzo mese consecutivo. In particolare, crollano le attese sugli ordini, che passano addirittura ad un valore negativo, e peggiorano nettamente sia i giudizi sia le opinioni degli imprenditori sull'andamento degli affari. Il comparto, quindi, che ha vissuto il momento di picco dell'anno tra maggio e giugno, e ancora ad agosto godeva di una certa fiducia sull'andamento corrente, mostra segni di pessimismo per l'autunno, anche a causa degli spropositati rialzi del prezzo dell'energia.

Questi dati potrebbero quindi segnalare che il comparto turistico, seppure in netta ripresa, potrebbe non aver ancora recuperato del tutto i livelli del 2019, neanche nel 3° trimestre del 2022.

Tabella A
Flessione della fiducia
delle imprese del turismo

(Indici destagionalizzati 2010=100
e saldi destagionalizzati)

| | mag-22 | giu-22 | lug-22 | ago-22 | sett-22 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Clima di fiducia (indici) | 124,0 | 124,5 | 122,0 | 119,0 | 108,6 |
| Giudizi ordini | +29,2 | +18,4 | +27,2 | +23,9 | +16,4 |
| Giudizi andamento degli affari | +26,1 | +29,8 | +21,5 | +24,2 | +12,9 |
| Attese ordini | +7,8 | +16,4 | +8,7 | +0,4 | -11,2 |

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

⁴ WTTC, *Staff Shortages*, 2022. Si veda <https://wtcc.org/Portals/0/Documents/Reports/2022/WTTC-Staff%20Shortages-August22.pdf>

Focus 4 - PNRR: riuscirà ad essere attuato nei tempi previsti?

IL PNRR NEL 3° E 4° TRIMESTRE 2022 PREVEDE PER L'ITALIA:



La fattibilità economica degli investimenti e il rispetto delle tempistiche sono le due principali incertezze legate al PNRR. A maggio, l'Ufficio Parlamentare di Bilancio stimava che se il Piano fosse attuato con efficienza "media o bassa", la perdita sarebbe quantificabile tra lo 0,9 e gli 1,8 punti percentuali di variazione di PIL in meno rispetto ai 3,2 punti di crescita aggiuntiva prevista a fine 2026, indicata nel Programma Nazionale di Riforma 2022 sotto l'ipotesi di "elevata" efficienza attuativa¹.

Traguardi e obiettivi Finora il Piano italiano, in linea con quelli degli altri paesi europei, è stato attuato rispettando le scadenze concordate. Tutte le 51 condizioni previste per il 2021 e le 45 previste entro giugno 2022 sono state conseguite (la Commissione ha valutato positivamente la conformità di quest'ultime ed entro ottobre è attesa una decisione dall'ECOFIN) per consentire l'erogazione della seconda rata da 21 miliardi di euro.

Entro fine anno dovranno essere rispettate ulteriori 55 condizioni (4 nel 3° trimestre e 51 nel 4°) per poter ricevere la terza rata da 19 miliardi (Tabella A). Il Governo Draghi ha dichiarato che punterà a raggiungere 29 condizioni entro fine ottobre, mentre rimarranno in capo al futuro Governo le restanti 26 condizioni. Stando alle ultime dichiarazioni del Governo, al 5 ottobre erano già stati conseguiti 21 dei 55 obiettivi e traguardi previsti per la fine dell'anno.

Tabella A - Finora nei tempi previsti tutte le condizioni del PNRR

| Anno | Trimestre | Totale condizioni in scadenza | di cui relative a: | | di cui: | | *Prefin. e rate effettive (miliardi di euro) |
|---------------|-----------|-------------------------------|--------------------|------------|------------|------------|--|
| | | | Investimenti | Riforme | Traguardi | Obiettivi | |
| - | - | - | - | - | - | - | 24,9* |
| 2021 | | 51 | 24 | 27 | 49 | 2 | 21,0 |
| 2022 | t1 | 7 | 6 | 1 | 7 | 0 | |
| | t2 | 38 | 24 | 14 | 37 | 1 | 21,0 |
| | t3 | 4 | 3 | 1 | 4 | 0 | |
| | t4 | 51 | 29 | 22 | 35 | 16 | 19,0 |
| 2023 | | 96 | 64 | 32 | 43 | 53 | 34,0 |
| 2024 | | 89 | 60 | 29 | 21 | 68 | 29,5 |
| 2025 | | 71 | 60 | 11 | 10 | 61 | 24,0 |
| 2026 | | 120 | 107 | 13 | 7 | 113 | 18,1 |
| Totale | | 527 | 377 | 150 | 213 | 314 | 191,5 |

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati PNRR.

Quanto è stato speso effettivamente finora? Se per ora traguardi e obiettivi sono in linea con il cronoprogramma, si è rilevato un ritardo nella capacità di spesa da parte dello Stato. La NaDEF 2022 indica che nel periodo 2020-2021 sono stati spesi solo 5,5 miliardi su 18,5, ovvero meno di un terzo di quanto originariamente previsto con il DEF 2021 (Grafico A)². Invece, per

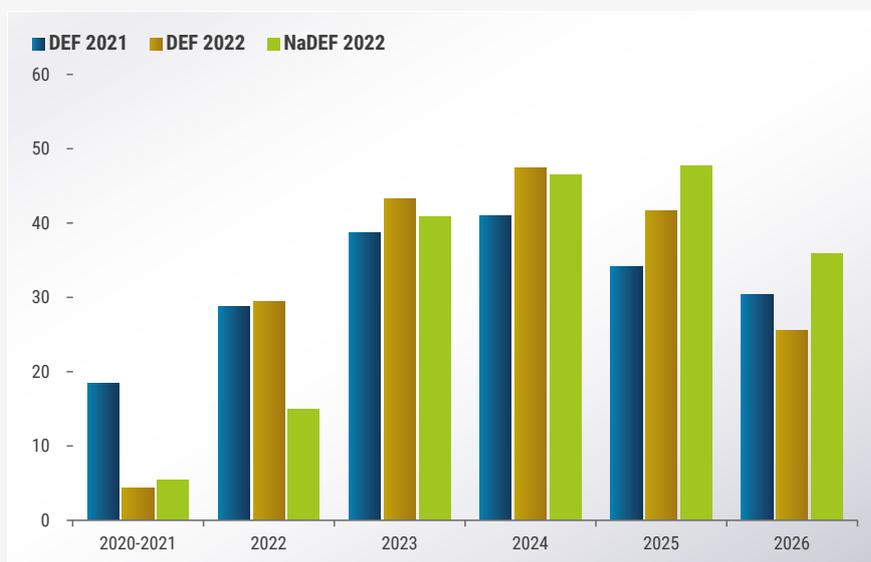
¹ Si veda "Rapporto sulla programmazione di bilancio 2022", p. 39 dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio del 19 maggio 2022 e il Programma Nazionale di Riforma, che ad aprile 2022 ha rivisto le stime di impatto del PNRR sulla crescita del PIL italiano al 3,2% a fine 2026 dal 3,6% stimato in precedenza.

² Le risorse allocate per il 2020 e parte del 2021 servivano per sostituire finanziamenti già in essere per progetti già avviati.

Grafico A Parecchi investimenti rinviati agli anni futuri

(Spese programmate con le risorse
del dispositivo di ripresa e resilienza RRF)

l'anno in corso è previsto un dimezzamento della spesa rispetto a quanto ipotizzato nel DEF 2022: dai 29,4 miliardi di euro se ne spenderanno probabilmente solo 15. Di conseguenza, i 26,7 miliardi di mancate attuazioni nel triennio 2020-2022 sono rinviati agli anni successivi, distribuiti principalmente attorno al 2025.



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati DEF e NaDEF.

Nel complesso, l'entità del rinvio è preoccupante se si pensa che il ritardo di spesa da parte dello Stato implica che queste risorse arriveranno ai soggetti attuatori del Piano (tra cui gli enti locali) e ai beneficiari finali delle misure (tra cui le imprese) più tardi del previsto e insieme alle altre risorse che si era programmato di spendere in quegli anni. Purtroppo, la NaDEF non riporta informazioni utili per individuare le voci di spesa rinviate. Tuttavia, almeno due fattori potrebbero giustificare i rinvii di spesa osservati:

- 1) può essere che alcuni investimenti siano stati realizzati, ma non siano ancora stati rendicontati adeguatamente su REGIS, il sistema di monitoraggio "bottom-up" attivo da luglio, dove i soggetti attuatori del Piano caricano i dati sullo stato di avanzamento dei singoli progetti. Questa ipotesi è tanto più probabile per quegli interventi che erano stati progettati e avviati prima del PNRR, già nel 2020-2021, per i quali si prevedeva soltanto che i finanziamenti originali sarebbero stati sostituiti con le risorse del Piano. Per questi appare piuttosto difficile che le risorse non siano state ancora spese.
- 2) Per certi investimenti la programmazione delle spese originariamente ipotizzata potrebbe non essere stata coerente con i rispettivi traguardi e obiettivi del Piano. Sin dall'origine non sono stati chiari i criteri con cui le risorse sono state quantificate e distribuite temporalmente per ciascun investimento, non essendoci alcuna relazione tecnica sottostante. Quindi, appare difficile spiegare l'entità di alcuni importi in certi anni, specialmente i primi, ed è probabile che gli importi non fossero commisurati alle reali necessità e alla capacità di spesa della pubblica amministrazione.

D'altronde, qualche riprogrammazione era verosimilmente da mettere in conto: il Piano è stato approvato a metà 2021 e solo dal 2022 sono state introdotte misure di supporto agli enti locali per facilitare e velocizzare gli iter burocratici. A questi si sono aggiunti altri fattori, illustrati qui di seguito, che potrebbero influenzare il raggiungimento di questi importi nei tempi previsti.

Fattori negativi Nonostante gli interventi governativi³ permangono rischi e incertezze di inizio anno legati al deterioramento della congiuntura economica.

I rincari, soprattutto dell'energia, possono non rendere conveniente alle imprese partecipare alle gare di appalto, lasciando di fatto alcuni progetti irrealizzabili: sarebbe quindi auspicabile riadeguare i prezzi delle gare con finanziamenti reperiti o a livello nazionale (a partire dalla prossima Legge di Bilancio), o a livello europeo (per esempio nell'ambito del *RePowerEU*⁴).

La carenza di alcuni materiali può rendere concretamente difficoltoso realizzare alcuni investimenti nei tempi previsti. L'associazione dei costruttori edili ANCE ha quantificato i maggiori costi per le imprese derivanti da rincari e carenza di materiali in circa il 35% in più rispetto ai prezzi già aggiornati a inizio 2022.

La scarsa convenienza economica di alcuni bandi ha sicuramente contribuito a che diverse gare d'appalto andassero deserte (es. alcuni bandi 5G). Si è quindi provveduto a modificare certe condizioni di gara, ma in alcuni casi ciò ha comportato ritardi nell'attuazione.

Permane poi il problema strutturale dell'effettiva capacità delle amministrazioni, specie territoriali, di bandire ed eseguire le gare d'appalto successive alla ripartizione dei fondi PNRR. Il raggiungimento quantitativo di alcuni traguardi potrebbe essere minacciato dalle elevate differenze tra le performance delle PA incaricate di realizzarli.

Fattori positivi Il 2022 è l'anno in cui il PNRR prevede l'aggiudicazione di contratti per numerosi investimenti, mentre dal 2023 si entrerà con maggior vigore nella fase di cantierizzazione delle opere. Un segnale incoraggiante viene dai numeri delle opere pubbliche, tra cui anche quelle finanziate con risorse del PNRR: secondo il Rapporto di CRESME per fine anno si potrebbero raggiungere importi superiori ai 55 miliardi, in aumento di circa il 20% rispetto al 2021⁵.

Parte del risultato deriva da alcuni soggetti attuatori del Piano, per esempio RFI, che hanno scelto di anticipare, con risorse proprie, le maggiori coperture amministrative richieste per fronteggiare i rincari, consentendo così di avviare subito le gare, in attesa di ricevere poi le risorse del PNRR.

A questi fattori, vanno aggiunti l'operato di *task force* specifiche, la creazione di uno sportello del MEF (*Capacity Italy*) a supporto degli enti locali, l'inserimento di tecnici nella PA, l'effetto delle riforme che contribuiscono ad accelerare la capacità di spesa⁶.

Cosa succede in caso di ritardo nel raggiungere una condizione prevista

In caso di ritardo, si potrebbe concordare un posticipo ragionevole con la Commissione. Se uno stato membro si rendesse conto di non riuscire a

³ L'art. 26 del DL 50/2022 ha stanziato circa 9 miliardi di risorse nazionali per tenere conto degli extracosti e il DPCM del 28 luglio 2022 ne disciplina la modalità di ripartizione. Tuttavia, alcuni ritardi nei decreti attuativi potrebbero minacciare la distribuzione delle risorse entro i termini previsti.

⁴ Il piano *REPowerEU* è una proposta della Commissione europea per produrre energia pulita, risparmiare energia e diversificare le fonti energetiche. Per ora è soltanto una proposta e riguarda la sola parte "energetica" dei PNRR.

⁵ Si veda "Spinta PNRR, +20% di opere appaltate. Il 2022 verso i 55 miliardi", Il Sole 24 Ore del 20 agosto 2022.

⁶ Altri interventi sono: il rinnovo dei contratti, lo sblocco del turnover, una maggiore formazione, la creazione di "infrastrutture" decisionali dedicate al Piano (il Comitato speciale del Consiglio Superiore dei Lavori Pubblici, la Commissione Tecnica PNRR-PNIEC e la Soprintendenza Speciale PNRR), il rafforzamento dei poteri sostitutivi e del silenzio-assenso e la riduzione del termine per l'esercizio del potere di annullamento d'ufficio.

rispettare una scadenza potrebbe concordare con la Commissione un posticipo della stessa (es. dal 31 dicembre 2022 al 31 gennaio 2023). Una volta raggiunta anche la condizione mancante, come di consueto, lo stato membro presenterà la richiesta di pagamento della rata e sottoporrà i traguardi e obiettivi alla valutazione della Commissione⁷.

