Building a better working world

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°5 | Dicembre 2023

Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali	9
03. Il quadro europeo	12
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	12
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	15
04. L'economia italiana	19
04.1 L'andamento dell'economia reale e del credito in Italia	19
04.2 L'andamento dei prezzi in Italia	22
04.3 Approfondimento: la composizione dei consumi in Italia	24
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	29
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	32
07. Appendice Tecnica	34

Executive summary

- La crescita mondiale è attesa rallentare nel 2023 al 3,0% dopo il 3,5% registrato nel 2022, per scendere poi al 2,9 % nel 2024 (valore in linea con quello pre-pandemia, pari al 2,8%). L'inflazione a livello globale è attesa ridursi dall'8,7 % del 2022 al 6,9% nel 2023 ed al 5,8% nel 2024.

- Le politiche monetarie restrittive delle maggiori banche centrali, assieme al rientro di alcuni fattori che hanno alimentato l'inflazione negli ultimi trimestri, stanno avendo un effetto positivo sulla dinamica dei prezzi, ma l'incertezza rimane elevata. In particolar modo, gli aspetti geopolitici e le trasformazioni nel commercio globale rappresentano degli elementi importanti da monitorare per comprendere i futuri sviluppi.

- La crescita nell'Eurozona rimane debole: gli indicatori congiunturali non mostrano segnali incoraggianti, e grandi paesi come la Germania sono al momento in sofferenza (nel 2023 la crescita prevista in Germania è di -0,5%). A pesare sull'economia dei paesi membri sono principalmente l'elevato costo del debito, che scoraggia i consumi delle famiglie e gli investimenti privati, nonché l'aumento dei prezzi che riduce il potere di acquisto dei consumatori. Tuttavia, la crescita dell'Eurozona è vista accelerare nel corso nel 2024, che è previsto chiudersi con una crescita dell'1,2%, contro lo 0,7% del 2023.

- In Italia, due dei principali elementi che hanno caratterizzato il 2023 e che caratterizzeranno il 2024 sono una crescita stabile ma debole dei consumi delle famiglie, indeboliti dalla riduzione del potere d'acquisto legato all'inflazione, ed il basso livello degli investimenti privati, legato all'aumento del costo del denaro e al contesto di forte incertezza. La ripresa del commercio mondiale di beni nel 2024 si attende tradursi in una crescita delle esportazioni nette, che fornirà ulteriore supporto alla crescita.

- Gli effetti economici degli eventi degli ultimi anni (quali la pandemia di COVID-19, la guerra tra Russia e Ucraina, e di conseguenza l'elevata inflazione e l'aumento dei tassi di interesse) si manifestano anche sulla composizione dei consumi delle famiglie italiane. Rispetto al 2019 le famiglie italiane hanno ridotto il consumo di alcuni servizi, quali i trasporti e la ristorazione, a favore di altre categorie, quali comunicazione e servizi legati alla sanità. Un aspetto interessante è l'andamento del consumo di beni durevoli, che non sembra risentire dell'aumento dei tassi di interesse di questi trimestri.

- Tenendo conto di questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,7% nel 2023 e dello 0,6% nel 2024, mentre il tasso di inflazione passerà dal 5,6% nel 2023 al 2,3% nel 2024. Le previsioni sono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando i segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili, nonché gli ultimi eventi geopolitici.

Figura 1: PIL reale – Italia, var. %

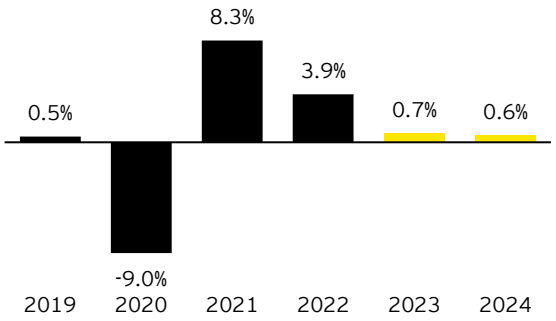
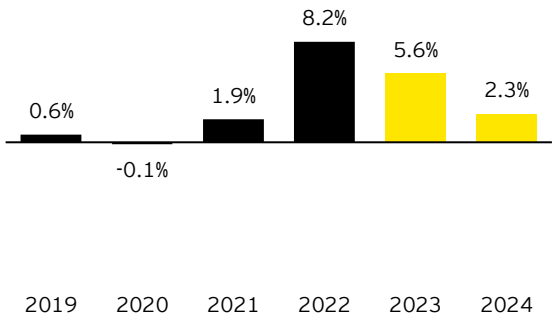


Figura 2: Prezzi al consumo – Italia, var. %



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

Lo scenario globale

L'economia mondiale

Le ultime proiezioni del Fondo Monetario Internazionale (FMI) mostrano una crescita dell'economia mondiale attesa del 3,0% nel 2023 e del 2,9% nell'anno successivo, dopo una crescita nel 2022 al 3,5%.[1] La crescita annuale rimane quindi ancora sotto la media del ventennio precedente la crisi pandemica (2000-2019, pari al 3,8%) anche se leggermente più elevata di quanto registrato nell'anno precedente la pandemia (2,8% nel 2019). Un andamento simile si prospetta, inoltre, anche per gli Stati Uniti dove, dopo una crescita al 2,1% nel 2022, ci si attende una crescita di simile entità nel 2023 (2,1%) con un successivo rallentamento nel 2024 (1,5%). Un 2023 e 2024 più sottotono invece si registrano per l'Eurozona, con una crescita attesa dello 0,7% e 1,2% per il 2023 ed il 2024, dopo una crescita più sostenuta nel 2022 (3,3%).

A conclusioni simili giunge anche l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nelle sue previsioni di novembre (nello specifico, la crescita negli USA è attesa al 2,4% nel 2023 e all'1,5% nel 2024; meno ottimista invece la crescita per l'Eurozona, con una crescita attesa dello 0,6% nel 2023 e 0,9% nel 2024).[2]

In riferimento all'andamento del tasso di inflazione a livello globale, in generale ci si attende una riduzione rispetto ai picchi raggiunti nel 2022, ma i valori continueranno a rimanere maggiori rispetto all'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Nel complesso, si prevede un tasso di inflazione leggermente inferiore al 7,0% nel 2023, con una riduzione di circa 1,1 punti percentuali nel 2024 (al 5,8%).

Per gli Stati Uniti, invece, ci si aspetta un'inflazione annuale al 2023 pari al 4,1%, a cui segue una riduzione al 2,8% nel 2024, valore più in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi individuato dalla Federal Reserve. Traiettoria simile attesa anche per l'Eurozona (5,6% nel 2023, per poi passare al 3,3% nel 2024).

Figura 3: PIL reale – var. % YoY

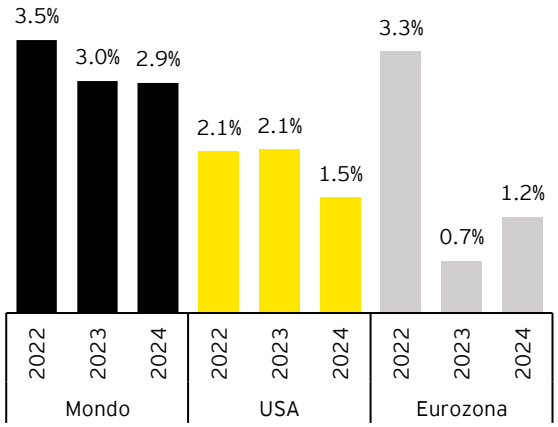
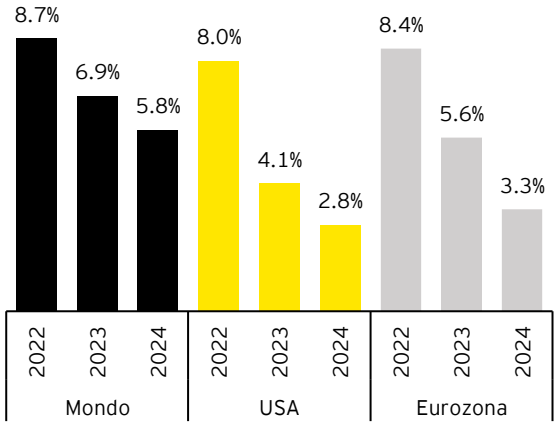


Figura 4: Prezzi al consumo – var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni IMF World Economic Outlook, ottobre 2023.

[1] IMF World Economic Outlook, October 2023.

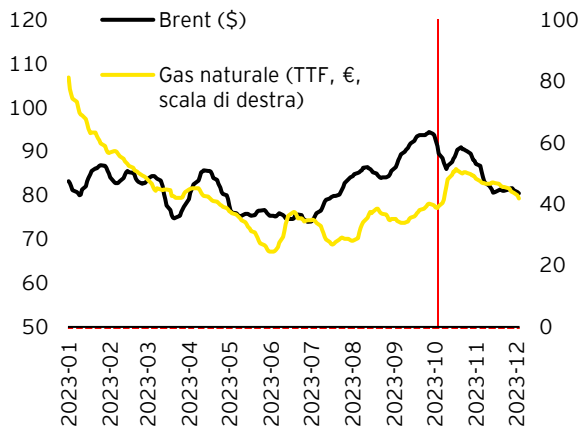
[2] OECD Economic Outlook, November 2023.

In riferimento all'andamento dei prezzi, è importante considerare l'andamento di alcuni degli elementi fondamentali che ne definiscono la traiettoria di breve e medio periodo, quali quello del prezzo dell'energia e le dinamiche del commercio mondiale.

Negli ultimi mesi le tensioni registrate in Medio Oriente si sono tramutate in una nuova ondata di incertezza, che si aggiunge ad un panorama geopolitico ancora fortemente instabile. Se il riaccendersi della guerra tra Hamas e Israele è, infatti, innanzitutto una tragedia dal punto di vista umanitario, allo stesso tempo rappresenta un nuovo fattore di rischio e instabilità in tutto il panorama geopolitico, soprattutto nell'ottica di un'espansione del conflitto ed eventuale coinvolgimento di altri paesi.

Gli effetti del riaccendersi delle tensioni il 7 ottobre 2023 sono immediatamente visibili sul mercato dell'energia, al momento in particolare in riferimento al prezzo del gas.

Figura 5: Prezzo del Brent e del gas naturale – media mobile a 7 giorni



Fonte: Elaborazioni EY su dati Energy Information Administration (EIA). Le serie rappresentano la media mobile a sette giorni. La linea rossa indica il 7 ottobre 2023, giorno di riferimento dello scoppio della guerra tra Israele e Hamas. Ultimo dato disponibile: 5 dicembre 2023.

Anche se al momento non sono visibili delle fluttuazioni significative delle quotazioni del petrolio, è da considerare che un'*escalation* del conflitto si aggiungerebbe ad una situazione energetica già complicata dalle interruzioni causate dall'invasione russa dell'Ucraina (*dual shock*),[3] portando le quotazioni verso un regime di elevata incertezza.