Cosa succede in caso di mancato raggiungimento In caso di un mancato raggiungimento di un obiettivo, la rata è sospesa. Potrebbe altresì accadere che la Commissione giudichi che un traguardo o obiettivo in scadenza non sia raggiunto dallo Stato in maniera soddisfacente. In tale circostanza, il pagamento di una parte o della totalità della rata viene sospeso e inizia un dialogo con la Commissione, scandito da tempistiche rigorose, in cui lo stato membro è chiamato a presentare le proprie osservazioni e ad agire entro certi termini per evitare una sospensione dei pagamenti via via crescente e proporzionata al grado di inazione⁸. In caso di grave inadempimento, la Commissione può addirittura risolvere gli accordi di prestito e recuperare l'intero prefinanziamento. Invece, se lo stato membro decide di adottare le misure necessarie per raggiungere il traguardo o l'obiettivo mancante, riceverà il pagamento non appena la Commissione giudicherà soddisfacenti i risultati raggiunti.

Cosa succede in caso di impossibilità a realizzare il Piano Esistono alcune fattispecie in cui è possibile modificare il PNRR, tra cui il caso in cui circostanze oggettive ne impediscano la realizzazione⁹. Infatti, il Regolamento europeo del dispositivo *Recovery and Resilience Facility* ha previsto che, qualora "circostanze oggettive" impediscano la realizzazione parziale o totale degli interventi previsti nel PNRR, uno Stato possa chiedere alla Commissione una modifica o sostituzione di alcuni interventi e dei relativi traguardi e obiettivi¹⁰. Tra le "circostanze oggettive" rientrano l'elevata inflazione e la crisi energetica attuale. In ogni caso, in sede di eventuale revisione, la Commissione valuterà ogni singola misura proposta chiedendo indicazioni dettagliate sul perché una certa condizione non è più raggiungibile e altre informazioni per valutare al meglio le modifiche.

Ma ci sono molti limiti e rischi che occorre tenere ben presente:

1. durante il processo di revisione, lo Stato deve continuare a conseguire gli obiettivi previsti dal Piano originario;
2. le modifiche proposte non dovrebbero incidere sul livello di "ambizione" del Piano iniziale, specialmente dal lato delle riforme;
3. le misure sostitutive dovrebbero contribuire a raggiungere anche gli obiettivi previsti dal *REPowerEU*;
4. l'impatto positivo sul potenziale di crescita dello Stato potrebbe diminuire se alcuni investimenti venissero ridimensionati o annullati;
5. in caso di sospensione dei finanziamenti, i cantieri aperti potrebbero bloccarsi, con conseguenti problemi finanziari per le imprese coinvolte;

⁷ Gli Stati membri possono presentare alla Commissione tali richieste di pagamento due volte l'anno.

⁸ Si veda l'art. 24 del Regolamento europeo del dispositivo *Recovery and Resilience Facility* (RRF).

⁹ Si veda l'art. 21 del Regolamento europeo del dispositivo *Recovery and Resilience Facility* (RRF).

¹⁰ Si veda "Guidance on Recovery and Resilience Plans in the context of REPowerEU", del 31 maggio 2022.

6. se, durante il dialogo per modificare il Piano, lo Stato smette di rispettare le scadenze, il nuovo strumento di politica monetaria della BCE per contrastare gli spread (il *Transmission Protection Instrument*) potrebbe non essere attivabile. Infatti, lo strumento prevede, tra le altre cose, che il Paese stia rispettando gli impegni del PNRR.

Le riforme Sulle riforme rimane essenziale procedere celermente: ci sono 23 condizioni, relative alle riforme, da completare entro la fine del semestre. Una loro revisione è alquanto improbabile perché la situazione congiunturale non è tale da impedirne la realizzazione. Gli iter burocratici parlamentari, di per sé travagliati, sono soggetti a forti pressioni politiche e si tende a procedere con decreti-legge, talvolta rimandando alcune decisioni cruciali.

Sono aumentati il rischio di non rispettare le tempistiche concordate e il rischio di introdurre modifiche sostanzialmente inefficaci per alcune riforme. Questa preoccupazione giustifica la scelta del Governo Draghi di accelerare su alcune riforme (es. Legge sulla Concorrenza), anche in virtù della “clausola di non reversibilità”¹¹ che non consente di introdurre cambiamenti nel contesto di misure adottate precedentemente, proprio per evitare “annacquamenti” o “abrogazioni”. Tra le sfide centrali ci sono l’adozione dei provvedimenti attuativi per la legge sulla concorrenza, degli atti delegati per le riforme della giustizia civile, penale e del quadro in materia di insolvenza e l’entrata in vigore di un piano nazionale per la lotta al lavoro sommerso in tutti i settori economici.

¹¹ Si veda l’art. 24 par. 3 del Regolamento europeo del dispositivo *Recovery and Resilience Facility*.

Focus 5 - I prezzi record dell'energia fanno salire i costi delle imprese italiane alle stelle

MAGGIORI COSTI ENERGETICI PER L'ECONOMIA ITALIANA NEL 2022 DI



110 MILIARDI DI EURO

I mercati delle materie prime energetiche hanno continuato ad essere caratterizzati, anche nel 3° trimestre del 2022, da forti oscillazioni di prezzo, spingendo soprattutto gas e carbone verso nuovi record storici e gravando sempre di più sui costi di produzione delle imprese.

Gli effetti su clienti finali e retailers Nonostante gli interventi del governo (si veda il Focus 7), gli abnormi rincari del gas stanno mettendo alle corde il nostro tessuto economico. Oltre alle ricadute sul prezzo dell'energia elettrica, poiché il gas è la fonte prevalente per la produzione di elettricità (coprendo nel 2019 il 49% della produzione)¹, l'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA)² segnalava già a fine luglio le forti criticità per il sistema nazionale a causa dei prezzi fuori scala raggiunti sui mercati all'ingrosso del gas, che stanno penalizzando sia i clienti finali sia i venditori. Da un lato le imprese, come clienti finali, si ritrovano bollette energetiche insostenibili e hanno difficoltà a stipulare nuovi contratti di fornitura per l'anno termico che è partito dal 1° ottobre, dall'altro i piccoli e medi rivenditori faticano a rinnovare i contratti con i grandi produttori e importatori a condizioni sostenibili per i loro bilanci e a reperire dai grossisti i volumi necessari a soddisfare la domanda³.

La maggiore bolletta energetica dell'Italia Secondo le stime del Centro Studi Confindustria⁴, realizzate tramite le tavole input-output e basate sulle variazioni attese dei prezzi internazionali delle materie prime energetiche ipotizzate nello scenario di previsione per l'anno 2022⁵, i costi energetici arriverebbero ad incidere per il 9,8% sul totale dei costi di produzione dell'intera economia, con una crescita di circa 5 punti percentuali rispetto al pre-pandemia (4,6%; Grafico A)⁶. In euro, i maggiori costi energetici si tradurrebbero in un aumento della bolletta annuale per l'intera economia italiana pari a circa 110 miliardi (in più rispetto alla bolletta energetica pre-pandemia, di quasi 87 miliardi).

Ipotizzando che di questo ammontare addizionale il nostro sistema economico ne abbia già pagato, nei primi 8 mesi del 2022, una quota basata sulle stime CSC di giugno della bolletta energetica, ovvero approssimativamente il 49%⁷, le imprese si troverebbero a dover pagare 55,6 miliardi di

¹ Ministero dello Sviluppo Economico, "La Situazione Energetica Nazionale nel 2019", 2020. Si veda anche il rapporto di previsione di aprile 2022 – BOX n. 2, "L'impatto della corsa dei prezzi dell'energia sui costi delle imprese in Italia".

² <https://www.arera.it/it/docs/22/375-22.htm>

³ Lo Stato prevede comunque delle tutele per evitare l'interruzione della fornitura. Per i venditori rimasti senza un fornitore all'ingrosso, infatti, si attiva il servizio di default trasporto, volto a garantire transitoriamente la disponibilità di gas, e successivamente un trasferimento massivo dei clienti finali nei servizi di ultima istanza (servizio di fornitura di ultima istanza e servizio di default distribuzione).

⁴ Per dettagli sulla metodologia di stima si veda Felici S., Puccioni C., Rapacciuolo C., Romano L., "L'impatto della corsa dei prezzi dell'energia sui costi di produzione: settori a confronto tra Italia, Francia e Germania", *Nota dal CSC n. 2-2022*.

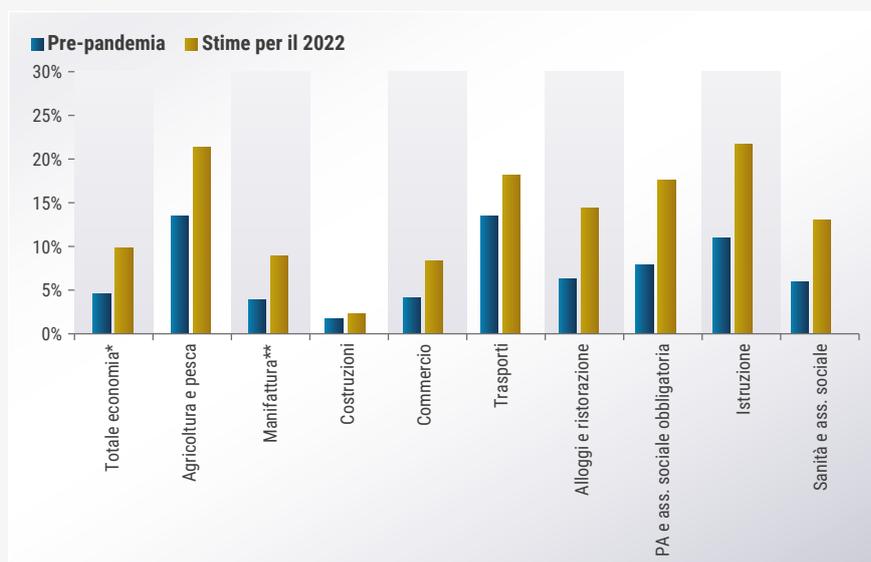
⁵ Le materie prime energetiche considerate sono gas naturale, petrolio e carbone. Per il gas la previsione del prezzo medio annuo è di 150 euro/mwh, per il petrolio 102 \$/barile. Per il carbone, che non rientra nello scenario di previsione, il prezzo medio annuo considerato è di 259 \$/mt.

⁶ A parità delle voci di costo non legate al consumo diretto di materia prima energetica, di raffinati del petrolio e di energia.

⁷ Le prime stime, contenute nel Rapporto di previsione di aprile e poi aggiornate nella Nota CSC n. 2-2022 sono state realizzate con prezzi di gas e petrolio molto vicini a quelli che si sono poi effettivamente verificati in media nei primi 8 mesi dell'anno ed erano di 6,8 miliardi di euro aggiuntivi al mese per l'intera economia (81 annui circa) e di 2,6 per la sola manifattura

Grafico A L'incidenza dei costi energetici in Italia

(Incidenza sul totale dei costi di produzione, confronto tra la media 2018-2019 e il 2022)



* Escluso il settore energia e della raffinazione del petrolio.

** Escluso il settore della raffinazione del petrolio.

Nota: i costi energetici sono quelli relativi all'acquisto di materia prima energetica, di prodotti derivati dalla raffinazione del petrolio e per la fornitura di energia. Le altre voci di costo di produzione per le imprese si sono ipotizzate invariate.

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

Per la sola manifattura, l'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche calcolato secondo le ultime evoluzioni del mercato si tradurrebbe nel 2022 in un'incidenza dei costi energetici sul totale dei costi pari al 9,0%, con una crescita pari a quella del totale dell'economia e con un aumento nella bolletta annuale di 43 miliardi di euro (in aggiunta rispetto alla bolletta energetica pre-pandemia, di oltre 30 miliardi). Di questi, sempre confrontando con le prime stime CSC, le imprese manifatturiere dovrebbero aver già onorato fino ad agosto il 48% circa. Di conseguenza, si troverebbero in bolletta almeno altri 22,2 miliardi di euro aggiuntivi per gli ultimi quattro mesi dell'anno, ovvero 5,5 miliardi di euro al mese in più da settembre a dicembre 2022.

Analizzando nel dettaglio la manifattura, in quasi tutti i comparti l'incidenza dei costi più che raddoppierebbe, toccando i valori massimi in corrispondenza dei settori più energivori (Grafico B). In particolare, i settori maggiormente colpiti dall'aumento atteso dei prezzi delle materie prime risulterebbero di gran lunga la metallurgia, dove l'incidenza dei costi energetici potrebbe sfiorare il 26% alla fine del 2022 (+15 punti percentuali dai livelli pre-pandemia) e le produzioni legate ai minerali non metalliferi⁸, dove l'incidenza potrebbe arrivare al 20% (+11 p.p.). Tra gli altri energivori più colpiti dagli aumenti seguono, con valori tra loro analoghi, le lavorazioni del legno, la gomma-plastica e la produzione di carta⁹, con una incidenza stimata rispettivamente al 13% (+8 p.p.), all'11% (+7 p.p.) e al 10% (+6 p.p.). Un impatto significativo si avrebbe anche nella chimica, settore in cui l'aumento dell'incidenza dei costi

(31 annui). Considerando i primi 8 mesi dell'anno, la bolletta per le imprese dovrebbe essere cresciuta circa di 54,4 per l'intera economia e di 20,8 per il settore manifatturiero fino ad agosto.