Gli effetti della guerra tra Israele ed Hamas sulle quotazioni del petrolio dipendono dai danni potenziali alla produzione di petrolio. A questo proposito, la Banca Mondiale delinea tre scenari potenziali: uno scenario di "*small disruption*", uno di "*medium disruption*" ed uno di "*large disruption*". Nel primo scenario è plausibile attendersi che le quotazioni del greggio possano raggiungere un valore medio ricompreso tra i 93 ed i 102 $/bbl[4] nel quarto trimestre del 2023; nel secondo scenario, si ipotizza invece un aumento delle quotazioni fino ad un valore medio compreso tra i 109 ed i 121 $/bbl in media nel quarto trimestre del 2023; infine, nel terzo scenario, si ipotizza un aumento delle quotazioni per il quarto trimestre fino al raggiungimento di un valore medio ricompreso tra i 140 ed i 157 $/bbl.[5]

Shock relativi alla produzione del petrolio sono già avvenuti in passato – si pensi ad esempio all'embargo (a cavallo tra il 1973 ed il 1974) relativo alla guerra dello Yom-Kippur, agli anni della rivoluzione iraniana (fine 1978), alla guerra tra Iran e Iraq (anni '80), o all'invasione irachena del Kuwait (inizio anni '90): questi eventi hanno tutti generato un forte rialzo delle quotazioni nei periodi successivi al loro avvenimento. A questo proposito è però importante sottolineare che le attuali condizioni di mercato differiscono significativamente da quelle che caratterizzarono gli shock dei prezzi del petrolio precedenti sotto diversi punti di vista. Da un lato, infatti, l'economia globale è meno dipendente dal petrolio, e allo stesso tempo esiste una base di fornitori di petrolio più diversificata; diversi paesi, inoltre, hanno riserve strategiche di petrolio e i mercati dei *futures* aiutano nella copertura del rischio.[6]

Andando oltre la volatilità delle quotazioni a brevissimo periodo successivi alla riaccensione delle tensioni tra Israele ed Hamas, ed assumendo una prospettiva mensile, è possibile ottenere delle ulteriori informazioni sull'andamento del mercato dell'energia.

[3] Conflict in Middle East Could Bring 'Dual Shock' to Global Commodity Markets, World Bank, October 30, 2023. Per maggiori informazioni, https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2023/10/26/commodity-markets-outlook-october-2023-press-release.
[4] Dollari per barile.
[5] Commodity Markets Outlook, "Under the shadow of geopolitical risks", October 2023, World Bank Group.
[6] Commodity Markets Outlook, "Under the shadow of geopolitical risks", October 2023, World Bank Group. Special focus: Potential Near-Term Implications of the Conflict in the Middle East for Commodity Markets: A Preliminary Assessment.

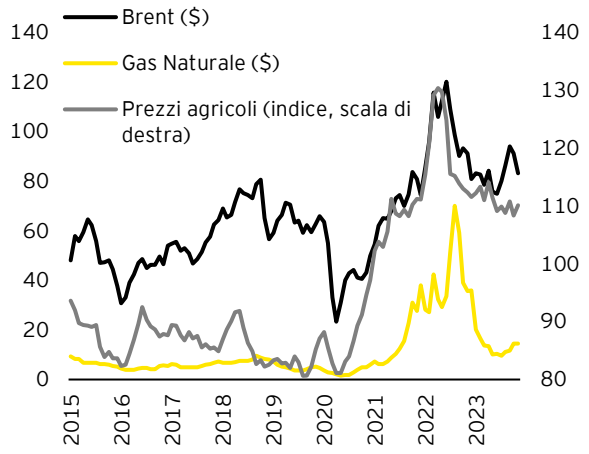
Dopo l'aumento registrato in ottobre, il prezzo del gas naturale quotato sul mercato europeo non ha registrato, nel mese di novembre, una variazione significativa (14,49 $/mmbtu[7], contro 14,57 $/mmbtu ad ottobre e 11,55 $/mmbtu a settembre). Riduzione più significativa per il prezzo del gas sul mercato americano[8] (2,71 $/mmbtu a novembre 2023, contro 2,99 $/mmbtu del mese precedente). Se gli aumenti sperimentati nei mesi precedenti erano attesi essere solo momentanei, in quanto legati a fattori contingenti (quali le turbolenze sul mercato del lavoro del settore in Australia, paese che rappresenta uno dei principali esportatori di Gas Naturale Liquido),[9] la presenza di nuovi fattori di rischio e incertezza potrebbero tradursi in un mantenimento più duraturo dell'elevato livello delle quotazioni, se non un rialzo.

In calo il prezzo del petrolio, che nonostante le ultime variazioni (da 91,1 $/bbl ad ottobre a 83,2 $/bbl a novembre), rimane ancora lievemente sopra il valore medio sperimentato nella prima metà dell'anno.

L'aumento delle quotazioni del petrolio registrato negli ultimi mesi è in parte attribuibile alle decisioni degli ultimi mesi dell'OPEC+.[10] Dopo la scelta del 3 aprile 2023 di ridurre la sua produzione di circa un milione di barili al giorno,[11] i principali paesi esportatori di petrolio hanno ribadito ad agosto[12] la volontà di intervenire sulla produzione del greggio mantenendola intorno ai 40,5 milioni di barili al giorno per tutto il 2024.[13] A questo si aggiunge inoltre la scelta dell'Arabia Saudita di ridurre volontariamente la produzione di petrolio di un ulteriore milione di barili al giorno,[14] seguita da scelte nella stessa direzione di altri paesi produttori.[15]

L'andamento del prezzo del petrolio rimane quindi caratterizzato da una certa volatilità, in quanto influenzato non solo dall'andamento economico (ad esempio da pressioni al rialzo in caso di aumento della domanda globale e dell'attività produttiva), ma anche dalle scelte dei principali produttori e dal contesto geopolitico.

Figura 6: Prezzi delle materie energetiche e indice dei prezzi agricoli (2010 = 100)



Fonte: Elaborazioni EY su dati World Bank. I prezzi del Brent e del gas naturale sono espressi rispettivamente in $/bbl e $/mmbtu. Il prezzo del gas naturale fa riferimento al gas naturale quotato nel Title Transfer Facility (TTF). L'indice dei prezzi agricoli considera il prezzo di diversi beni e derivati legati all'agricoltura a livello globale (ad esempio, il prezzo del grano). Ultimo dato disponibile: novembre 2023.

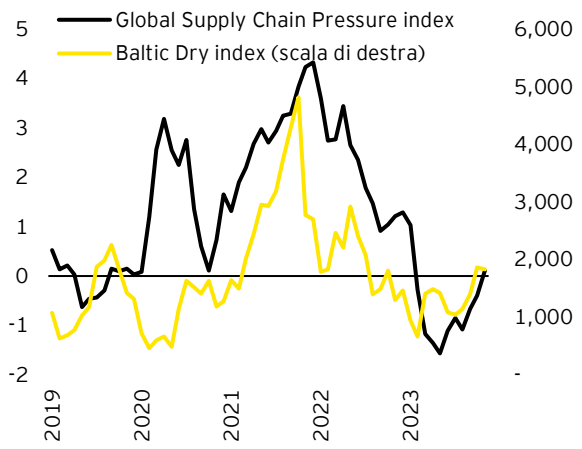
In riferimento all'andamento dei prezzi agricoli, la tendenza al ribasso continua, riportando il livello dei prezzi vicino ai livelli registrati nella seconda metà del 2021. Nel complesso, però, il livello rimane ben al di sopra i livelli registrati nel periodo ricompreso tra il 2015 e l'inizio della crisi pandemica, creando potenziali instabilità sia dal punto di vista dell'inflazione globale sia dal punto di vista della sicurezza alimentare.[16, 17] È inoltre importante anche considerare la possibile presenza (e relativa intensità) di eventi metereologici avversi sui raccolti e, di

[7] Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.
[8] Per il dato europeo si fa riferimento al gas naturale quotato nel Title Transfer Facility (TTF). Per il dato americano si fa riferimento al prezzo spot dell'Henry Hub, Louisiana.
[9] Quarterly report on European gas markets, European Commission.
[10] Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC). È l'insieme dei paesi esportatori di petrolio, il cui obiettivo è quello di coordinare e unificare le politiche petrolifere tra i Paesi membri, al fine di garantire prezzi equi e stabili per i produttori di petrolio, una fornitura efficiente, economica e regolare di petrolio ai Paesi consumatori e un'equa remunerazione del capitale per coloro che investono nel settore. I paesi attualmente membri dell'OPEC sono Algeria, Angola, Congo, Guinea Equatoriale, Gabon, Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Nigeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Venezuela. Per maggiori informazioni, https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/24.htm. L'OPEC+ è il gruppo formato dai paesi OPEC e altri paesi esportatori di petrolio, di cui la Russia rappresenta uno dei principali esponenti.
[11] 48th Meeting of the Joint Ministerial Monitoring Committee, https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7120.htm.
[12] 49th Meeting of the Joint Ministerial Monitoring Committee, https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7199.htm.
[13] 35th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting, https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7160.htm. Si fa riferimento alla produzione OPEC e non-OPEC.
[14] 50th Meeting of the Joint Ministerial Monitoring Committee, https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7223.htm.
[15] Several OPEC+ countries announce additional voluntary cuts to the total of 2.2 million barrels per day, https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7267.htm.
[16] Vos, R., Glauber, J., Hernandez, M., Laborde D. (2022). COVID-19 and Rising Global Food Prices: What's Really Happening? IFPRI. Washington, DC.
[17] WFP & FAO. 2022. Hunger Hotspots: FAO-WFP early warnings on acute food insecurity. October 2022 to January 2023 Outlook.

conseguenza, sull'andamento dei prezzi dei beni alimentari.[18]

Il processo di parziale normalizzazione dei prezzi a livello mondiale è in parte riconducibile anche alla riduzione delle pressioni lungo le catene del valore globali. Questa riduzione è chiara se si analizzano alcuni dei principali indicatori che misurano questo fenomeno, quale il *Global Supply Chain Pressure Index* ed il *Baltic Dry Index*.

Figura 7: Global Supply Chain Pressure index e Baltic Dry Index



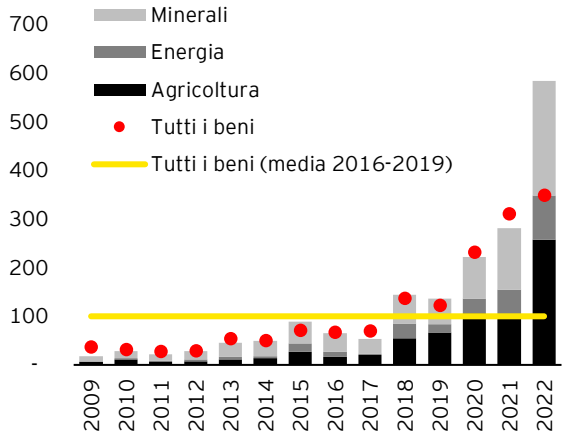
Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York e Baltic Dry index. Il *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) – ovvero l'indice creato dalla NY FED per monitorare le pressioni lungo le catene di fornitura – integra una serie di metriche comunemente utilizzate con l'obiettivo di fornire una sintesi delle potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento (per maggiori informazioni si rimanda a https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview). Il Baltic Dry Index è un indice dei prezzi medi pagati per il trasporto di materiali su oltre 20 rotte (per maggiori informazioni si rimanda a https://www.balticexchange.com/en/index.html). Ultimo dato disponibile: novembre 2023.

Nonostante il rientro delle pressioni lungo le catene del valore globali, è importante sottolineare come il commercio mondiale negli ultimi anni stia passando attraverso un importante processo di transizione: il numero di restrizioni al commercio, ad esempio, è aumentato in modo significativo,[19] e le evidenze a supporto di un cambiamento nella tendenza del commercio internazionale sono sempre più marcate.[20, 21]

Analizzando il numero di restrizioni al commercio imposte annualmente su beni, servizi ed investimenti, si può notare come questi ultimi siano aumentati in modo significativo dal 2020. L'aumento di queste restrizioni può portare ad una maggiore frammentazione geopolitica globale, la quale può tradursi in una riduzione di ricchezza a livello mondiale pari fino al 7% dell'*output* mondiale nel lungo termine (circa 7.400 miliardi di dollari ad oggi).[22]

In riferimento ai beni, il numero di restrizioni è sostanzialmente triplicato dal 2019 (un aumento del 50% rispetto al 2020), ed ha interessato principalmente i beni agricoli, l'energia e i minerali. La concentrazione di gran parte della produzione di questi beni in pochi paesi, inoltre, fa sì che una maggiore frammentazione geoeconomica possa portare a conseguenze negative importanti, sia in termini di approvvigionamento di beni alimentari, sia per la crescita dei paesi, sia per il raggiungimento di eventuali obiettivi di transizione *green*.[23]

Figura 8: Numero di restrizioni commerciali per settore (indice, media 2016-2019 = 100)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Fondo Monetario Internazionale (FMI).

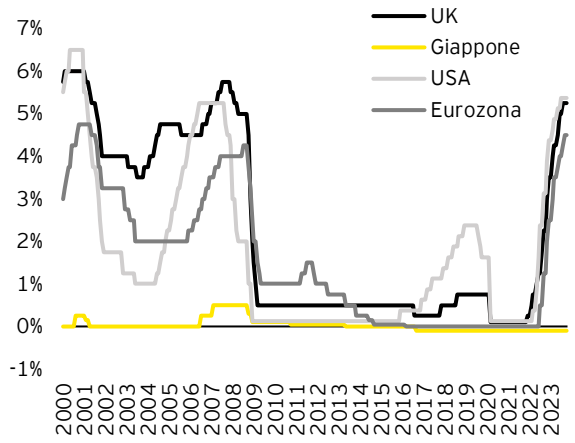
Alle recenti dinamiche geopolitiche ed economiche esiste la possibilità di rispondere con

[18] Adolfsen, J. F., & Lappe, M. S. (2023). Risks to global food prices from El Niño. Economic Bulletin Boxes, 6.
[19] Georgieva, K. (2023). Confronting Fragmentation Where It Matters Most: Trade, Debt, and Climate Action, IMF Blog, 16 January. Si fa riferimento al periodo compreso tra il 2012 ed il 2022 e alle restrizioni nel commercio di beni, servizi e investimenti.
[20] Alfaro, L. and Chor, D. (2023), Global Supply Chains: The Looming 'Great Reallocation'. Paper presentato al Jackson Hole Economic Policy Symposium nel 2023, tenuto dalla Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto 2032.
[21] Aiyar, S., Ilyina, A. (2023). Charting Globalization's Turn to Slowbalization After Global Financial Crisis, IMF Blog.
[22] The high cost of economic fragmentation, IMF Blog, August 28, 2023.
[23] Geoeconomic Fragmentation Threatens Food Security and Clean Energy Transition, IMF Blog, October 3, 2023.

l'implementazione di processi di *reshoring*, *friendshoring* o *derisking*. Queste strategie adottate da Cina, Stati Uniti e altri paesi dell'OCSE, che mirano a riportare la produzione a livello nazionale (*reshoring*) o a spostarla verso paesi amici (*friendshoring*), possono però tradursi in un freno alla crescita mondiale, anche assumendo l'assenza di nuove restrizioni commerciali con paesi terzi, soprattutto in Asia. È inoltre interessante sottolineare come, se riportare la produzione all'interno dei confini nazionali potrebbe generare delle conseguenze negative in termini economici, anche l'opzione di spostare la produzione verso paesi "amici" non sembrerebbe generare benefici netti per i paesi terzi nel lungo termine. Ciò accade perché i vantaggi derivanti dalla deviazione degli scambi sono compensati dagli effetti delle contrazioni sia in Cina che nei paesi dell'OCSE.[24]

Tornando sulla dinamica dei prezzi a livello globale, un ulteriore elemento a cui è dovuto il rientro dell'elevata inflazione è la politica monetaria restrittiva adottata dalle principali banche centrali mondiali. Se da un lato queste ultime hanno optato, negli ultimi *meeting*, per un mantenimento del livello dei tassi invariato, evitando quindi ulteriori restrizioni monetarie, allo stesso tempo è importante sottolineare come il livello dei tassi attuale sia su livelli molto elevati rispetto a quanto sperimentato nello scorso decennio.

Figura 9: Tassi di riferimento di politica monetaria



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca dei Regolamenti Internazionali.

Con il meeting del 13 dicembre, la Federal Reserve (Banca Centrale statunitense) ha mantenuto i tassi di riferimento invariati all'interno del range ricompreso tra il 5,25%-5,5%, facendo seguito ad un'attività economica in rallentamento e alle più stringenti condizioni di credito per le famiglie e le imprese.[25] In modo simile a quanto fatto dalla Federal Reserve, anche la Banca Centrale Europea (BCE) e la Bank of England (BoE) hanno mantenuto i tassi di interesse di riferimento invariati (4% il tasso di interesse sui depositi per l'Eurozona e 5,25% il tasso di riferimento per il Regno Unito).[26, 27]

Nello scenario attuale il livello dei tassi non sembrerebbe generare complicazioni significative all'interno del sistema finanziario e bancario mondiale, mostrandosi quest'ultimo nel complesso solido.[28] All'opposto, in un ipotetico caso di inflazione più persistente, rallentamento dell'economia più pronunciato e aumento dei tassi di interesse, gli effetti sulla stabilità del sistema bancario sarebbero significativi, con più di 150 istituti bancari in difficoltà (istituti che rappresentano circa un terzo degli asset bancari mondiali).[29]

[24] Harm From 'De-Risking' Strategies Would Reverberate Beyond China, IMF Blog, October 17, 2023.
[25] Per maggiori informazioni, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20231213a.htm.
[26] Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f62.en.html.
[27] Per maggiori informazioni, https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/december-2023.

[28] Lo scenario descritto rappresenta lo scenario di *baseline* individuato nell'IMF *World Economic Outlook* di ottobre 2023. Lo scenario di base assume che le aspettative sul lungo termine dell'inflazione siano ben ancorate e che la politica monetaria rimanga restrittiva, escludendo ulteriori aumenti dei tassi. Per maggiori informazioni, si faccia riferimento a *Global Financial Stability Report, Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era, Oct 2023*.
[29] New Look at Global Banks Highlights Risks from Higher-for-Longer Interest Rate, IMF Blog, October 16, 2023.

La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati

Gli Stati Uniti hanno registrato una crescita dell'1,3% nel terzo trimestre del 2023 rispetto al trimestre precedente (rivisto dall'1,2% della precedente stima), dopo una crescita nel primo trimestre dello 0,5%. Nello specifico, il secondo trimestre è stato caratterizzato da una accelerazione della crescita dei consumi privati (che passano da una crescita congiunturale dello 0,2% nel trimestre precedente ad una crescita dello 0,9%), che riflettono principalmente una forte crescita dei consumi di beni, nello specifico dei beni durevoli (da -0,1% a 1,7%). Altro fattore importante nella crescita registrata nel terzo trimestre è l'andamento degli investimenti privati, che segnano il secondo trimestre consecutivo di crescita sostenuta (da 1,3% nel secondo trimestre a 2,5% nel terzo trimestre).[30]

I dati più recenti mostrano, inoltre, come ad ottobre 2023 la spesa per consumi abbia segnato una crescita modesta rispetto al mese precedente (0,2% ad ottobre contro lo 0,3% a settembre e 0,0% ad agosto). Questa performance è il risultato di una spesa per beni non particolarmente vivace (0,1%, trainati principalmente dalla crescita del consumo di beni non durevoli) ed una crescita della spesa per i servizi (0,2%).[31]

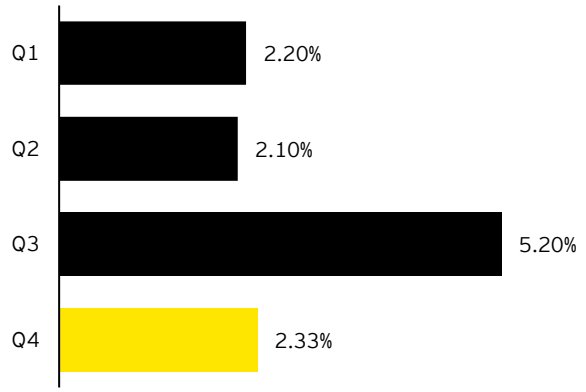
Questi dati si accompagnano ad un mercato del lavoro in salute: ad ottobre, infatti, la crescita del numero di occupati negli Stati Uniti è stata di 199.000 unità rispetto al mese precedente, a cui si affianca un tasso di disoccupazione stabile sotto al 4% (3,7%).[32]

In calo l'attività del comparto industriale e manifatturiero, con una riduzione rispetto al mese precedente rispettivamente dello 0,6% e 0,7% ad ottobre 2023, a cui si associa una performance su base annua altrettanto negativa (-0,7% e -1,7% rispetto ad ottobre 2022).[33]

I *mixed signals* che arrivano dall'economia statunitense si traducono in aspettative di un potenziale rallentamento nei prossimi trimestri, così come stimato, tra gli altri indicatori, anche tramite l'analisi della curva dei rendimenti.[34] Al momento la tesi maggiormente accreditata resta quella di un *soft landing* e non di una recessione. Tuttavia, i segnali rimangono contrastanti e ci costringono a guardare con estrema attenzione verso l'altra sponda dell'Atlantico, per le potenziali ripercussioni anche sulle economie europee.

Alle stime sulle aspettative di recessione tramite l'analisi della curva dei rendimenti si aggiungono, inoltre, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di novembre 2023, che indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa tra un range di -1,86% e +2,89%, con una mediana dello 0,59%,[35] a dimostrazione ulteriore della forte incertezza e dell'andamento dell'attività economica.

Figura 10: PIL 2023 – USA, var. % QoQ annualizzata



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Le barre in giallo rappresentano le previsioni per i prossimi trimestri (New York Fed Staff Nowcast). I tassi di variazione sono annualizzati. Ultimo aggiornamento: 8 dicembre 2023.