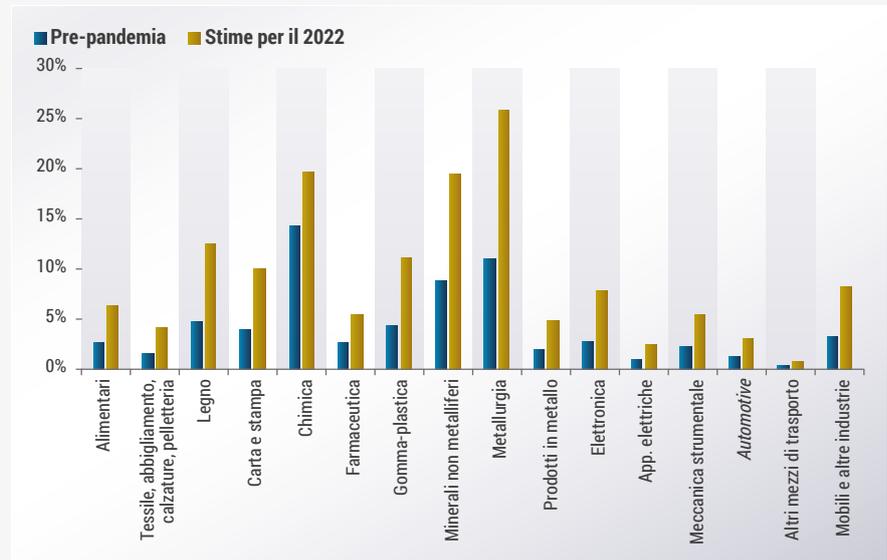
⁸ Prodotti refrattari, cemento, calcestruzzo, gesso, vetro, ceramiche, ecc.

⁹ Quest'ultima è rilevata nelle statistiche insieme alla stampa.

è minore rispetto agli altri settori energivori (+5,4 p.p.) ma partendo da livelli già estremamente elevati, per cui l'incidenza potrebbe raggiungere il 20% alla fine del 2022, al pari dei settori più colpiti.

Grafico B L'impatto per i settori industriali

(Incidenza sul totale dei costi di produzione, confronto tra la media 2018-19 e il 2022)



Nota: i costi energetici sono quelli relativi all'acquisto di materia prima energetica, di prodotti derivati dalla raffinazione del petrolio e per la fornitura di energia. Le altre voci di costo di produzione per le imprese si sono ipotizzate invariate.

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

L'incidenza dei costi energetici rimarrebbe invece su livelli relativamente bassi nei settori dei mezzi di trasporto (*automotive* e altri mezzi di trasporto) e in quello della produzione di apparecchiature elettriche.

Focus 6 - Indicatori qualitativi e dati effettivi: nel 2022 un legame meno stretto (come nel 2013)

Nell'analisi delle tendenze economiche molteplici sono gli indicatori qualitativi utilizzati per ottenere in anticipo indicazioni sulla dinamica, effettiva ed attesa, delle principali variabili macroeconomiche (come il PIL, la produzione, i consumi, l'export). In gran parte dei casi, l'*appeal* del dato qualitativo risiede nel fatto che è disponibile un mese o più in anticipo rispetto al dato effettivo relativo allo stesso mese, a causa del ritardo nel rilascio delle statistiche ufficiali.

Implicitamente, nell'utilizzarli, si presuppone l'esistenza di una correlazione significativa tra i due tipi di dati nel lungo periodo, che renda i dati qualitativi attendibili, nel breve, nell'indicare la tendenza dei dati effettivi. In alcuni periodi, come quello attuale, gli indicatori qualitativi sembrano invece divergere dai dati effettivi. Nel seguito si esamina la relazione tra le due tipologie di informazioni, per gli indicatori più utilizzati.

1. Il PMI ordini esteri è correlato all'export? Tra i dati qualitativi, un indicatore molto usato è la componente ordini esteri delle indagini sulle imprese, disponibile con almeno un mese e mezzo di anticipo sui dati effettivi di riferimento, cioè le esportazioni¹. Tale indicatore è disponibile per l'economia italiana e per quella mondiale e la nostra analisi si riferisce ad entrambi. L'indice PMI (*Purchasing Manager Index*) è costruito a partire dalle risposte date dai responsabili degli acquisti di un campione selezionato di aziende, a cui viene chiesto di paragonare le condizioni di un certo numero di variabili rispetto al mese precedente, stabilendo se queste sono migliorate, peggiorate o rimaste invariate.

La relazione che qui si vuole testare è tra la dinamica dell'export (a prezzi costanti) e quella del PMI (più precisamente lo scostamento del PMI dal valore neutrale di 50²), ovvero la variazione mensile del saldo dei giudizi.

Prendendo a riferimento un periodo sufficientemente lungo (2000-2022) risulta che la correlazione è relativamente debole per l'export italiano. Inoltre, le indicazioni qualitative non anticipano l'export dei mesi successivi, ma al più sono informative della dinamica nello stesso mese. Anzi, la correlazione è maggiore con quella del mese precedente (Tabella A).

Tabella A
Correlazione tra PMI
ordini esteri ed export

(Dati mensili in volume,
gen. 2000 - giu. 2022)

| | | Italia | Mondo |
|---------------------|------------|-------------|-------------|
| PMI al tempo | t-2 | -0,09 | 0,08 |
| | t-1 | -0,07 | 0,22 |
| | t | 0,19 | 0,45 |
| | t+1 | 0,21 | 0,49 |
| | t+2 | 0,16 | 0,41 |

Export italiano e commercio mondiale (tassi di crescita rispetto al mese precedente).
PMI ordini esteri IHS-Markit (diff. rispetto a 50).

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

¹ Nel caso del commercio mondiale si fa riferimento alla componente ordini esteri del PMI globale, mentre nel caso dell'export italiano si può usare la componente ordini esteri del PMI manifatturiero italiano, ma anche i giudizi sugli ordini esteri ISTAT.

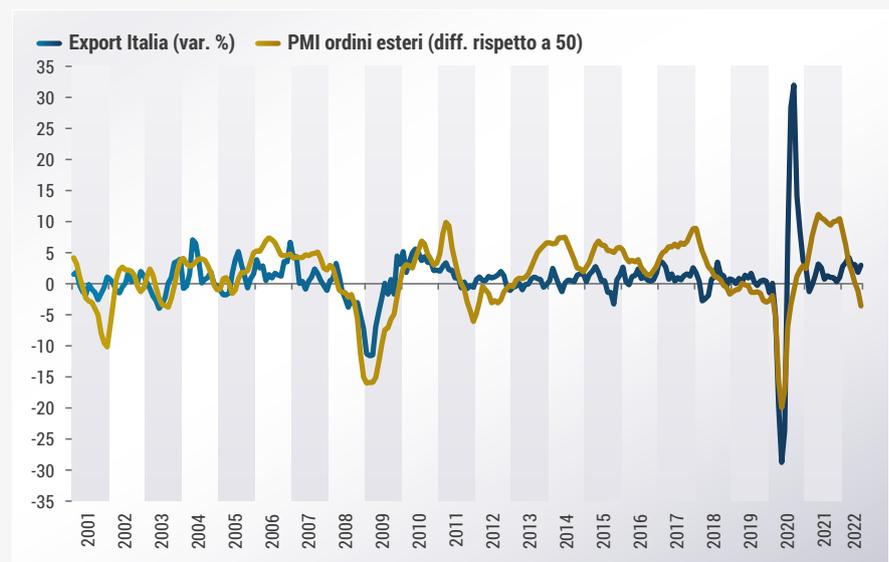
² Un aumento sopra il 50 indica un'espansione degli ordini esteri, mentre un calo sotto il 50 indica una riduzione degli stessi.

Per testare la robustezza di tale relazione, si è effettuata una regressione delle due variabili di interesse, commercio mondiale ed export italiano, rispetto alla componente ordini esteri del PMI. In entrambi i casi emerge una relazione statisticamente significativa e con segno atteso (positivo) tra le variabili dipendenti e i PMI contemporanei. Anche la componente "auto-regressiva" risulta statisticamente significativa e con il segno negativo. In particolare, si rileva che un aumento di un punto del PMI ordini esteri è associato a una crescita dell'export (italiano e globale), nello stesso mese, di 0,2 punti percentuali.

Dinamiche a confronto Graficamente la relazione tra PMI ed export non è molto apprezzabile, data la forte variabilità dei dati mensili. Per analizzare le dinamiche temporali, quindi, è necessario raffrontare dati "trimestralizzati".

Per l'Italia si osserva una discreta corrispondenza tra i dati di export e i PMI ordini esteri, pur con delle discontinuità, che si accentuano negli ultimi anni (Grafico A). In particolare, dopo la caduta nella prima parte del 2020 i dati qualitativi hanno colto parzialmente, e in ritardo, il forte rimbalzo dell'export italiano. I dati qualitativi più recenti puntano a una dinamica negativa, per ora non registrata in quelli effettivi, ampliando, come mai si era registrato fino ad ora, il gap tra le due variabili.

Grafico A
PMI ordini esteri versus export
(Medie mobili trimestrali)



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

Uno scostamento molto significativo si era registrato anche nel 2012-2014, quando i dati qualitativi avevano segnalato forti fluttuazioni (in negativo e in positivo), mentre la crescita dell'export era rimasta piuttosto stabile.

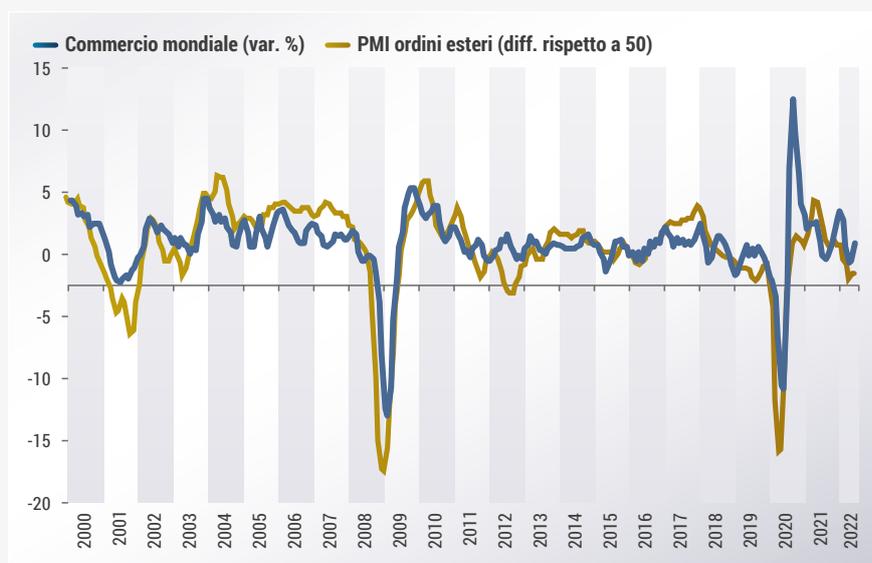
Considerazioni simili possono essere fatte per il commercio mondiale (Grafico B). La corrispondenza tra dati qualitativi e quantitativi, a livello mondiale, appare comunque più stretta rispetto a quella per l'Italia (nei dati trimestrali).

Anche in questo caso, comunque, i dati qualitativi hanno colto solo parzialmente e in ritardo il rimbalzo degli scambi dopo lo shock iniziale da Covid. I due indicatori si erano poi riavvicinati, ma nel 2022 il divario è di nuovo ampio.

In precedenza, lo scostamento maggiore si era osservato intorno al 2013, quando l'indicatore qualitativo aveva segnalato una contrazione, che non si è osservata nei dati reali.

Grafico B PMI ordini esteri versus commercio mondiale

(Medie mobili trimestrali)



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

2. Il PMI manifatturiero è correlato alla produzione industriale? Risultati simili si ottengono analizzando la relazione tra le variazioni mensili della produzione industriale italiana e il PMI manifatturiero (per il quale, un livello superiore a 50 indica aumento della produzione, mentre sotto tale soglia segnala contrazione).

La correlazione tra i tassi di crescita mensili dell'attività industriale e l'indice PMI è positiva, come atteso, ma piuttosto debole (0,20 tra 1999 e 2022).

Al contrario, considerando la variazione mensile dell'indicatore qualitativo piuttosto che il suo scostamento dalla soglia 50, la relazione con l'andamento della produzione appare forte, con un coefficiente di correlazione pari a 0,74³.

Volendo poi testare la capacità previsiva delle informazioni qualitative, si riscontra una scarsa correlazione tra i ritardi del PMI e la produzione industriale. Anzi si ha una maggiore correlazione tra il PMI dei mesi successivi e l'andamento industriale al tempo corrente (Tabella B). Considerando la variazione mensile del PMI, a tempi diversi da t la correlazione è molto bassa e addirittura con un segno negativo.

Tabella B Correlazione tra PMI manifatturiero e produzione industriale

(Italia, dati mensili, gen. 1999 - giu. 2022)

| | PMI manifattura (t) | |
|------------|---------------------|----------------------------|
| | Scostamento da 50 | Variazione % congiunturale |
| t-2 | -0,04 | -0,12 |
| t-1 | -0,05 | -0,02 |
| t | 0,20 | 0,74 |
| t+1 | 0,21 | -0,02 |
| t+2 | 0,17 | -0,02 |

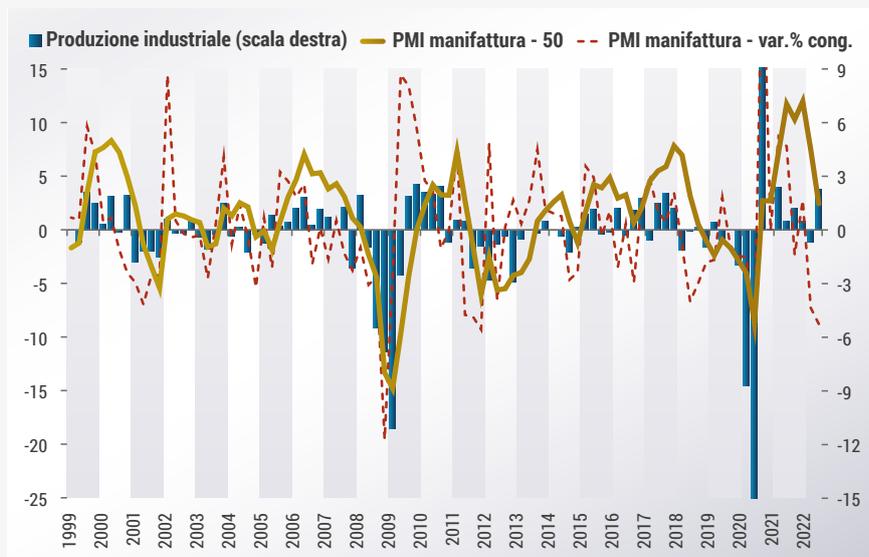
Nota: variazione % della produzione industriale rispetto al mese precedente (t) e scostamento da 50 o variazione % del PMI manifatturiero rispetto al mese precedente (t e suoi ritardi).