Sempre riguardo alla view della Federal Reserve Bank di New York, le previsioni a breve periodo dell'andamento dell'economia statunitense indicano, per il quarto trimestre, un tasso di

[30] Gross Domestic Product (Second Estimate) Corporate Profits (Preliminary Estimate) Third Quarter 2023, https://www.bea.gov/news/2023/gross-domestic-product-second-estimate-corporate-profits-preliminary-estimate-third.
[31] Bureau of Economic Analysis, Personal Income and Outlays, October 2023, https://www.bea.gov/news/2023/personal-income-and-outlays-october-2023.
[32] U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation Summary. Per maggiori informazioni, https://www.bls.gov/bls/news-release/empsit.htm#2023.
[33] Industrial Production and Capacity Utilization, agosto 2023. Per maggiori informazioni, https://www.federalreserve.gov/releases/g17/current/default.htm.
[34] Per maggiori informazioni, https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq#/.
[35] Federal Reserve Bank of New York, Outlook-at-Risk: Real GDP Growth, Unemployment, and Inflation, https://www.newyorkfed.org/research/policy/outlook-at-risk#root:growth-at-risk.

crescita annualizzato[36] del 2,3%.[37] A queste si aggiungono le ultime proiezioni della Federal Reserve di una crescita complessiva al 2023 pari al 2,6%, seguito da una crescita dell'1,4% nel 2024.[38]

In riferimento alle altre principali economie globali, si registra una crescita nulla per il Regno Unito nel terzo trimestre (+0,6% in termini tendenziali), dovuto principalmente ad un andamento negativo dei consumi, investimenti e spesa pubblica che ha azzerato l'effetto positivo della ripresa dell'export.[39] I dati congiunturali mostrano una situazione non in miglioramento: ad ottobre il settore dei servizi ha registrato una contrazione su base mensile dello 0,2%, dopo la leggera espansione del mese precedente (0,2%).[40] In contrazione anche il settore delle costruzioni (0,5% ad ottobre, dopo la crescita sperimentata a settembre dello 0,4% su base mensile), e quello dell'industria (contrazione dello 0,8%, ad ottobre dopo una crescita nulla a settembre).[41, 42] Il tasso di inflazione continua a rimanere elevato, anche se in riduzione: ad ottobre si è registrato un tasso complessivo (*headline*) del 4,6%, inferiore rispetto al dato del mese precedente di 2,1 punti percentuali (al 6,7%). In calo anche l'inflazione di fondo (*core*), che passa da 6,1% a settembre a 5,7% ad ottobre.[43]

Spostandosi sul fronte asiatico, l'andamento dell'economia cinese rimane sottotono rispetto a quanto registrato nel periodo pre-pandemia, registrando una crescita nel terzo trimestre rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente (crescita tendenziale) del 4,9%, in calo rispetto a quanto registrato nel secondo trimestre (6,3%). A questo corrisponde una crescita congiunturale (trimestre su trimestre) dell'1,3%, successiva allo 0,5% registrato nel secondo trimestre.[44]

In riferimento alla produzione industriale, gli ultimi mesi hanno registrato una crescita sostanzialmente stabile. Nel mese di ottobre, infatti, l'attività industriale è cresciuta del 4,6% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, in modo simile a quanto registrato nei due mesi precedenti (agosto e settembre, entrambi con un tasso di crescita dell'attività industriale rispetto all'anno precedente del 4,5%).[45]

A subire un rallentamento più marcato sono inoltre gli investimenti nel settore immobiliare, che nei primi dieci mesi del 2023 (gennaio-ottobre) hanno registrato una contrazione del 9,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questa tendenza al ribasso è confermata anche dai dati nei mesi precedenti, a dimostrazione di un settore fortemente in crisi.[46]

In riferimento alle vendite al dettaglio, dopo i primi quattro mesi del 2023 la crescita tendenziale (anno su anno) è andata progressivamente diminuendo, fino al raggiungimento nel mese di luglio di una crescita del 2,5%, seguita da una ripresa fino ad ottobre (7,6%).[47] La ripresa della domanda dei consumatori si riflette anche in una performance positiva delle importazioni, che nel mese di ottobre 2023 hanno registrato una crescita del 3,0% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente.[48] Ad una domanda interna in ripresa si affianca una domanda estera in difficoltà (-6,4% la crescita delle esportazioni espresse in dollari rispetto allo stesso mese dell'anno precedente).

Infine, un ulteriore elemento da dover tenere in considerazione è un possibile rialzo del numero di

[36] Per maggiori informazioni, https://www.bea.gov/help/faq/463.
[37] Per maggiori informazioni, https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview.
[38] Per maggiori informazioni, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20231213b.htm.
[39] Office for National Statistics (ONS), GDP first quarterly estimate, UK: April to June 2023, https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/apriltojune2023.
[40] Office for National Statistics, Index of Services, UK: October 2023, https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/october2023.
[41] Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: October 2023, https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/october2023.
[42] Office for National Statistics, Index of Production, UK: October 2023, https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/october2023.
[43] Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: October 2023, https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/october2023.
[44] Preliminary Accounting Results of GDP for the Third Quarter of 2023, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202310/t20231026_1943918.html.
[45] Industrial Production Operation in October 2023, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202311/t20231128_1944960.html.
[46] Investment in Real Estate Development for Jan-Oct 2023, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202311/t20231128_1944964.html.
[47] Total Retail Sales of Consumer Goods in October 2023. Per maggiori informazioni, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202311/t20231128_1944965.html.
[48] Per maggiori informazioni, http://english.customs.gov.cn/Statics/cc0c7032-8a09-4fde-8228-e62871ab8b29.html. La crescita si attesta al 6,4% se si considerano le importazioni espresse in valuta cinese. Per maggiori informazioni, http://english.customs.gov.cn/Statics/d9f7b42b-4fd4-437c-86c1-30a02fa23072.html.

contagi da COVID-19. Anche se le possibilità di nuove misure di contenimento significative sembrerebbero al momento molto remote, bisogna considerare che, ad un aumento dei casi, potrebbero corrispondere misure restrittive, ancorché lievi, che potrebbero di conseguenza avere un impatto negativo sull'economia mondiale.

Il quadro europeo

Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali

Nel terzo trimestre del 2023, l'Eurozona registra una crescita congiunturale (rispetto quindi al trimestre precedente) pari al -0,1%, dopo una debole crescita dello 0,1% nel secondo e primo trimestre. Anche la Germania, primo paese dell'Eurozona per dimensione del PIL, ha registrato una contrazione di simile portata (-0,1%), preceduta da una crescita nei trimestri precedenti sostanzialmente stagnante. Leggermente diverso appare invece il quadro spagnolo, che ha registrato una crescita congiunturale dello 0,6%, 0,4% e 0,3% rispettivamente nel primo, secondo e terzo trimestre dell'anno. Crescita sostanzialmente piatta, invece, nel terzo trimestre per Italia e Francia.

Non particolarmente positiva la performance del comparto industriale nei principali paesi europei negli ultimi mesi. In Germania, dopo il leggero rialzo su base mensile registrato ad agosto (+0,5%), nel mese di settembre si registra un'ulteriore contrazione (-1,8%), seguita da una ulteriore leggera riduzione ad ottobre (-0,1%), a cui corrisponde una riduzione su base annuale (-3,7%). Anche Spagna e Italia registrano una performance negativa tendenziale, anche se di intensità differente (-1,5% e -1,1% rispettivamente), mentre la Francia si distingue per una crescita significativa ad ottobre (2,0%, a cui però corrisponde una crescita congiunturale negativa pari al -0,3%).

Figura 11: PIL – indice, 2015 = 100

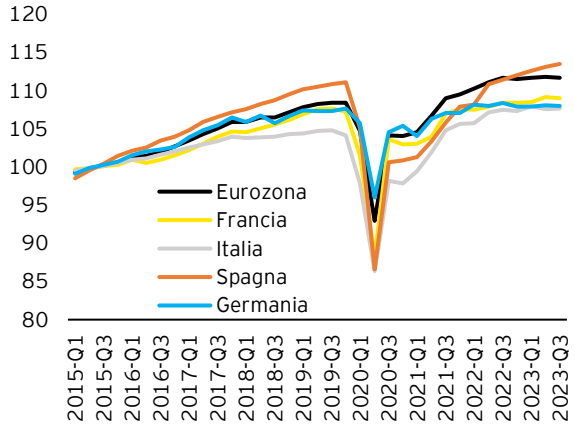
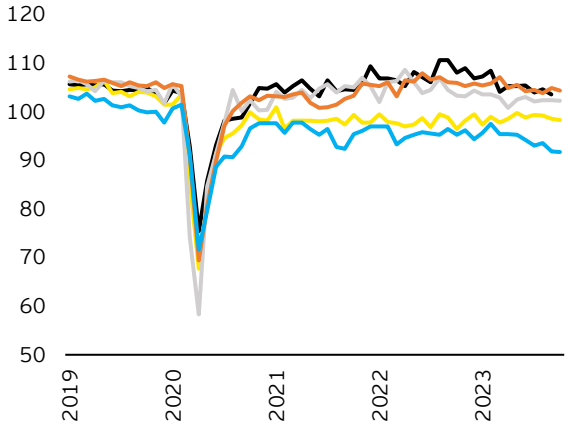


Figura 12: Produzione industriale – indice, 2015 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Commissione Europea (*Business and consumer surveys*). Per la produzione industriale si fa riferimento ai codici NACE Rev. 2 B-D (*Mining and quarrying; manufacturing; electricity, gas, steam and air conditioning supply*). Ultimo dato disponibile per il PIL: terzo trimestre 2023; per la produzione industriale: ottobre 2023.

L'analisi dell'indicatore PMI[49] per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e più tempestivi dell'andamento dei due principali settori di riferimento dell'economia (industria e servizi).

Le ultime rilevazioni del PMI manifatturiero mostrano un andamento negativo per la manifattura dell'Eurozona, con i principali paesi che presentano segnali di contrazione persistenti negli ultimi mesi. Spicca tra questi la Germania, ancora sotto il livello di espansione (valore pari a 50), nonostante il leggero miglioramento degli ultimi mesi. Le attese per i prossimi mesi sono quindi quelle di un'ulteriore performance negativa della produzione manifatturiera ed industriale nelle principali economie della moneta unica.

In calo anche il settore dei servizi che, dopo alcuni mesi sopra il livello di espansione, è ora sotto il livello di riferimento nei principali paesi europei (con la sola eccezione della Spagna). Questo dato assume ancora più rilevanza se confrontato con l'andamento degli indici PMI dei mesi precedenti: se prima infatti il settore manifatturiero si mostrava debole ma accompagnato da un settore dei servizi in espansione, negli ultimi mesi è ragionevole attendersi che il settore dei servizi non controbilancerà la performance negativa della manifattura.