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

³ Considerando due sottoperiodi, il primo 1999-2007 e il secondo 2008-2022, emerge come il coefficiente di correlazione tra lo scostamento da 50 del PMI e il tasso di crescita della produzione industriale sia molto simile a quello ottenuto considerando la variazione mensile

Grafico C Andamenti del PMI manifatturiero e produzione industriale

(Italia, var. % congiunturali
e scostamento da 50, dati trim. destag.)



Nota: dati trimestrali 2020 fuori scala.

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

Il ruolo dell'incertezza La crisi finanziaria del 2008 e, a seguire, la crisi dei debiti sovrani del 2010-11, hanno rappresentato dei punti di rottura che hanno influito sulla formazione delle aspettative qualitative delle imprese e, quindi, sulla capacità delle stesse di prevedere o, quantomeno, riflettersi adeguatamente nella dinamica reale. In particolare, considerando il periodo post-2008, l'evoluzione del *sentiment* economico degli imprenditori e della loro percezione sulle prospettive economiche potrebbe aver subito un cambiamento permanente, a causa della maggiore incertezza, alterando l'informazione che deriva dalla percezione delle imprese. Ciò ha reso meno adatti questi indicatori ad anticipare gli andamenti reali dell'attività industriale, sovente in contrasto con quanto atteso qualitativamente (Grafico D). Una semplice regressione che mette il PMI (scostamento da 50) in funzione del suo ritardo e dell'indice di incertezza rileva una relazione negativa e statisticamente significativa solo nel periodo posteriore al 2008 (Tabella C), mentre non mostra significatività nel periodo antecedente la crisi finanziaria. Ciò indica che il PMI post Lehman risente molto anche dell'incertezza.

del PMI nel primo periodo (0,18 e 0,23), mentre sia molto differente nel periodo post-crisi finanziaria (0,20 e 0,78). Nel corso del tempo sembra infatti essersi intensificata la correlazione tra le variazioni rispetto al mese precedente dei due indicatori (qualitativo e quantitativo), identificando nel miglioramento congiunturale del PMI (a prescindere dal suo livello al di sopra e al di sotto della soglia), una relazione più stretta con l'andamento del dato effettivo.

Tabella C Incertezza e PMI manifatturiero

(Italia, dati mensili, gen. 1999 - giu. 2022)

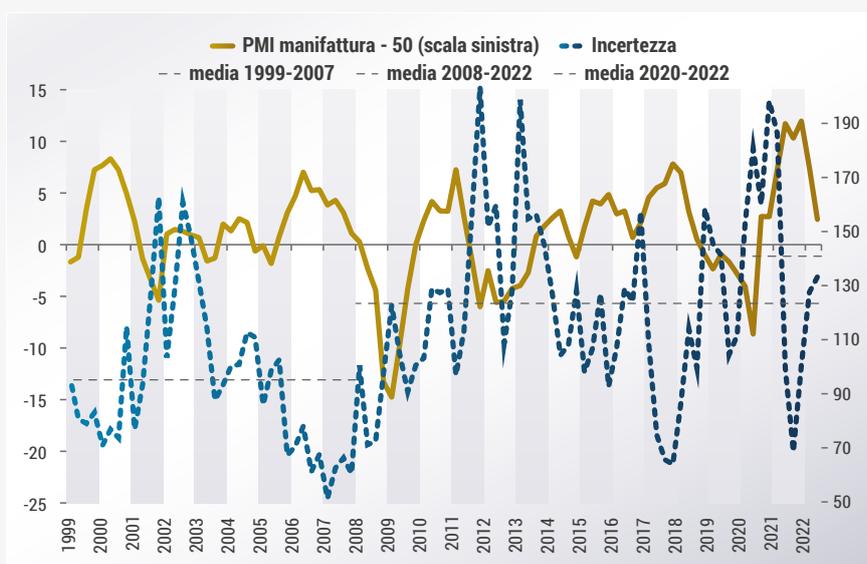
| | PMI manifattura (t) | |
|---------------|-----------------------|-----------------------|
| | gen. 1999 - dic. 2007 | gen. 2008 - giu. 2022 |
| c | 0,22 (0,587) | 1,55 (0,008) |
| PMI man (t-1) | 0,99 (0,000) | 0,88 (0,000) |
| Incertezza | -0.003 (0,377) | -0.010 (0,017) |

Nota: PMI manifattura (scostamento da 50); tra parentesi sono riportati i valori dei p-value, per cui i coefficienti con p-value <0,05 risultano statisticamente significativi.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, S&P Global e Baker S.R., Bloom N., Davis S.J.

Grafico D Incertezza e PMI manifatturiero

(Italia, scostamento da 50, valori indice, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, S&P Global e Baker S.R., Bloom N., Davis S.J.

3. L'evidenza sulla fiducia

Uno dei dati qualitativi più usati è la fiducia, che gli istituti di statistica nazionali "misurano" mensilmente sia per le famiglie che per le imprese. Verifichiamo qui quanto sia affidabile tale indicatore per tracciare, con qualche anticipo, la dinamica di tre variabili cruciali: consumi, investimenti, produzione⁴.

Fiducia delle famiglie e consumi In alcuni momenti le due serie, qualitativa ed effettiva, vanno in direzioni opposte (2003, 2008, 2013). In particolare, è stato molto ampio il break tra le due serie che si è avuto nel 2013, quando la fiducia risalì rapidamente, ma i consumi restarono compressi.

La correlazione totale, cioè sull'intero periodo analizzato (1999-2022) è quasi inesistente. Tuttavia, la correlazione tra fiducia e consumi è molto buona in specifici periodi: per esempio, tra il 2004 e il 2012 è stata dello 0,76 (Tabella D).

⁴ Poiché i dati effettivi sono tutti disponibili a cadenza trimestrale, i dati sulla fiducia sono stati "trimestralizzati".

Tabella D Correlazioni dell'indice di fiducia con consumi, investimenti e produzione

(Italia, dati trimestrali)

| Anni | Fiducia e consumi |
|------------------------|-------------------|
| 1999-2022 | 0,04 |
| 1999-2019 | -0,01 |
| 2019-2022 | 0,83 |
| 2004-2012 | 0,76 |
| 2014-2019 | 0,77 |
| 2004-2019 | 0,24 |
| Fiducia e investimenti | |
| 2000-2022 | 0,37 |
| 2002-2012 | 0,69 |
| 2014-2018 | 0,78 |
| 2019-2021 | 0,93 |
| Fiducia e produzione | |
| 2000-2022 | 0,55 |
| 2000-2012 | 0,80 |
| 2014-2022 | 0,75 |
| 2014-2020 | 0,78 |

Nota: fiducia numeri indice 2010=100, variabili reali livelli (miliardi di euro).

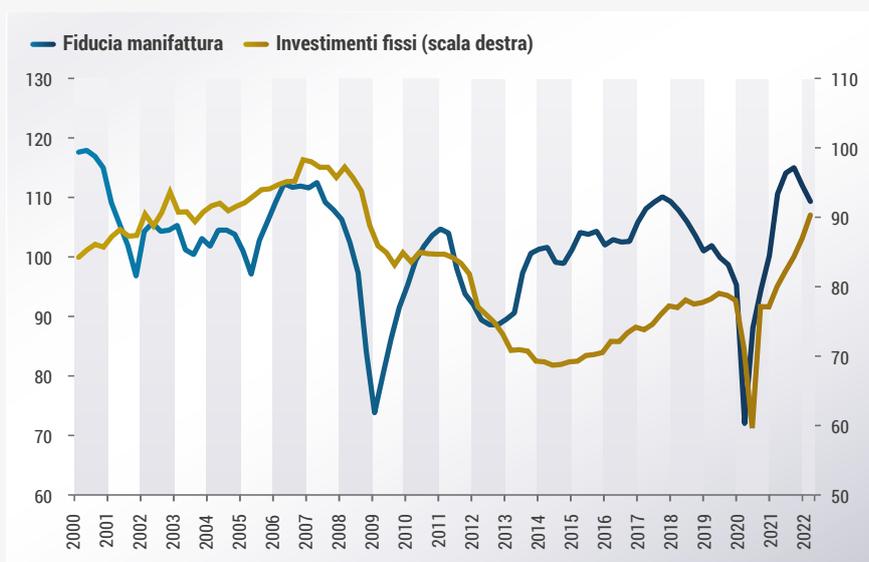
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Fiducia delle imprese e investimenti La correlazione complessiva è piuttosto bassa. Anche per tali due dati si è avuto un ampio break nel 2013, quando la fiducia delle imprese era in risalita, ma gli investimenti in calo (Grafico E).

Risulta anche in questo caso che la correlazione è elevata dal 2002 e fino a prima del 2013 (0,69) e di nuovo alta dopo il 2013 e fino al 2018 (0,78).

Grafico E Fiducia e investimenti

(Imprese, indici destag. 2010 = 100, indice destag. 2015 = 100, dati trimestrali destag.)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

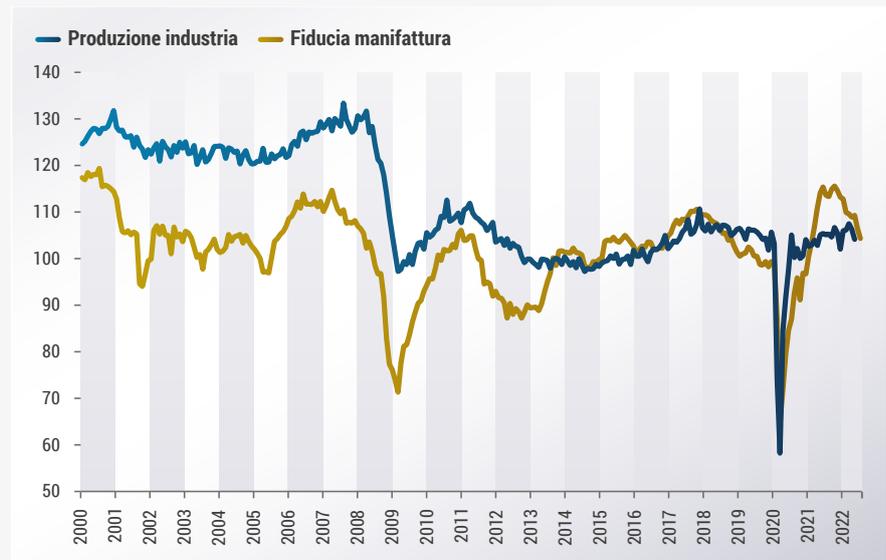
Interessante notare che la correlazione con gli investimenti è alta anche nella prima parte del periodo Covid. Ma nel 2022 (con la crisi energetica) la relazione si spezza di nuovo.

Fiducia delle imprese e produzione La correlazione totale tra fiducia e produzione è significativa, ma non molto alta (0,55 tra 2000 e 2022)⁵. Risulta comunque un po' più elevata rispetto a quelle trovate per il PMI rispetto a export e produzione.

Anche qui c'è un break nel 2013, quando la produzione rimase debole nonostante la maggiore fiducia delle imprese (Grafico F). E poi un break recente, nel 2021-2022.

Grafico F Fiducia e produzione

(Imprese, indici destag. 2010 = 100, indice destag. 2015 = 100, dati trimestrali destag.)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT.

Come in precedenza, notiamo che invece la correlazione è elevata prima del 2013 (0,80) e, poi, tra 2014 e 2020, cioè prima del 2021 (0,78).

4. Qualche indicazione utile?

L'evidenza empirica fornisce un'importante indicazione: non è possibile affidarsi completamente agli indicatori qualitativi per capire, con qualche anticipo, l'andamento delle variabili macroeconomiche, per quanto in passato siano stati affidabili. Soprattutto durante fasi di crisi, questi indicatori rischiano di non riuscire a fornire indicazioni affidabili.

⁵ La correlazione abbastanza elevata tra la fiducia e i dati effettivi non è presente solo per i dati contemporanei, ma è significativa anche con i suoi ritardi. Questo indicatore può avere quindi una maggiore capacità previsiva rispetto al PMI. Ad esempio, la correlazione tra la fiducia delle imprese al tempo (t-1) e (t-2) e la produzione industriale al tempo (t) risulta di 0,54 e 0,53: robusta, sebbene non elevatissima.

Focus 7 - Robusta la risposta del Governo italiano contro il “caro energia”

L'ITALIA HA STANZIATO PER IL CARO ENERGIA



54,4 MLD DI EURO

Tabella A Numerosi e sempre più sostanziosi gli interventi adottati dal Governo italiano

(Valori in miliardi di euro)

Alla fine dello scorso anno, quando iniziava l'uscita dalle numerose misure adottate per fronteggiare gli effetti della pandemia, il Governo italiano si è ritrovato a dover intervenire nuovamente a sostegno di famiglie e imprese, colpite stavolta dai rincari dei prezzi energetici, ulteriormente saliti poi con l'invasione russa dell'Ucraina.

Quella che inizialmente sembrava una crisi transitoria, si è via via rivelata più complicata e duratura, richiedendo interventi del Governo sempre più frequenti, sulla falsa riga di quanto successo con la pandemia. Per il 2022 sono stati finora emanati ben 8 provvedimenti legislativi in soli 9 mesi, con interventi diretti, volti a contenere la spesa per energia elettrica, gas naturale e carburante, e misure indirette, a tutela del potere d'acquisto delle famiglie e della liquidità delle imprese (Tabella A). Gli effetti complessivi sull'indebitamento netto del 2022 ammontano a 54,4 miliardi di euro (pari a 3,4 punti di PIL 2021), ma non peggiorano il saldo di bilancio in quanto coperti da scostamenti già approvati dal Parlamento e da maggiori entrate fiscali rispetto a quelle previste, incassate grazie a una migliore dinamica dell'economia, alla più elevata inflazione, ma anche alla tassazione degli extra-profitti delle imprese energetiche.

| | 2022 |
|--------------------------------------|-------------|
| Legge di Bilancio 2022 (30 dicembre) | 3,8 |
| DL 4/22, Sostegni ter (27 gennaio) | 1,7 |
| DL 17/22, Energia (1° marzo) | 6,7 |
| DL 21/22, Ucraina (21 marzo) | 2,8 |
| DL 38/22 (2 maggio) | 2,3 |
| DL 50/22, Aiuti (17 maggio) | 11,4 |
| DL 115/22, Aiuti bis (9 agosto) | 11,5 |
| DL 144/22 Aiuti ter (23 settembre) | 14,1 |
| Totale | 54,4 |

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su relazioni tecniche ai provvedimenti legislativi.

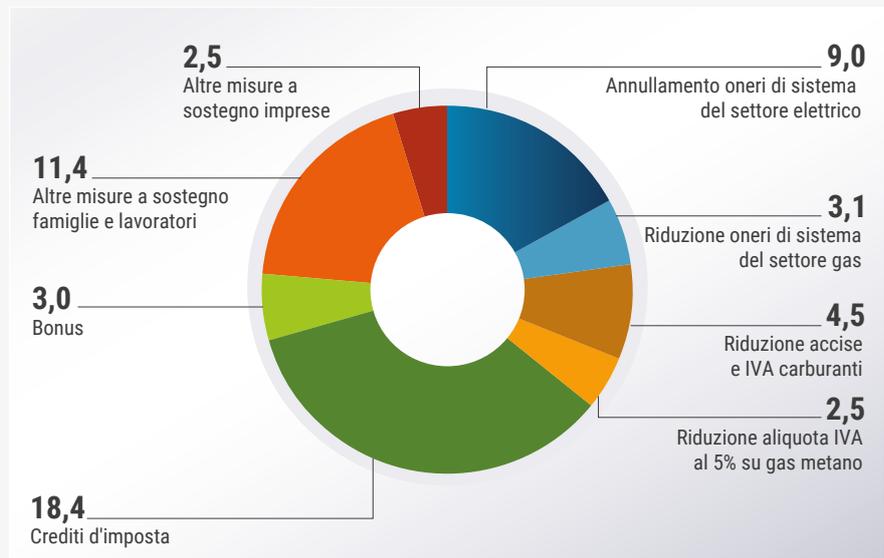
1. Le principali categorie d'intervento

Uno sguardo d'insieme a tutte le misure adottate e alle risorse stanziato permette di valutare le principali categorie d'intervento (Grafico A).

- Al contenimento della spesa per le bollette di energia elettrica e gas sono stati destinati oltre 12 miliardi di euro (il 22,2% del totale delle risorse stanziato), di cui 9 soltanto per il settore elettrico. Per tutto il 2022 sono stati azzerati gli oneri generali di sistema nella bolletta elettrica e ridotti quelli per il settore del gas.
- Per il riconoscimento di crediti d'imposta per le imprese, a compensazione dei maggiori costi sostenuti per l'acquisto di energia elettrica e gas, sono stati stanziati nel complesso 18,4 miliardi (il 33,8% del totale): le maggiori risorse sono state destinate alle imprese energivore e gasivore (10,1 miliardi), ma importanti contributi sono stati riconosciuti anche alle altre imprese, comprese quelle dell'autotrasporto, dell'agricoltura e della pesca.
- Alla riduzione di IVA e accise per i carburanti sono stati destinati 4,5 miliardi (l'8,3% del totale), mentre per l'aliquota IVA agevolata al 5% sul gas naturale sono stati stanziati 2,5 miliardi (il 4,6%).

- In tema di contrasto alla povertà, sono stati impegnati 3 miliardi (il 5,5% del totale); in particolare sono stati rafforzati ed estesi i bonus sociali, sono stati introdotti buoni carburante (per i lavoratori privati) e bonus per gli abbonamenti al trasporto pubblico.
- Altre importanti misure sono state introdotte per sostenere il potere d'acquisto di famiglie e lavoratori, per un valore complessivo pari a 11,4 miliardi (il 21,0% del totale). Prima fra tutte, l'indennità *una tantum* pari a 200 euro riconosciuta a lavoratori dipendenti, pensionati, ma anche a lavoratori autonomi e liberi professionisti, lavoratori domestici, percettori di NASPI, di indennità di disoccupazione e di reddito di cittadinanza.
- In tema di welfare aziendale, è stata poi innalzata la soglia dei *fringe benefit* per i lavoratori dipendenti.
- Tra le misure a sostegno delle imprese ricadono alcuni interventi volti a garantire la liquidità (rifianziamento Fondo di garanzia PMI e garanzie ISMEA) e altri destinati a incentivare la riconversione industriale e gli investimenti in campo energetico, per un totale di 2,5 miliardi (il 4,5% del totale).

Grafico A
Crisi energetica:
il piano di aiuti italiano
per il 2022 vale 54,4 miliardi
 (Valori in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su provvedimenti legislativi.

L'analisi delle misure per beneficiario mostra come il 38,3% delle risorse stanziare siano a favore esclusivo delle imprese (20,8 miliardi, per lo più crediti d'imposta), il 26,6% a sostegno delle famiglie (14,5 miliardi di indennità *una tantum* e bonus sociali) e il restante 35,1% a beneficio sia delle prime che delle seconde (oltre 19 miliardi di misure di contenimento dei prezzi e delle imposte).

2. Quanto è aumentata la bolletta energetica per una famiglia tipo?

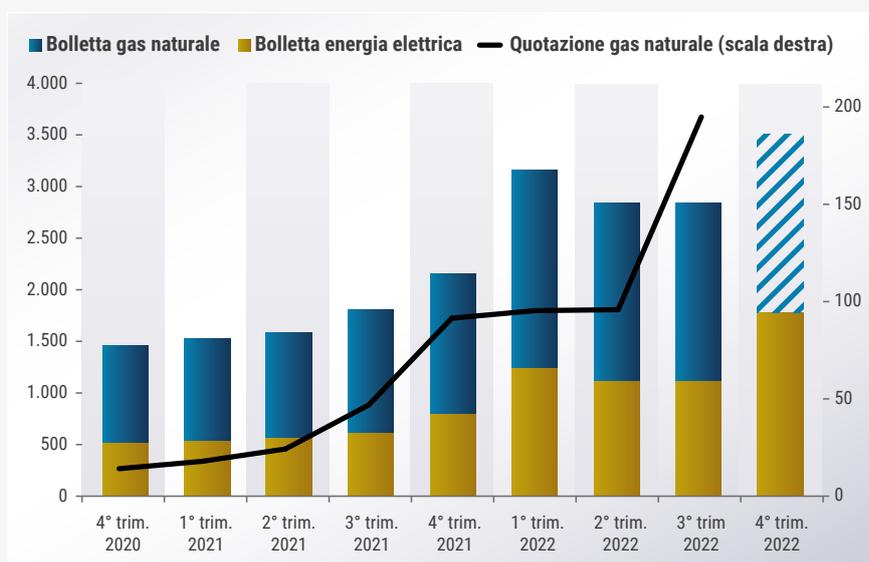
Una famiglia tipo, così come definita dall'ARERA¹, sta spendendo 3.513 euro per il consumo domestico annuo di energia elettrica e gas, di cui 1.731 per il gas e 1.782 per l'elettricità, stando ai prezzi in bolletta per il 4° trimestre 2022 (Grafico B).

L'aumento rispetto al 3° trimestre è pari al 59,0% per la bolletta elettrica, grazie all'intervento straordinario dell'ARERA che, per limitare ulteriormente gli aumenti dei prezzi su famiglie e imprese, oltre a confermare l'annullamento

¹ Dai dati ARERA, la famiglia tipo considerata per calcolare il costo dell'energia elettrica ha 3 kWh di potenza impegnata e 2.700 kWh di consumo annuo; quella considerata per il calcolo del prezzo del gas ha il riscaldamento autonomo e un consumo annuale di 1.400 m³.

Grafico B Più che raddoppiata la spesa per il consumo domestico di energia elettrica e gas

(Evoluzione della spesa annua
per una famiglia tipo, in euro; quotazione
del gas naturale*, in euro per MWh)



* La dinamica della quotazione del gas naturale spiega anche l'aumento di entrambe le bollette energetiche, in quanto è la principale fonte utilizzata per la produzione di energia elettrica. Ipotesi CSC per il 4° trimestre della bolletta del gas naturale.
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ARERA.

Per la bolletta del gas naturale, l'Autorità ha, invece, scelto di aggiornare il prezzo alla fine di ogni mese per meglio rappresentare i prezzi effettivi del mercato. In questa analisi si ipotizza comunque che, come successo nel 2° e 3° trimestre dell'anno, anche nel 4° l'ARERA riuscirà a tenere fermo il costo della bolletta del gas (a 123,64 cent€/ per metro cubo), controbilanciando gli aumenti della materia prima con un intervento straordinario di riduzione dei costi di commercializzazione². Come ricordato dalla stessa Autorità, infatti, il Governo con il DL Aiuti bis ha stanziato risorse pari a 1,82 miliardi di euro per confermare anche nel 4° trimestre l'annullamento degli oneri nella bolletta del gas. Tuttavia, alla luce della dinamica registrata dal prezzo della materia prima nel 3° trimestre (+103% rispetto al 2°) appare plausibile immaginare che il Governo dovrà intervenire con ulteriori risorse per finanziare tale misura.

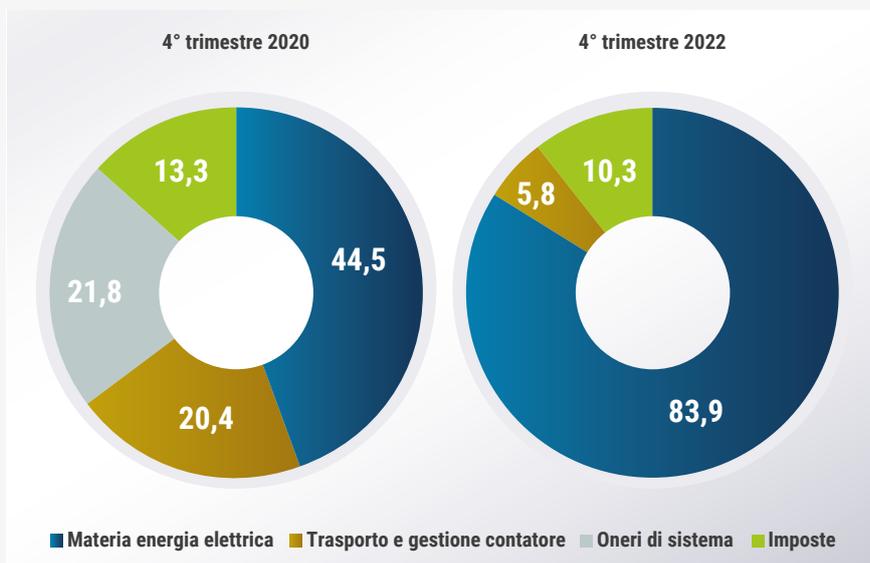
Il costo annuo complessivo per le bollette energetiche è più che raddoppiato (+141,0%) rispetto a quello calcolato sui prezzi del 4° trimestre 2020. Nel dettaglio, la famiglia tipo spende in più 1.264 euro annui per la bolletta elettrica e 792 euro per quella del gas. Aumenti, da considerare comunque contenuti se comparati con la quotazione internazionale della materia prima (il gas naturale è utilizzato anche per la produzione di energia elettrica) che è passata da 7,9 a 200,3 euro per MWh in due anni e che solo nell'ultimo anno è cresciuta del 314,6%.

Osservando la composizione percentuale della bolletta energetica nel 4° trimestre 2022 e confrontandola con quella di due anni prima (dati ARERA), si evince come, nonostante l'annullamento degli oneri di sistema, la voce che condiziona il prezzo totale è il costo della materia energia elettrica, con un'incidenza pari all'83,9% (quasi il doppio rispetto al 44,5% registrato nel 4° trimestre 2020; Grafico C). Se non fossero stati azzerati gli oneri di sistema, la quota della materia prima sul prezzo totale sarebbe teoricamente salita

² Componente tariffaria UG2.

Grafico C
Come è cambiata
la composizione percentuale
della bolletta elettrica
negli ultimi due anni?