Figura 13: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

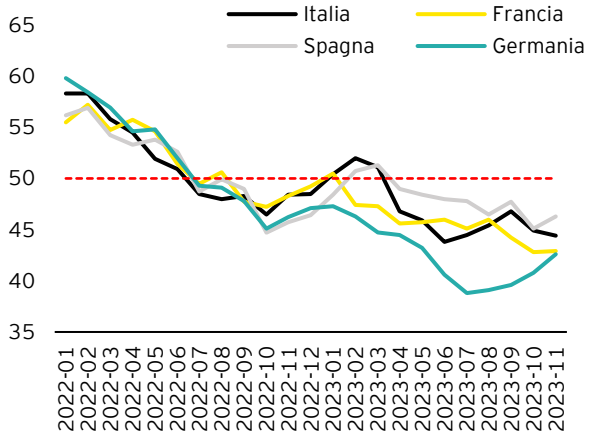
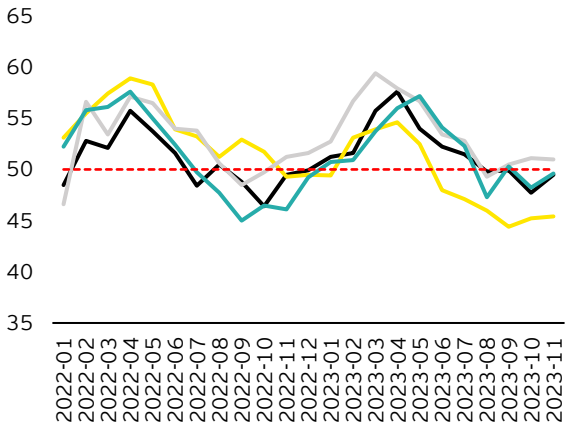


Figura 14: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



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

Lo svolgimento dell'attività economica industriale e del settore dei servizi fronteggia quindi ancora numerosi ostacoli, la cui natura però varia a seconda del contesto complessivo in cui si trovano ad operare.

È interessante notare come negli ultimi trimestri, infatti, i fattori di maggiore ostacolo all'attività economica dell'industria e dei servizi siano principalmente fattori di domanda, diversamente da quanto sperimentato nel periodo successivo alla pandemia, durante il quale i consumatori stavano recuperando i loro livelli di consumi. L'aumento del livello dei prezzi sperimentato negli ultimi trimestri si sta infatti traducendo in un rallentamento dei consumi da parte delle famiglie e altri operatori. Allo stesso tempo è interessante notare come il fattore lavoro, indicato come ostacolo da alcune imprese, stia lentamente rientrando, anche se in maniera non particolarmente accentuata nel settore dei servizi. Se da un lato questa tendenza al ribasso si lega potenzialmente ad un mercato del lavoro particolarmente vivace nell'Eurozona, dall'altro la differenza tra il *trend* sperimentato nel settore industriale e quello dei servizi potrebbe essere collegato alla diversa richiesta di lavoratori qualificati e relative skills. In generale, però, il fattore lavoro e la mancanza di skill adeguate rimane un problema importante a cui fanno fronte numerose imprese non solo nell'Eurozona, ma anche nel resto dell'Unione Europea, come mostrato dall'ultima indagine della Commissione Europea sul fenomeno dello *skills shortages*.[50] Secondo quest'ultima, infatti,

[49] L'indice PMI (Purchasing Managers' Index) è uno degli indici congiunturali più popolari, ovvero un indice della direzione prevalente delle tendenze economiche nei settori manifatturiero, delle costruzioni e dei servizi, ottenuto grazie ad indagini tempestive condotte sulle aziende più rappresentative dei settori di riferimento. Valori superiori a 50 indicano una tendenza di crescita dell'attività economica, valori inferiori a 50 una sua diminuzione.
[50] Skills shortages are a serious problem for majority of EU SMEs, Eurobarometer shows. European Commission, Press release, 14 November 2023. Per maggiori informazioni, https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2961.

circa il 54% delle imprese dell'Unione Europea indica il trovare lavoratori con il giusto bagaglio di conoscenze/abilità come una delle principali difficoltà del momento all'attività economica. All'aumentare della dimensione di impresa, inoltre, sembrano aumentare queste difficoltà: se questo fenomeno è un problema per il 53% delle micro-imprese (imprese con meno di 10 occupati), la percentuale aumenta fino a circa il 70% per le grandi imprese (imprese con più di 250 occupati).

Figura 15: Fattori di ostacolo all'attività dell'industria – Eurozona, % rispondenti

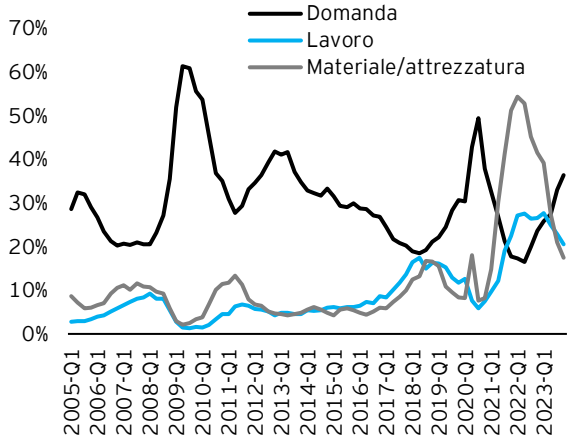
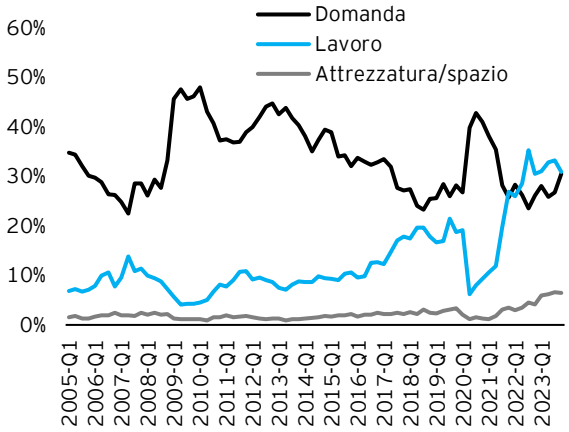


Figura 16: Fattori di ostacolo all'attività dei servizi – Eurozona, % rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (*Business and Consumer Surveys*). Ultimo dato disponibile: 2023-Q4.

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Uno dei fattori da considerare come freno all'economia dell'Eurozona è la presenza di una politica monetaria restrittiva, posta in essere dalla BCE per contrastare tassi di inflazione mai così alti dall'inizio dell'Unione Monetaria. Nell'incontro del 14 dicembre, la Banca Centrale Europea ha deciso di mantenere stabile il livello dei tassi di interesse nell'Eurozona.[51]

Figura 17: Tassi di interesse di riferimento della politica monetaria della Banca Centrale Europea

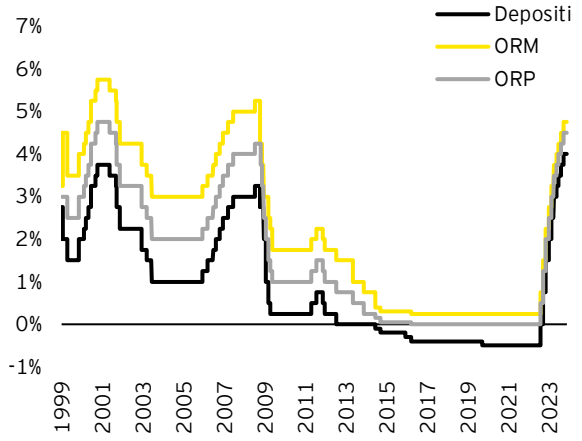
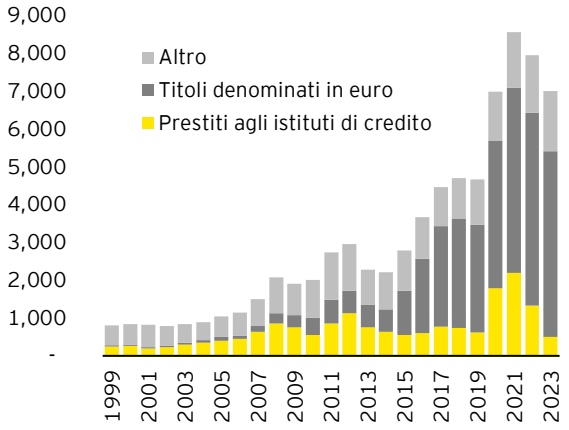


Figura 18: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (BCE). ORM = operazioni di rifinanziamento marginale; ORP = operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso sui depositi fa riferimento ai depositi presso la banca centrale. Voci di bilancio – prestiti agli istituti di credito: si considerano i prestiti agli istituti di credito dell'area dell'euro connessi a operazioni di politica monetaria denominati in euro (tra le diverse voci rientrano le operazioni di rifinanziamento principali e LTRO); titoli denominati in euro: si considerano i titoli denominati in euro di residenti nell'area dell'euro (tra le diverse voci rientrano le attività acquisite per finalità di politica monetaria); altro: tra le diverse voci rientrano l'oro e i crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro. L'ultimo dato disponibile per il 2023 fa riferimento al *weekly financial statement* del 1° dicembre 2023.

Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale[52] sono rimasti quindi stabili rispettivamente al 4,50%, al 4,75% e al 4,00%. Il mantenimento di tassi di interesse a questi livelli per il tempo necessario porterà, secondo il consiglio direttivo, un contributo sostanziale al raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi.[53]

Come già annunciato nei meeting precedenti, la BCE affianca ad un aumento dei tassi di interesse di riferimento anche una riduzione degli *asset* in bilancio. In riferimento all'APP,[54] il portafoglio sta diminuendo ad un ritmo misurato e prevedibile, con l'Eurosistema che non reinveste più i pagamenti principali dei titoli in scadenza. In riferimento al PEPP,[55] il Consiglio direttivo intende reinvestire i pagamenti principali derivanti dai titoli in scadenza acquistati nell'ambito del programma fino almeno alla

[51] Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f62.en.html.

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

[53] "The Governing Council considers that the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target", https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.en.html.

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

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

fine del 2024. In ogni caso, l'ulteriore riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita per evitare interferenze con l'adeguata politica monetaria.

Figura 19: Acquisti netti di titoli di debito pubblico tramite PSPP - miliardi

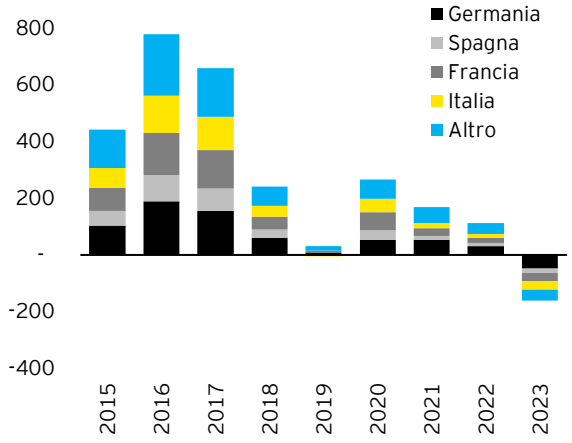
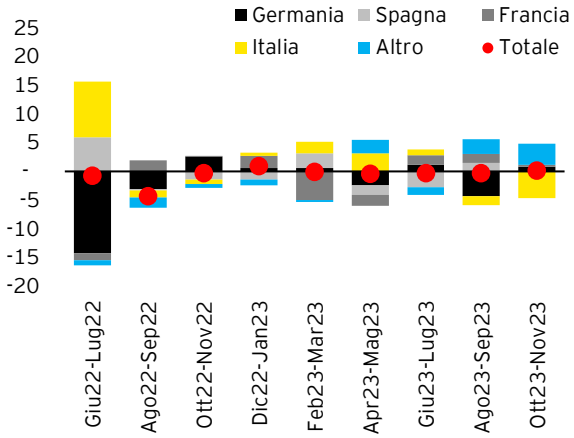


Figura 20: Acquisti netti di titoli di debito pubblico tramite PEPP – miliardi



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (BCE). Ultimo dato disponibile: novembre 2023.