(Per una famiglia tipo*;
 valori in % del prezzo totale)



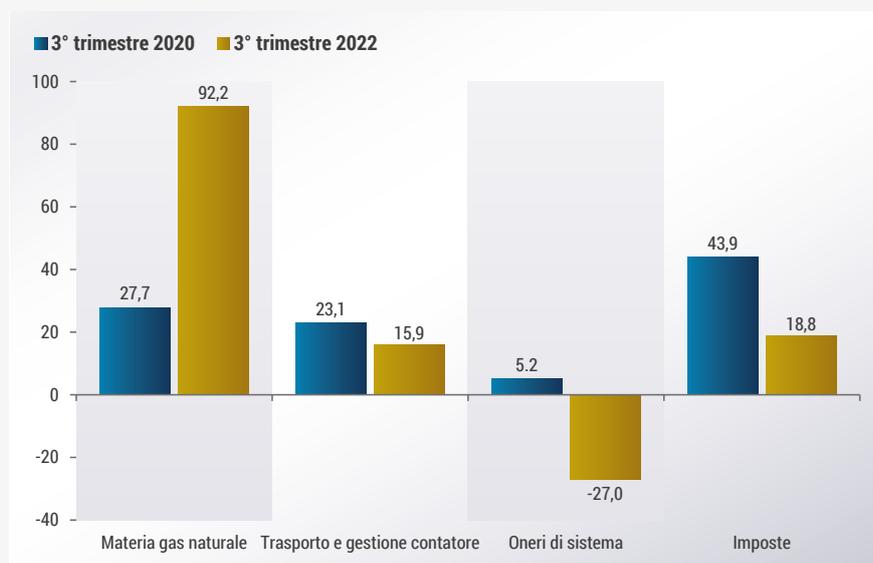
* La famiglia tipo considerata per calcolare il costo dell'energia elettrica ha 3 kWh di potenza impegnata e 2.700 kWh di consumo annuo.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ARERA.

Anche nella bolletta del gas naturale, la componente tariffaria relativa al costo della materia prima ha un'incidenza marcatamente maggiore, passando dal 27,7% nel 3° trimestre 2020 al 92,2% nel 3° 2022 (si prende a riferimento l'ultima composizione percentuale del prezzo del gas pubblicata dall'ARERA; Grafico D). Tale quota si sarebbe attestata al 71,2% nel caso in cui gli oneri di sistema fossero rimasti fissi al valore del 3° trimestre 2020. La riduzione degli oneri di sistema non è riuscita, dunque, a compensare pienamente il forte incremento del prezzo del gas. Nella bolletta della famiglia tipo, il costo per metro cubo di gas è cresciuto del 583,6% rispetto al 3° trimestre 2020: in termini nominali ha raggiunto i 114 cent€ da 16,7 cent€.

Grafico D
Come è cambiata
la composizione percentuale
della bolletta del gas naturale
negli ultimi due anni?

(Per una famiglia tipo*;
 valori in % del prezzo totale)



* La famiglia tipo considerata per il calcolo del prezzo del gas ha il riscaldamento autonomo e un consumo annuale di 1.400 m³.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ARERA.

L'intervento di contenimento delle bollette energetiche adottato dal Governo ha portato a un risparmio di spesa annuo per una famiglia tipo di 624 euro, di cui 511 euro sul gas e 113 sull'energia elettrica (stando ai prezzi in bolletta per il 3° trimestre 2022). La spesa domestica annua per le bollette si è ridotta da 3.476 euro a 2.851 euro (-21,9%). Per la sola bolletta elettrica, il risparmio di spesa ai prezzi del 4° trimestre di quest'anno è pari a 53 euro. L'incremento eccezionale del costo della bolletta elettrica (+59,0% rispetto al 3° trimestre) più che dimezza, dunque, il beneficio derivante dalla misura disposta dal Governo. Tale misura di sostegno ha avuto anche un'ulteriore conseguenza positiva, inizialmente forse non immaginata: ha fatto sì che, nella componente tariffaria, l'incidenza degli altri costi diversi dalla materia prima diminuisse, tanto che attualmente il costo in bolletta è propriamente rappresentativo del prezzo dell'energia elettrica e del gas.

3. Cosa hanno fatto gli altri paesi?

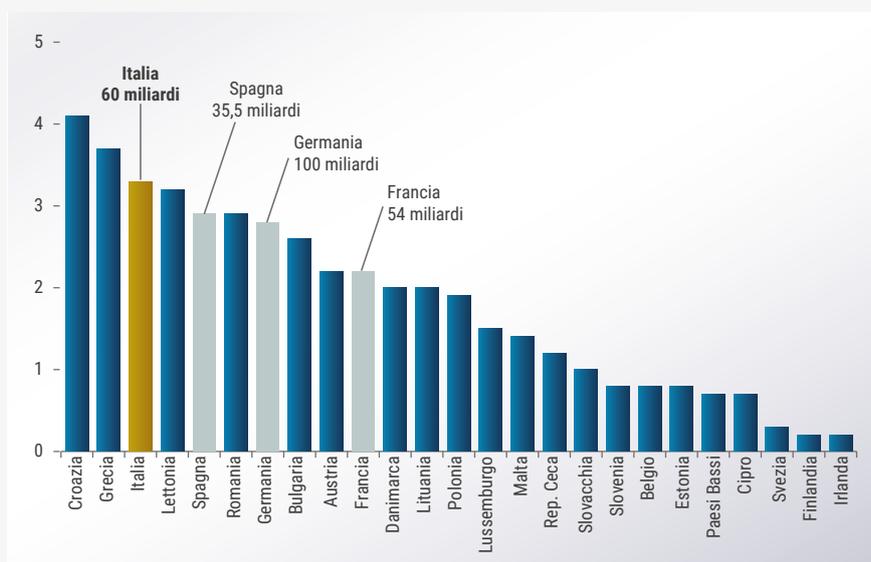
Nell'ultimo anno, tutti i paesi europei hanno reagito al rincaro dei prezzi energetici e, seppure con importanti differenze in termini di risorse messe in campo, hanno previsto interventi a sostegno di famiglie e imprese.

Un confronto è fornito dal dataset di Bruegel, costantemente aggiornato, che tiene conto di tutte le risorse stanziare da 25 paesi europei contro il caro energia, a partire da settembre 2021³.

Se stringiamo l'analisi ai principali paesi e analizziamo i dati in termini di PIL, l'Italia è il Paese che nell'ultimo anno ha adottato il pacchetto aiuti più corposo: 60 miliardi di risorse impegnate, pari al 3,4% del PIL 2021 (ai 54,4 miliardi stanziati per il 2022 vanno aggiunti i 5,6 miliardi stanziati per il 2021; Grafico E). Segue la Spagna (2,9% di PIL, pari a 35,5 miliardi), la Germania (2,8% di PIL, pari a 100 miliardi) e la Francia (2,2% di PIL, pari a 54 miliardi).

Grafico E Italia tra i paesi che hanno stanziato più risorse contro il caro energia

(Valori in % PIL 2021; risorse stanziare da settembre 2021 a settembre 2022)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su provvedimenti legislativi e dati Bruegel (aggiornato al 21 settembre).

Analizzando la tipologia di misure intraprese anche dagli altri principali paesi europei, i tagli di imposta e i bonus sociali sono le misure adottate con maggiore frequenza.

³ Si veda <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>

La Germania nel piano di aiuti varato il 4 settembre ha disposto interventi a sostegno delle famiglie anche in termini di *una tantum* e assegni familiari; il Governo tedesco ha poi annunciato la nazionalizzazione di Uniper, colosso energetico e principale importatore di gas russo in Germania (con un costo per il salvataggio pari a 17 miliardi) e negli ultimi giorni ha comunicato l'intenzione di voler ricorrere a uno "scudo protettivo" per imprese e famiglie di 194 miliardi in due anni (fino al 2024); tra le misure previste, c'è anche l'ipotesi di un freno al prezzo del gas. Su questo diversi paesi sono intervenuti richiamando la necessità di intervenire con un'unica strategia economica europea di fronte alla crisi energetica.

La Francia, tra le altre misure, ha deciso di acquisire il controllo statale di EDF, la maggiore azienda produttrice e distributrice di energia in Francia (con un costo di 9,7 miliardi).

Misure di sostegno diretto alle imprese in difficoltà sono state disposte dalla Spagna, che però ha anche adottato misure di regolamentazione dei prezzi al dettaglio e all'ingrosso (cd. *price cap*, con un costo sulla finanza pubblica stimato pari a 6,3 miliardi).

Cronologia delle misure adottate in Italia per il 2022

Con la Legge di Bilancio 2022 sono stati impegnati complessivamente 3,8 miliardi per contenere gli aumenti dei prezzi nel settore elettrico e del gas naturale nel 1° trimestre 2022 e, in particolare, per annullare gli oneri generali di sistema per il settore elettrico (1,8 miliardi) e per ridurli per il settore del gas (480 milioni), per tagliare dal 10% al 5% l'aliquota IVA sulle utenze del gas (608 milioni) e per confermare e potenziare il "bonus sociale", ossia le agevolazioni tariffarie per i clienti domestici economicamente svantaggiati (912 milioni).

Il Decreto Legge 4/2022 (cd. Sostegni ter del 27 gennaio) ha stanziato 1,74 miliardi per estendere anche alle utenze non domestiche a medio/alta tensione i benefici dell'azzeramento degli oneri generali di sistema per il settore elettrico (1,2 miliardi) e per riconoscere alle imprese energivore⁴ un contributo straordinario, sotto forma di credito d'imposta (540 milioni).

Con il Decreto Legge 17/2022 (cd. Energia del 1° marzo) il Governo ha scelto di impegnare 6,72 miliardi per prorogare al 2° trimestre 2022 le misure già adottate con i precedenti provvedimenti legislativi e quindi: l'annullamento degli oneri generali di sistema (3,25 miliardi), il riconoscimento di crediti d'imposta per le imprese energivore, ma anche per quelle gasivore⁵ e del settore dell'autotrasporto (1,28 miliardi), la riduzione dell'IVA sulle utenze del gas (592 milioni), la conferma del bonus sociale (400 milioni). Sono stati, inoltre, disposti interventi di efficienza e conversione energetica a favore delle imprese (1,2 miliardi).

Il Decreto Legge 21/2022 (cd. Ucraina del 21 marzo) ha stanziato complessivi 2,76 miliardi per riconoscere crediti d'imposta alle imprese, anche non energivore (1,56 miliardi), estendere il bonus sociale (103 milioni), ridurre le aliquote dell'accisa sui carburanti fino al 2 maggio (653 milioni), detassare i

⁴ Per la definizione di impresa a forte consumo di energia elettrica si prende a riferimento il D.M. 21 dicembre 2017, che indica i settori interessati, le soglie di consumo annuo e altri criteri definitori. Per ottenere il credito d'imposta, le imprese devono aver subito nel trimestre precedente un incremento del costo dell'energia elettrica superiore al 30% rispetto al medesimo trimestre del 2019.

⁵ Per la definizione di impresa a forte consumo di gas si prende a riferimento il D.M. 21 dicembre 2021, che indica i settori interessati, le soglie di consumo annuo e altri criteri definitori. Per ottenere il credito d'imposta, le imprese devono aver subito nel trimestre precedente un incremento del costo del gas naturale superiore al 30% rispetto al medesimo trimestre del 2019.

buoni carburante corrisposti dai datori di lavoro privati ai propri dipendenti, nel limite di 200 euro per lavoratore dipendente (10 milioni), introdurre il credito d'imposta per l'acquisto di carburanti per l'esercizio dell'attività agricola e della pesca (140 milioni). Tra le altre misure a favore delle imprese è stato incrementato il Fondo di garanzia PMI (300 milioni).

Con il Decreto Legge 38/2022 (del 2 maggio) viene poi estesa all'8 luglio la riduzione delle aliquote dell'accisa sui carburanti, per un valore complessivo di 2,32 miliardi.

Il Decreto Legge 50/2022 (cd. Aiuti del 17 maggio) ha impegnato complessivamente 11,43 miliardi, di cui 4,58 miliardi per prorogare al 3° trimestre 2022 l'azzeramento degli oneri generali di sistema per il settore elettrico (1,91 miliardi), la riduzione per quelli del settore del gas (532 milioni) e l'aliquota agevolata al 5% per le somministrazioni di gas naturale per autotrazione (481 milioni); per incrementare i crediti d'imposta per le imprese (1,46 miliardi) e per rideterminare il bonus sociale e riconoscere buoni per l'acquisto di abbonamenti ai servizi di trasporto (195 milioni). I restanti 6,83 miliardi sono stati stanziati per altre misure di sostegno a famiglie e lavoratori (es. indennità *una tantum*).

Molte delle misure contro il caro-energia già decise nei precedenti provvedimenti legislativi vengono poi estese al 4° trimestre 2022 con il Decreto Legge 115/2022 (cd. Aiuti bis, convertito in legge il 20 settembre), che ha stanziato a tal fine circa 10 miliardi, per: l'azzeramento degli oneri generali di sistema per il settore elettrico (1,1 miliardi) e la riduzione di quelli del settore del gas (1,8 miliardi), l'aliquota agevolata al 5% per le somministrazioni di gas (807 milioni), l'incremento dei crediti d'imposta per le imprese, anche agricole e della pesca (3,6 miliardi), la riduzione di accise e IVA sui carburanti (1 miliardo), l'estensione del bonus sociale e di quelli in materia di trasporto. Sono poi introdotte alcune norme in materia di welfare aziendale (1,5 miliardi) e pensioni (1,4 miliardi).

Il Decreto Legge 144/2022 (cd. Aiuti ter del 23 settembre) estende ai mesi di ottobre e novembre il contributo straordinario sotto forma di credito d'imposta per le imprese, energivore, gasivore e non (9,8 miliardi), proroga al 31 ottobre la riduzione di IVA e accise sui carburanti (482 milioni), ma soprattutto rfinanzia le indennità *una tantum* per lavoratori e pensionati e riconosce la misura anche ad altre tipologie di lavoratori (domestici, collaboratori), ai percettori di indennità di disoccupazione, di NASPI e di reddito di cittadinanza (complessivi 2,9 miliardi). Infine, si decide di disporre misure di sostegno a enti locali, terzo settore e imprese sportive, della cultura e dello spettacolo sempre per mitigare gli effetti del caro energia (circa 930 milioni).