L'aumento dei tassi di interesse si traduce in un aumento del costo del debito, scoraggiando gli investimenti delle famiglie e delle imprese. Questo fenomeno si ripercuote di conseguenza su vari tipi di investimento, tra cui quelli nel settore immobiliare.

Figura 21: Permessi di costruzione e domanda di prestiti delle famiglie – Eurozona

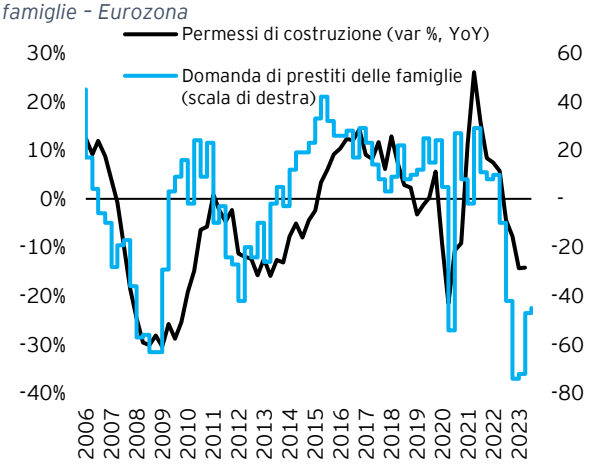
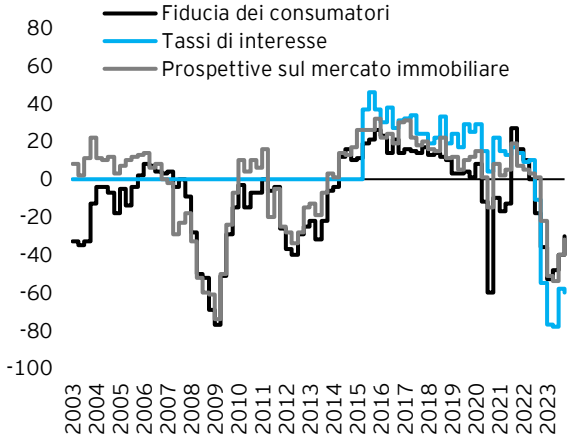


Figura 22: Principali fattori alla base della domanda di prestiti da parte delle famiglie consumatrici – Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat e Banca Centrale Europea (BCE). La variazione anno su anno (YoY) dei permessi di costruzioni è calcolata sull'indice dei permessi di costruzione espressi come milioni di m^2 di superficie utile. La domanda dei prestiti delle famiglie fa riferimento alla domanda per l'acquisto di una abitazione. Ultimo dato disponibile: 2023-Q3. In riferimento ai principali fattori alla base della domanda di prestiti da parte delle famiglie consumatrici, i valori rappresentati indicano la percentuale netta di rispondenti; valori negativi indicano che i fattori individuati hanno contribuito ad una riduzione della domanda di prestiti da parte delle famiglie stesse; viceversa per i valori positivi.

L'ultima edizione della *Bank Lending Survey* della Banca Centrale Europea, volta a cogliere le ultime variazioni nella domanda e nell'offerta di crediti da parte degli operatori economici, mostra infatti un calo significativo della domanda di prestiti per l'acquisto di un'abitazione da parte delle famiglie. Se analizzata in prospettiva storica, la dinamica di questo indicatore si lega all'andamento di altre variabili utili a capire l'andamento del settore immobiliare, quale l'indice rappresentativo dei permessi di costruzione, anch'esso in calo negli ultimi trimestri dopo il picco raggiuto dopo la crisi pandemica.

Analizzando i principali fattori alla base della riduzione della domanda di prestiti da parte delle famiglie consumatrici, una scarsa fiducia dei consumatori, le prospettive sul mercato immobiliare non particolarmente favorevoli e, soprattutto, l'elevato livello dei tassi di interesse, rappresentano gli elementi che stanno contribuendo maggiormente alle dinamiche sopra descritte.[56]

Il mantenimento della politica monetaria restrittiva da parte della Banca Centrale Europea si basa sulla presenza di un tasso di inflazione ancora troppo elevato rispetto al target della stessa BCE, e sulla conseguente volontà di mantenere alti i tassi di interesse fino a quando sarà necessario per riportare l'inflazione al 2% nel medio periodo.[57] È interessante notare come, nell'Eurozona, l'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)[58] continui a registrare dei valori maggiori rispetto all'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi). Un fenomeno simile si è avuto durante la crisi pandemica, quando il prezzo dell'energia si è ridotto significativamente a causa del rallentamento dell'attività economica mondiale: un tasso di inflazione *core* maggiore del tasso di inflazione *headline* sta ad indicare, infatti, un tasso di variazione della componente di fondo superiore a quella dell'energia e dei beni alimentari freschi.

Figura 23: Tasso di inflazione – Eurozona, var. % YoY

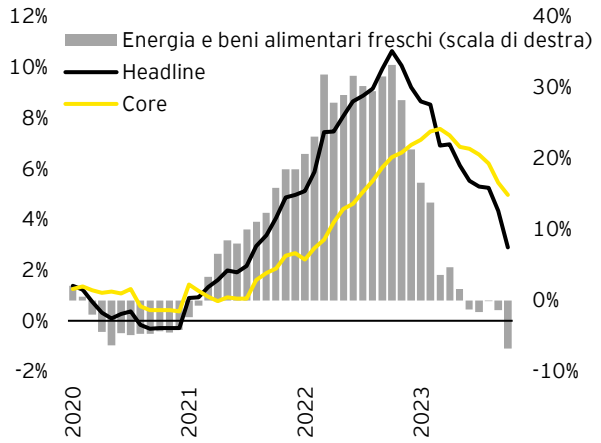
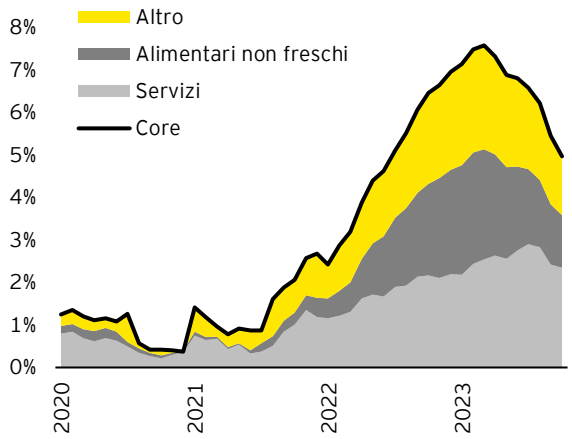


Figura 24: Contributi al tasso di inflazione core – Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. La misura *headline* considera tutti i beni nel paniere di calcolo della variazione dei prezzi; la misura *core* considera i beni del paniere *headline* al netto di energia e beni alimentari freschi. I tassi fanno riferimento ai tassi armonizzati. Ultimo dato disponibile: ottobre 2023.

Nel mese di ottobre l'inflazione *headline* ha registrato un calo significativo, passando così dal 4,3% registrato a settembre (variazione rispetto allo stesso mese dell'anno precedente), al 2,9%. Questa dinamica è dovuta ad una riduzione importante sia della componente *core*, sia della componente degli alimenti freschi e dell'energia, che hanno registrato un rallentamento (o, nel caso degli alimenti freschi e dell'energia, un contributo negativo) significativo. È importante però sottolineare come questo fenomeno è principalmente riconducibile ad un ampio "effetto base":[59] se, infatti, a causa delle tensioni geopolitiche con la Russia e all'aumento repentino dei prezzi delle materie prime e dell'energia, l'indice dei prezzi al consumo è aumentato in modo significativo tra la seconda metà del 2022 e i primi tre trimestri del 2023 (traducendosi quindi in elevata inflazione), l'aumento meno marcato registrato tra gli ultimi mesi del 2022 e gli ultimi mesi del 2023 comporta un'inflazione più bassa.[60]

Nonostante la riduzione significativa del tasso di inflazione negli ultimi mesi, è importante considerare che il tasso di inflazione nell'Eurozona, e nello specifico il tasso di inflazione *core*, continua a mostrare una certa persistenza. Bisogna inoltre considerare la possibilità che alcuni degli elementi di fondo possano

[56] Euro area bank lending survey, Third Quarter of 2023. Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html.
[57] Per maggiori informazioni, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.en.html.
[58] Si fa riferimento alla definizione di inflazione di fondo dell'ISTAT, che considera l'indice dei prezzi al consumo al netto delle variazioni dei beni energetici e dei beni alimentari freschi.
[59] European Economic Forecast, Autumn 2023, European Commission.
[60] Per maggiori informazioni, ECB Economic Bulletin, Issue 1 / 2023.

mostrare delle dinamiche differenti rispetto a quelle attese nel breve e medio periodo, quali ad esempio una crescita del costo del lavoro più rapida o un livello più alto dei margini di profitto delle imprese. La presenza di differenze all'interno dell'Eurozona e dell'Unione Europea di dinamiche relative alle variabili sopra citate, presenta inoltre delle sfide importanti di più ampio respiro. Si consideri ad esempio l'andamento del livello dei prezzi, del costo del lavoro unitario e della produttività: per la maggior parte delle economie emergenti in Europa, la combinazione di bassa produttività e perdita di competitività aziendale provocata da una crescita salariale relativamente più veloce potrebbe ostacolare la convergenza economica con le economie più avanzate del continente. [61]

Sempre in riferimento alle dinamiche interne del mercato del lavoro, è importante sottolineare come negli ultimi trimestri si sia registrata un aumento dell'occupazione. L'aumento di quest'ultima è legato alla transizione dallo status di "inattivo" a quello di "occupato". Si è stimato, infatti, che solo circa il 37% dei nuovi assunti nella prima metà del 2023 era disoccupato nel trimestre precedente. Questo è in linea con i dati che mostrano che le transizioni dallo status di "inattivo" ad "occupato" hanno rappresentato il 60% dei nuovi occupati nel 2022, il che si contrappone al periodo 2011-2019, quando le transizioni da disoccupazione ad occupazione rappresentavano il 51% dei nuovi occupati. Di conseguenza, la maggiore partecipazione alla forza lavoro può ridurre le pressioni sul mercato del lavoro, con possibili effetti positivi sull'andamento dell'inflazione.[62]

Figura 25: Costo del lavoro unitario e indice dei prezzi armonizzato – indice, 2021-Q1 = 100

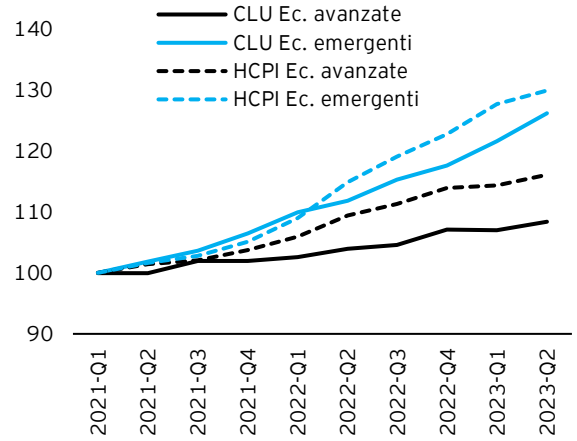
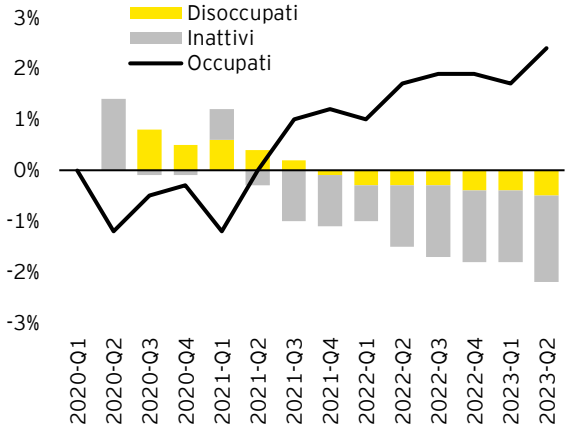


Figura 26: Variazione % cumulata dello status occupazionale sul totale della popolazione – Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. L'aggregazione del CLU e HCPI è stata effettuata considerando i valori del PIL espressi in euro. Le economie avanzate comprendono Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Regno Unito; le economie emergenti comprendono Bulgaria, Croazia, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania, Slovacchia, Slovenia. Per il totale della popolazione si fa riferimento alla popolazione compresa tra i 15 ed i 74 anni.