Focus 8 - Cambi mondiali in ordine sparso, tra rialzi dei tassi e shock energetico

L'EURO SI È DEPREZZATO RISPETTO A 42 VALUTE



-6,9% DA DICEMBRE 2020

Negli ultimi due anni i cambi delle principali valute mondiali hanno registrato dinamiche differenti, e talvolta divergenti, a fronte dei profondi shock che hanno colpito in modo asimmetrico le diverse aree economiche del globo.

La quotazione dell'euro è quindi il risultato di dinamiche eterogenee nei cambi bilaterali. Nel complesso, rispetto a 42 partner commerciali extra-Area euro (tasso di cambio nominale effettivo¹), la moneta unica si è deprezzata del 6,9% da dicembre 2020 a oggi, a un ritmo abbastanza stabile nel 2021 e 2022.

Dollaro USA, yuan cinese e sterlina britannica pesano ciascuna per più del 10% nell'indice del cambio effettivo (oltre il 40% nel complesso; Tabella A). Come detto nel Rapporto, l'euro si è fortemente svalutato sul dollaro, soprattutto nel 2022. È sceso di meno nei confronti dello yuan e soprattutto della sterlina, mostrando una complessiva tenuta nell'anno in corso verso tali due valute.

Tabella A - Molto eterogenea la dinamica dell'euro rispetto alle principali valute estere

| | Tasso di cambio dell'euro* | | | Peso*** |
|------------------------------------|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|
| | (Var. %) | | | (%) |
| | Dic. 2020 - Set. 2022 | Dic. 2020 - Dic. 2021 | Dic. 2021 - Set. 2022 | |
| Cambio nominale effettivo** | -6,9 | -3,2 | -3,8 | |
| \$ Dollaro USA | -18,6 | -7,1 | -12,4 | 15,8 |
| ¥ Yuan Cinese | -12,7 | -9,6 | -3,5 | 13,9 |
| £ Sterlina UK | -3,5 | -6,3 | 3,0 | 11,9 |
| F Franco Svizzero | -10,9 | -3,8 | -7,4 | 5,8 |
| zł Zloty Polacco | 5,9 | 2,9 | 2,9 | 5,1 |
| ¥ Yen Giapponese | 12,2 | 2,0 | 10,0 | 3,9 |
| Kč Corona Ceca | -6,6 | -4,1 | -2,6 | 3,6 |
| kr Corona Svedese | 6,0 | 1,1 | 4,9 | 3,1 |
| ₹ Rupia Indiana | -11,3 | -4,9 | -6,7 | 2,8 |
| ₺ Lira Turca | 93,6 | 64,2 | 17,9 | 2,6 |
| ₽ Rublo Russo | -33,9 | -7,3 | -28,7 | 2,6 |
| ₩ Won Coreano | 3,7 | 0,5 | 3,2 | 2,4 |
| Ft Fiorino Ungherese | 12,7 | 2,3 | 10,1 | 2,2 |

* Una variazione negativa corrisponde a un deprezzamento dell'euro e viceversa.

** Media geometrica ponderata dei tassi di cambio con 42 paesi extra-Area euro (BCE).

*** Peso delle valute nel calcolo del cambio effettivo, in funzione degli scambi bilaterali di beni e servizi. Selezionate le valute con peso > 2%.

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

¹ Il tasso di cambio nominale effettivo è calcolato dalla BCE come una media geometrica ponderata dei tassi di cambio bilaterali, con pesi in funzione degli scambi bilaterali di beni e servizi (import ed export) e anche della reciproca concorrenza in paesi terzi.

Rispetto al franco svizzero e allo zloty polacco (oltre il 5% di peso ciascuno nell'indice complessivo), l'euro ha registrato dinamiche divergenti: negativa sul franco, positiva sullo zloty. Molto eterogeneo anche l'andamento nei confronti di altre importanti valute: in particolare, apprezzamento su yen giapponese, lira turca, fiorino ungherese; deprezzamento su lira indiana e rublo russo.

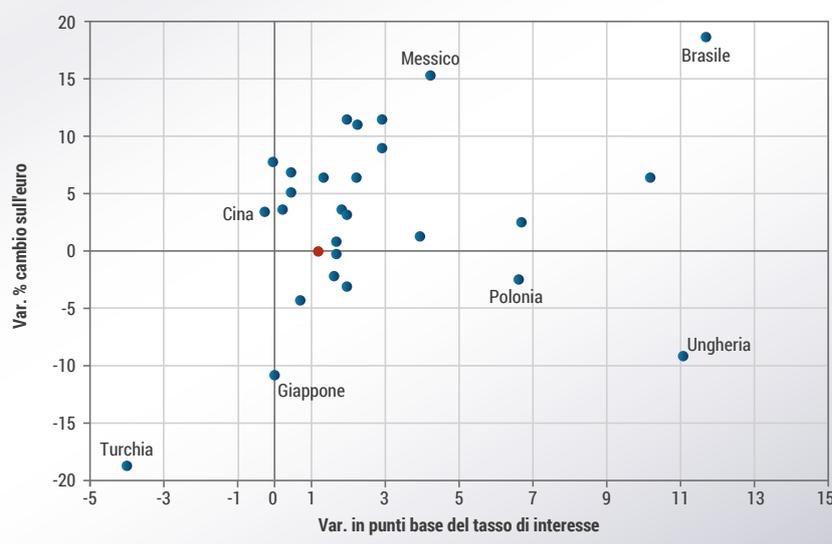
Quali sono i fattori sottostanti a queste dinamiche fortemente diversificate? Facendo riferimento all'anno in corso, emergono con forza alcuni shock interconnessi e globali che hanno inciso e incidono sui cambi: il conflitto tra Russia e Ucraina, i rincari dell'energia e di altre materie prime, il ritorno dell'inflazione e le conseguenti reazioni delle banche centrali. Più in generale, le differenti prospettive di crescita dei vari paesi sono tradizionalmente uno dei *driver* dei tassi di cambio bilaterali. Nell'attuale scenario internazionale, comunque, sono due i fattori che risultano determinanti per la dinamica dei cambi: i sentieri dei tassi di interesse e l'impatto dello shock energetico nei singoli paesi.

a. Rialzi dei tassi Un sentiero più ripido di rialzo dei tassi ufficiali, in particolare, tende ad apprezzare la valuta di riferimento, perché spinge all'insù tutta la curva dei tassi di interesse (anche di lungo periodo) e quindi attira flussi di capitali dall'estero alla ricerca di alti rendimenti. Segnala, peraltro, una maggiore volontà di tenere sotto controllo l'inflazione (raffreddandone così le aspettative). È il caso dei tassi FED (saliti di 3 punti da fine 2021, contro il +1,25 di quelli BCE).

A maggior ragione, i rialzi di 11,5 punti da parte della banca centrale brasiliana hanno fortemente sostenuto il real, che si è molto apprezzato sull'euro. Al contrario, il mantenimento dei tassi a zero da parte della Bank of Japan ha favorito un significativo deprezzamento dello yen. La politica di riduzione dei tassi in Turchia, in evidente controtendenza con il resto del mondo, è alla base della svalutazione della lira (Grafico A).

Grafico A Aumenti del tasso di interesse tendono a sostenere il cambio

(Tassi ufficiali della Banca Centrale e cambi vs. euro, var. dic. 2021-set. 2022)



Euro in rosso (var. nulla del tasso di cambio per definizione).

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

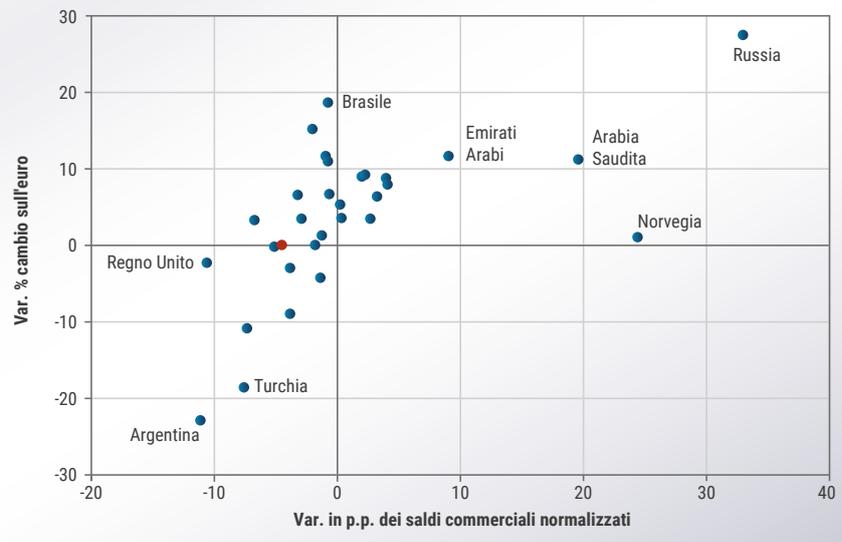
Si notano varie eccezioni a questa relazione. Alcune valute, come lo yuan cinese, si sono apprezzate rispetto all'euro (ma non rispetto al dollaro USA), pur in presenza di tassi ufficiali poco variati. Altre, come lo zloty polacco e il fiorino ungherese, si sono svalutate nonostante forti rialzi dei tassi. A pesare, in questi ultimi paesi, è la prossimità al conflitto in Ucraina, che ha provocato profonde incertezze sulle loro prospettive economiche.

b. Shock energetico Un altro fattore determinante delle dinamiche dei tassi di cambio è l'aumento del prezzo dell'energia e di altre materie prime, che penalizza le ragioni di scambio, e le attese di crescita, dei paesi importatori; specie di quelli europei, che dipendono dal gas russo. Specularmente, i paesi esportatori ne sono avvantaggiati. Una possibile misura, seppure imperfetta, di questo shock è data dalla variazione dei saldi commerciali nella prima parte del 2022: un peggioramento corrisponde a un minore afflusso netto di attività finanziarie dall'estero, il che indebolisce il tasso di cambio (e viceversa).

In effetti, la variazione dei saldi commerciali contribuisce notevolmente a spiegare le fluttuazioni nei tassi di cambio nell'anno in corso, soprattutto nei casi più estremi. Nel caso del peso argentino, fortemente svalutato nel 2022, lo shock energetico si aggiunge a una situazione già critica in termini di deficit fiscale e inflazione fuori controllo (pur in presenza di rigidi controlli sulle fughe di valuta). Nel caso del rublo russo, viceversa, il boom delle entrate energetiche ha permesso di sostenere, in modo forzato, il tasso di cambio. Lo shock energetico ha anche sostenuto le valute degli altri grandi paesi esportatori, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti; molto meno la corona norvegese a causa, di nuovo, della vicinanza al conflitto e delle connessioni europee (Grafico B). Infine, la svalutazione della sterlina britannica appare relativamente contenuta, rispetto all'euro, a fronte del forte peggioramento del saldo commerciale UK, che si aggiunge a un quadro economico negativo e a un'inflazione molto elevata; è vero, tuttavia, che la caduta della sterlina ha accelerato in settembre, con un parziale recupero a fine mese.

Grafico B Peggioramenti del saldo commerciale associati a svalutazione

(Saldi con l'estero e cambi vs. euro,
var. gen-mag 2021-gen-mag 2022)



Euro in rosso (var. nulla del tasso di cambio per definizione).

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

Focus 9 - Manovre espansive con impatti negativi: il caso recente del Regno Unito¹

Il Regno Unito ha vissuto recentemente un raro doppio passaggio di consegne istituzionali. La successione di re Carlo III alla Regina Elisabetta II è stato sicuramente l'evento più mediatico e pubblicizzato, ma l'avvicendamento tra Primi Ministri conservatori - da Boris Johnson a Liz Truss - è forse quello che è stato più avvertito dai mercati finanziari per le conseguenze economiche che ha sul paese. Ad appena 17 giorni dalla sua investitura come Primo Ministro, Liz Truss, insieme al Cancelliere Kwasi Kwarteng, ha svelato un pacchetto di emergenza con l'obiettivo di stimolare la crescita e gli investimenti, ma anche per mitigare le difficoltà di famiglie e imprese causate dal caro-energia. Le iniziative principali della manovra includono²:

- una soglia massima di spesa di 2.500 sterline per famiglia all'anno sulla spesa di elettricità e gas (che in media dovrebbe comportare un risparmio di 1.000 sterline) cui si aggiunge un sussidio di 400 sterline per tutte le famiglie;
- aiuti alle imprese sui costi dell'energia, per un periodo di sei mesi;
- annullamento dell'aumento dell'imposta sul reddito delle società (che rimane al 19%);
- annullamento dell'aumento di 1,25 punti percentuali della *National Insurance Contribution* (una trattenuta fiscale sul reddito dei cittadini);
- abbassamento dell'aliquota di base sull'imposta sui redditi, da 20% al 19%;
- abolizione dell'aliquota massima sull'imposta sui redditi;
- ritorno dell'esenzione dell'IVA per i turisti;
- rimozione del tetto massimo sui bonus pagabili ai banchieri;
- istituzione di programmi per incentivare gli investimenti nelle infrastrutture del paese da parte di fondi pensioni;
- creazione di numerose Zone d'Investimento, con regime di tassazione zero o preferenziale, per incoraggiare la ricerca e sviluppo.

LA MANOVRA ANNUNCIATA AUMENTA L'INDEBITAMENTO PUBBLICO DI



72,4 MLD STERLINE



3% PIL

In un solo colpo questa manovra aumenta di circa 72,4 miliardi di sterline l'indebitamento pubblico britannico, circa il 3% del PIL. Quella che doveva essere un'operazione per dimostrare l'intenzione del nuovo Governo di favorire la crescita economica è stata accolta dal mercato con chiari segni di scetticismo.