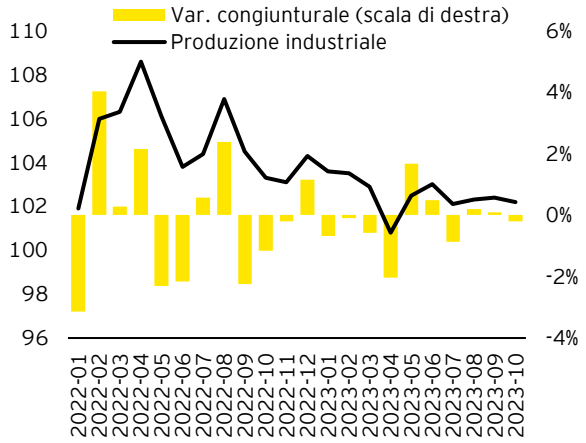
[61] Europe Must Succeed in Restoring Price Stability, IMF Blog, October 13, 2023.
[62] Consolo, A., Da Silva, A. D., Martínez Hernández, C., & Weißler, M. (2023). The euro area labour force: recent developments and drivers. Economic Bulletin Boxes, 6.

L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale e del credito in Italia

L'attività industriale in Italia continua a mantenere un profilo di bassa crescita. Ad ottobre, infatti, l'indice della produzione industriale ha registrato una contrazione (-0,2%) rispetto al mese precedente, a cui corrisponde una riduzione più significativa rispetto allo stesso mese dell'anno precedente (-1,1%). La debolezza dell'industria è legata a numerosi fattori: dall'aumento dei prezzi dell'energia, alla riduzione del potere d'acquisto dei consumatori dovuta ad un'elevata inflazione, all'aumento del costo dei prestiti, alla bassa crescita dei principali partner, questi fattori stanno determinando una performance non positiva dell'industria italiana. Questo è ancora più evidente analizzando l'andamento di medio periodo, che mostra come l'indice della produzione segua una traiettoria discendente da febbraio 2023, fenomeno che si riflette in un tasso di variazione tendenziale (anno su anno) negativo negli ultimi nove mesi.

Figura 27: Indice di produzione industriale (2015 = 100) e variazione congiunturale % (MoM) - Italia



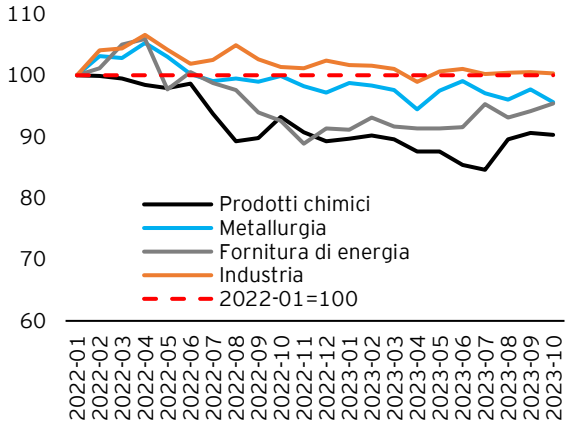
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: ottobre 2023.

Se l'indice di produzione industriale rappresenta un indicatore riassuntivo della dinamica industriale in Italia, l'analisi della produzione delle diverse industrie permette di aggiungere ulteriore dettaglio al panorama del paese.

Nello specifico, l'elevato prezzo dei beni energetici sta penalizzando principalmente le industrie energivore, quali l'industria dei prodotti chimici, la metallurgia e l'industria della fornitura di energia.

Prendendo a riferimento il valore dei rispettivi indici agli inizi del 2022, infatti, si nota come, se da un lato l'indice di produzione industriale complessivo è rimasto sostanzialmente stabile, le industrie prima menzionate non hanno ancora raggiunto il livello di produzione registrato a gennaio dell'anno scorso.

Figura 28: Indice di produzione industriale per specifiche industrie – Italia, indice 2022-01 = 100

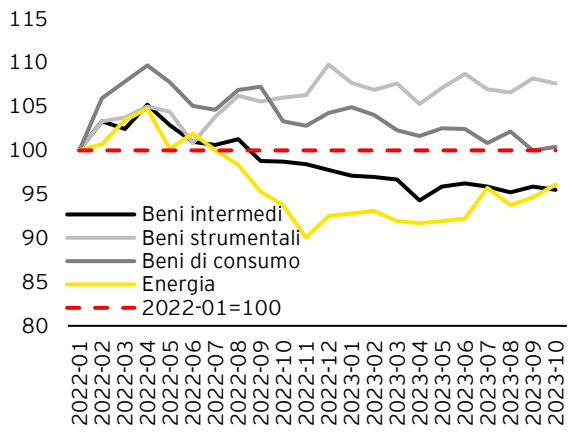


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: ottobre 2023.

Analizzando le principali categorie industriali di riferimento, si nota come la produzione dei beni intermedi e dell'energia siano quelli meno performanti. Nello specifico, la categoria dei beni intermedi è in contrazione, in termini tendenziali,

da giugno 2022.[63] Una dinamica simile, anche se lievemente migliore, riguarda i beni di consumo e di energia. In controtendenza invece la produzione dei beni strumentali.

Figura 29: Indice della produzione industriale per raggruppamento di industrie – Italia, indice 2022-01 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: ottobre 2023.

Le attese sugli ordini nei tre mesi successivi confermano inoltre l'andamento negativo atteso dell'industria italiana, e nello specifico della produzione dei beni intermedi.[64] Le attese su questa tipologia di beni per i tre mesi successivi ha infatti registrato, nell'ultimo anno, livelli simili a quelli registrati verso la fine del 2011, periodo caratterizzato da particolari turbolenze legata alla crisi dei debiti sovrani.

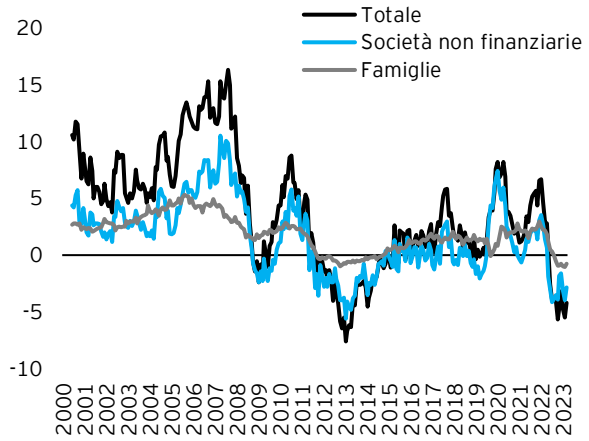
Tra le varie cause, ad avere un ruolo negativo sull'andamento dell'industria italiana è il maggiore costo del denaro, ovvero un livello di tassi di interesse significativamente più elevato rispetto a quanto sperimentato negli anni passati, che reprime la domanda di beni da parte delle aziende e delle famiglie.

Il costo del debito, infatti, è più che raddoppiato dagli inizi del 2022. Si consideri ad esempio che il costo del debito delle famiglie per l'acquisto di un'abitazione è passato da circa 1,5% (gennaio 2022) al 4,4% (ottobre 2023); incremento ancora più significativo per le imprese, per le quali il costo del debito è passato, nello stesso lasso temporale, dall'1,3% a 5,5%.[65]

L'aumento del costo del debito si ripercuote sull'andamento dei prestiti bancari per famiglie e imprese. Analizzando i flussi netti di prestiti bancari a famiglie residenti in Italia e società non finanziarie residenti in Italia è possibile, infatti, notare il calo significativo registrato negli ultimi mesi, che ha portato i flussi netti in territorio negativo.

Se in passato si erano già registrati dei valori negativi dei flussi netti (espressi come media mobile a sei periodi) per le società non finanziarie e in termini complessivi, è interessante notare come, in riferimento ai flussi netti per le famiglie, questo fenomeno si sia verificato solo durante la crisi dei debiti sovrani, e ora con maggiore intensità.

Figura 30: Prestiti bancari a residenti in Italia – Italia, flussi netti (media mobile a 6 periodi, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia. I flussi totali fanno riferimento ai prestiti bancari verso tutte le controparti residenti in Italia escluse le Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM) e le Amministrazioni Pubbliche. Le serie presentate sono corrette sulla base della metodologia SEBC. Si considerano i prestiti la cui destinazione degli investimenti è generica (tutte le finalità). Ultimo dato disponibile: ottobre 2023.

Un'analisi più approfondita di questi dati ci mostra inoltre come le riduzioni in atto siano addirittura più rapide rispetto a quelle registrate durante il periodo di crisi dei debiti sovrani. Se infatti ci si sofferma sulla differenza dei flussi in ciascun

[63] Nei beni intermedi rientrano, tra gli altri, la fabbricazione di prodotti chimici, la fabbricazione di metalli e prodotti in metallo, la fabbricazione di apparecchi elettrici, l'industria del legno, la fabbricazione di tessuti.
[64] Fiducia dei consumatori e delle imprese, novembre 2023. Statistiche flash, ISTAT. Per maggiori informazioni, https://www.istat.it/it/files//2023/11/CS-fiducia-delle-imprese-NOVEMBRE-2023.pdf.