La sterlina, già debole contro il dollaro, nei tre giorni successivi all'annuncio della manovra si è deprezzata di un ulteriore 4,6% e del 2,7% contro l'euro. I rendimenti dei titoli di Stato sono schizzati di circa 100 punti base e il tasso a 30 anni si è attestato sopra quota 5% per la prima volta dal maggio 2002, per poi ridiscendere sotto tale soglia. Gli investitori, detentori di titoli a 10 o 30 anni, hanno registrato perdite dell'8% e 19% nel giro di 3 sessioni di mercato. Anche il mercato azionario ha risentito del contraccolpo, con l'indice FTSE-250, dominato da compagnie di taglia minore rispetto al FTSE-100 e che risentono maggiormente degli andamenti dell'economia domestica, che ha registrato perdite di circa il 6% nello stesso arco temporale.

¹ Questo Focus è stato realizzato da Andrea Zazzarelli di *Fathom Consulting*.

² Qui la lista delle misure dal sito del governo britannico: <https://www.gov.uk/government/publications/the-growth-plan-2022-documents/the-growth-plan-2022-html#tackling-energy-prices>

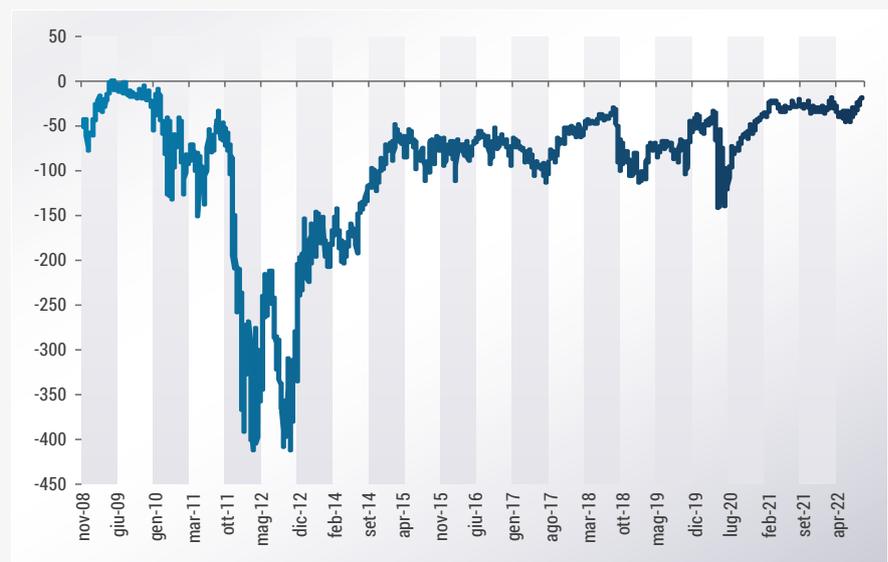
L'impatto sull'economia britannica Secondo stime di Fathom Consulting, gli sgravi previsti avranno un impatto positivo sul PIL britannico di appena lo 0,2% circa nel corso dei prossimi quattro trimestri. Ciò è legato alla bassa propensione al consumo delle famiglie a reddito più elevato che sono i principali beneficiari di queste misure.

Inoltre, la reattività dei consumi e degli investimenti agli incentivi fiscali tende generalmente ad essere correlata in maniera pro-ciclica con l'andamento dell'economia, alimentando seri dubbi su un loro contributo significativo alla crescita economica nel breve e medio termine, alla luce delle aspettative di un forte rallentamento dell'economia globale. Il pacchetto approvato, quindi, darà un limitato beneficio in termini di crescita, a fronte di un significativo incremento dell'indebitamento strutturale.

Questa valutazione negativa non è tuttavia, di per sé, sufficiente a spiegare completamente la risposta del mercato alla manovra. L'effetto più importante che ha avuto riguarda, infatti, l'erosione della credibilità del Governo britannico che si è riflesso nell'aumento nel premio al rischio. Lo spread tra il CDS (*Credit Default Swap*, una sorta di assicurazione contro il default) sulle obbligazioni di Stato britanniche ed il corrispettivo italiano ha raggiunto il livello più alto da prima dalla crisi dei debiti sovrani (Grafico A).

Grafico A CDS: Spread Regno Unito meno Italia

(Valori %, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni Fathom Consulting.

I mercati non hanno apprezzato alcuni punti della manovra. In primo luogo, in modo del tutto inusuale, il Governo ha presentato la manovra in gran parte senza coperture fiscali e, in aggiunta, ha nascosto, contrariamente alla prassi, le previsioni dell'Ufficio della Responsabilità sul Budget (l'OBR, una sorta di Corte dei Conti) sull'impatto economico e fiscale della manovra.

A questo va aggiunta la reazione tiepida dell'opinione pubblica e dei media perché alcune misure sono state percepite come socialmente divisive. Basti pensare che un recente sondaggio, promosso dopo l'approvazione del pacchetto, attribuisce all'opposizione laburista un vantaggio di 33 punti percentuali di gradimento sul governo Conservatore della Premier Liz Truss e ha spinto il Primo Ministro a rinunciare all'abolizione delle aliquote per i redditi più alti.

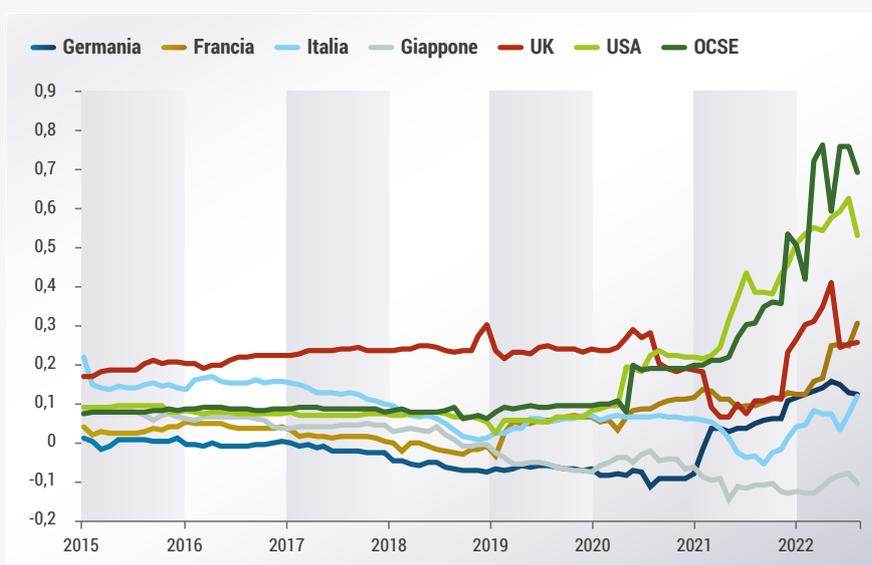
Ma a preoccupare i mercati è stata soprattutto l'incertezza che la manovra ha generato sull'efficacia della politica monetaria futura. Vi è una palese mancanza di coordinamento tra le autorità fiscali e monetarie, che crea incertezza sulla dinamica futura di inflazione e tassi. Secondo diversi osservatori, la Ban-

ca d'Inghilterra era già in ritardo nell'innalzare i tassi, a fronte delle pressioni inflazionistiche. Secondo le analisi di Fathom, e ben prima della manovra, il Regno Unito risultava il paese occidentale con il più alto rischio di veder materializzarsi una spirale tra prezzi e salari, per la prima volta in decenni.

Questo perché il tasso di disoccupazione si attesta solo al 3,6% sia per gli elevati flussi migratori in uscita post-Brexit, sia per le politiche economiche di salvaguardia dell'occupazione messe in atto durante la pandemia. Un ruolo importante ha anche l'ammontare di extra-risparmio (che stimiamo essere ancora quasi il 10% del PIL nominale) che scoraggia il rientro di parte della manodopera nel mercato del lavoro.

Nello scenario centrale di Fathom, si stima che l'inflazione, pur in discesa, rimanga elevata, intorno al +5% fino alla fine del 2024, con elevati rischi al rialzo e soprattutto che si determini un aumento strutturale nelle aspettative di inflazione. Segni in questa direzione non mancano. Le pressioni inflazionistiche continuano a manifestarsi su categorie di beni di consumo sempre più ampie (Grafico B).

Grafico B
Pass-through da inflazione
"non-core" a "core"
 (Coefficienti di Impatto*)



* Coefficiente sulla "non-core" inflation ritardata, in un'equazione per la "core" inflation usando una finestra di 10 anni.

Fonte: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting.

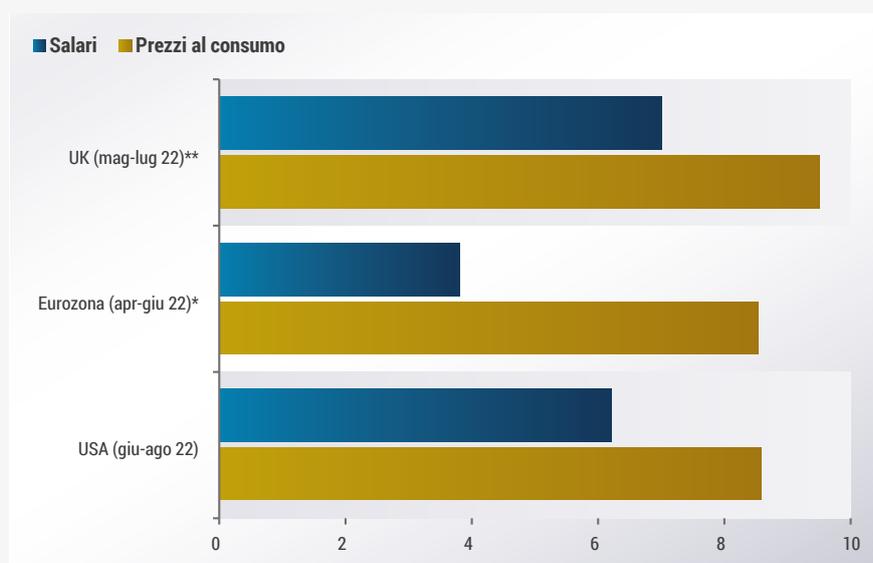
Le aspettative dei consumatori sui prezzi rimangono elevate e la crescita salariale nei settori dove la manodopera è più scarsa si è attestata al di sopra del +5% nel corso dell'ultimo anno (Grafico C).

In questo contesto, la Banca d'Inghilterra ha rialzato i tassi di 2,15 punti percentuali, dallo 0,10% toccato durante il periodo della pandemia. Rispetto alla FED, che affronta condizioni simili ma senza l'impatto della Brexit e con uno shock ai prezzi energetici di portata largamente inferiore, i tassi britannici sono quasi di un punto percentuale più bassi.

L'annuncio della manovra ha ulteriormente accresciuto il rischio che si materializzi una spirale prezzi-salari e complicato il lavoro della Banca d'Inghilterra. Infatti, il deprezzamento della sterlina tende a peggiorare le pressioni inflazionistiche attraverso le importazioni e a deprimere la domanda. Viceversa, il contributo positivo derivante dalle esportazioni è limitato, vista la modesta taglia del settore manifatturiero britannico. L'aumento dei rendimenti registrato sui titoli governativi e l'aumento delle aspettative d'inflazione sono logiche conseguenze di questi rischi.

Grafico C Ultimi dati sull'inflazione nei salari e nei prezzi

(Variazioni % annue)



* Basato sui dati sugli accordi salariali in Q2 (con un aggiustamento per il "wage drift").

** Basato sulla misura dei salari proprietaria di Fathom ("bonus-smoothed").

Fonte: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting.

Il recente andamento del tasso reale a 30 anni sintetizza bene ciò che è accaduto. Nella prima fase, dominata dal consenso sulla natura transitoria delle pressioni inflazionistiche, il tasso reale è rimasto negativo (tra il -2% e il -1%). Poi è salito progressivamente verso lo zero man mano che il mercato si è reso conto che l'inflazione sarebbe rimasta a lungo al di sopra del target del +2% senza un rialzo più deciso del costo del denaro da parte della Banca Centrale. Nei giorni a seguire l'annuncio della manovra, il tasso reale è, infine, schizzato a quasi il +2%, al di sopra del tasso di crescita potenziale dell'economia britannica (Grafico D).

Grafico D UK: titoli sovrani a 30 anni

(Rendimento, tasso reale, valori %)



Fonte: elaborazioni Fathom Consulting.

Il tasso reale è più recentemente sceso a seguito dell'intervento della Banca Centrale, che ha di fatto monetizzato la manovra del Governo annunciando che avrebbe temporaneamente riaperto le operazioni di QE fino ad un ammontare di 65 miliardi di sterline. Quest'intervento sembrerebbe principalmente mirato ad apportare liquidità al sistema ed eliminare sul nascere

problemi alla stabilità dei mercati finanziari interni. Infatti, come riportato da più fonti, alcuni fondi pensione britannici avrebbero difficoltà di cassa a causa dei loro programmi di *hedging* ed in seguito alle ingenti perdite generate dall'inattesa risalita dei tassi d'interesse³.

La recente discesa dei tassi di rendimento sui titoli di Stato sembra però temporanea; nel prossimo futuro sono destinati di nuovo a salire. I mercati aspettano un forte segnale dalla Banca Centrale nel combattere l'inflazione. Qualora questa aspettativa venisse delusa, sarà probabilmente il mercato a testare i limiti temporanei del supporto della Banca Centrale, con forti paralleli con gli episodi del *Black Wednesday* del settembre 1992 e, più recentemente, la crisi europea dei debiti sovrani. Come dimostrano i due casi, il rischio per l'economia britannica è di una recessione profonda, alla luce anche di un'alta storica sensibilità dell'economia ai tassi d'interesse, attraverso il canale del mercato immobiliare e creditizio.

³ I più comuni programmi di *hedging* dei fondi pensione britannici sono implementati tramite prodotti derivati chiamati *swaps*, che incorrono in perdite quando i tassi salgono.