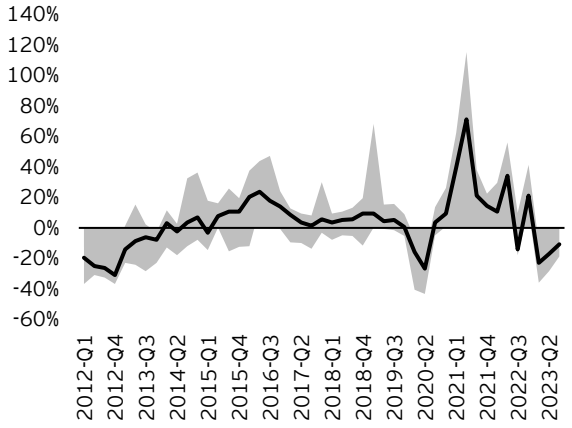
[65] Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia. Il costo dei prestiti bancari per le imprese fa riferimento al costo medio dei prestiti bancari; il costo dei prestiti per le famiglie fa riferimento al costo medio dei finanziamenti per l'acquisto di una casa, calcolato come media mobile a 24 mesi sull'aggregazione dei tassi a breve e lungo termine sui nuovi volumi.

periodo rispetto allo stesso periodo registrato nell'anno precedente, si nota come la rapidità di riduzione dei flussi netti siano inferiori solo al periodo successivo alla grande crisi finanziaria.

Oltre all'elevato livello dei tassi, altri elementi pesano sull'andamento dei flussi netti di prestiti bancari, sia dal lato della domanda (da parte di famiglie e imprese) che dal lato dell'offerta (da parte degli istituti bancari). Come mostra l'ultima edizione delle *Bank Lending Survey* (BLS), dal lato dell'offerta di credito verso le imprese, le banche mostrano una maggiore percezione del rischio ed una minore tolleranza al rischio stesso, che si traduce in un ulteriore irrigidimento dei criteri di offerta; una situazione simile si registra anche in riferimento all'offerta di prestiti alle famiglie. Dal lato della domanda, invece, l'ultima edizione della BLS mostra come, oltre agli elevati tassi di interesse, le imprese richiedano minori prestiti bancari a seguito di un calo del fabbisogno per la spesa in investimenti fissi, preferendo dove necessario ricorrere all'autofinanziamento. In riferimento alle famiglie, invece, la scarsa fiducia dei consumatori gioca un ruolo fondamentale nel reprimere la domanda di prestiti.[66] Anche gli elevati tassi di interesse, ovviamente, disincentivano le famiglie a chiedere un prestito. Questo si riverbera sull'acquisto di diverse categorie di beni, soprattutto in riferimento agli immobili.

Analizzando infatti l'andamento del volume delle compravendite di immobili del settore residenziale e di quello non residenziale, si nota come gli ultimi trimestri siano stati caratterizzati da una variazione negativa tendenziale, dopo la ripresa registrata a seguito della crisi pandemica.

Figura 31: Volumi di compravendita di immobili residenziali – Italia, var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati Agenzia Entrate – OMI. L'area grigia rappresenta il range di valori massimi e minimi per ciascun trimestre. I valori per il primo trimestre del 2022 non sono disponibili. L'analisi considera gli immobili del settore residenziale (abitazioni e pertinenze) e di quello non residenziale (terziario-commerciale, produttivo, agricolo e altri immobili) in termini di Numero di Transazioni Normalizzate (NTN). Ultimo dato disponibile: 2023-Q3.

La riduzione del volume di compravendite di immobili si collega ad un rallentamento del prezzo degli immobili stessi. A questo proposito è interessante notare come la riduzione del valore dell'indice dei prezzi delle case è particolarmente pronunciata a partire dal terzo trimestre, momento in cui la Banca Centrale Europea ha alzato i tassi di interesse per la prima volta in risposta all'aumento del livello dei prezzi.

Figura 32: Indice dei prezzi delle case – Italia, var. % YoY

Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Ultimo dato disponibile: 2023-Q2.

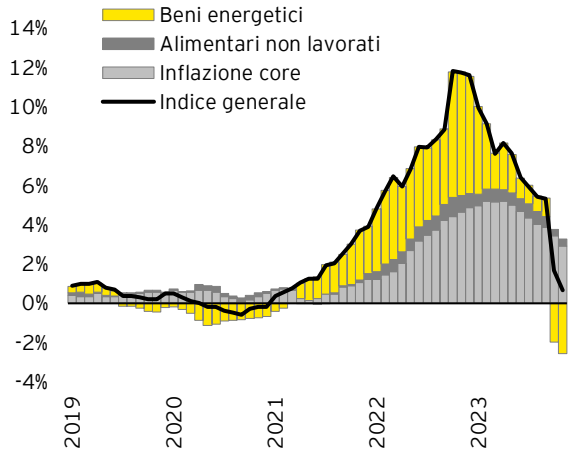
[66] Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, principali risultati per le banche italiane, 3° trimestre 2023 e prospettive per il 4° trimestre del 2023. In riferimento alla domanda/offerta di prestiti per le famiglie si fa riferimento alla domanda/offerta finalizzata all'acquisto di un'abitazione.

L'andamento dei prezzi in Italia

Nel mese di ottobre la variazione dell'indice dei prezzi al consumo ha registrato un calo significativo rispetto a quanto registrato nei mesi precedenti, passando da una variazione annuale del 5,3% a settembre 2023, all'1,7% nel mese di ottobre, allo 0,7% a novembre. Se da un lato questa dinamica è sicuramente un passo verso il rientro dell'inflazione verso il target di stabilità dei prezzi, allo stesso tempo è importante sottolineare, così come fatto precedentemente, il peso importante della componente di "effetto base" dietro questo calo.

L'effetto base è un effetto puramente statistico. L'inflazione è, infatti, calcolata come variazione annuale dell'indice dei prezzi al consumo, ovvero come il rapporto del valore dell'indice in un dato mese rispetto al valore dell'indice dello stesso mese dell'anno precedente. Se l'anno precedente l'indice è aumentato (diminuito) a causa di fattori contingenti (quali l'aumento dei prezzi dell'energia), il rientro di questi fattori comporta una riduzione (aumento) dell'indice nei mesi successivi, con conseguente riduzione (aumento) dell'inflazione.[67]

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

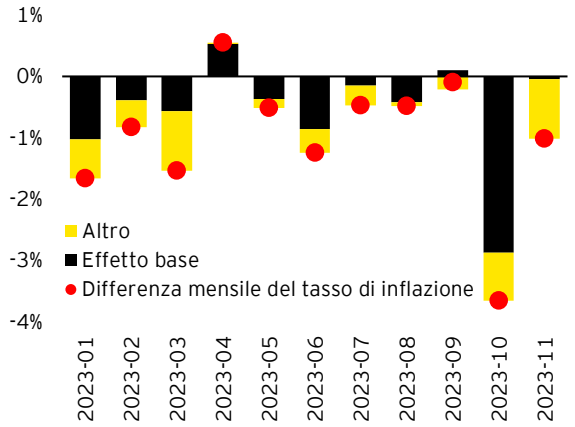


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: novembre 2023.

Un'analisi più dettagliata ci permette inoltre di quantificare il contributo dell'effetto base all'andamento del tasso di inflazione.

Scomponendo il contributo alla variazione del tasso di inflazione su base annua che deriva da una deviazione del tasso di variazione mensile nel mese base (cioè lo stesso mese di un anno prima) dal suo andamento abituale, si può affermare che, nel mese di ottobre, l'effetto base ha contribuito per circa l'80% della variazione dell'inflazione annua rispetto all'inflazione registrata ad ottobre.

Figura 34: Contributo dell'effetto base alla variazione dell'inflazione – Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE. L'effetto base al mese *t* è pari alla media storica dell'inflazione congiunturale mensile di quel mese meno l'inflazione effettiva congiunturale mensile dello stesso mese dell'anno precedente. Ultimo dato disponibile: novembre 2023

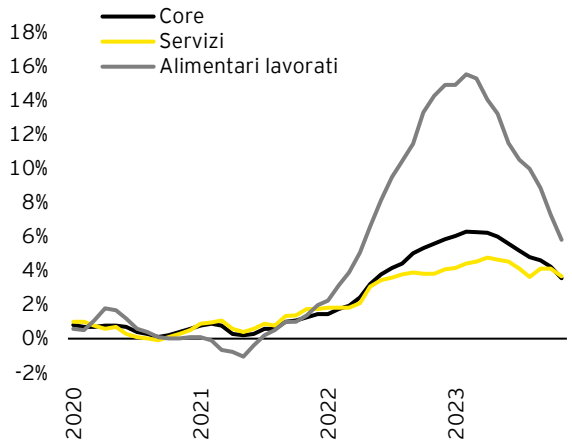
In riferimento alle componenti dell'indice dei prezzi e alle loro dinamiche, gli ultimi mesi hanno visto una riduzione pronunciata dell'inflazione dei beni alimentari (da 8,4% a settembre a 6,3% ad ottobre, a 5,8% a novembre) e, soprattutto, dei beni energetici (-19,7% ad ottobre e -24,4% a novembre, dopo l'1,7% registrato a settembre).

Più persistente la componente di fondo, che continua la sua discesa ma a ritmi diversi rispetto all'inflazione *headline*. Il dato di novembre, infatti, mostra una variazione annuale dell'indice rappresentativo della componente di fondo pari a 3,6%, circa 0,6 punti percentuali (p.p.) in meno rispetto a quanto registrato nel mese precedente. Se da un lato la traiettoria si mostra discendente, l'analisi delle due componenti principali, ovvero la componente dei servizi e dell'energia, offrono degli ulteriori dettagli di interesse.

[67] Nello specifico, l'effetto base può essere definito come il contributo alla variazione del tasso di inflazione su base annua in un particolare mese che deriva da una deviazione del tasso di variazione mensile nel mese base (cioè lo stesso mese di un anno prima) dal suo andamento abituale o normale, tenendo conto delle fluttuazioni stagionali.

Il calo dell'inflazione di fondo, infatti, è dovuto principalmente ad un rallentamento dell'aumento dei prezzi degli alimentari lavorati negli ultimi mesi, mentre la componente dei servizi continua a registrare dei valori in linea con quanto registrato da inizio 2023.

Figura 35: Inflazione core e componenti – var. %, Italia

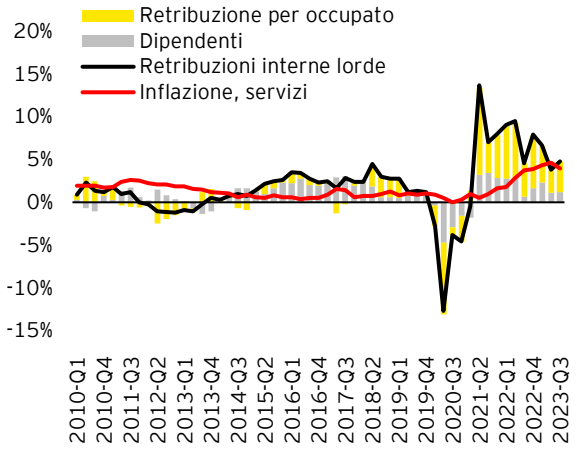


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: novembre 2023.

Il livello dei prezzi nel settore dei servizi è legato, in parte, anche all'andamento delle retribuzioni. Analizzando l'andamento delle retribuzioni interne lorde nominali, si nota come le variazioni annuali registrate nell'ultimo periodo siano significative, e siano in parte legate all'aumento delle retribuzioni per occupato e in (minor) parte all'aumento dei dipendenti.

Questo fenomeno viene rappresentato nella figura 36, e mostra due fenomeni importanti: il primo è lo stato di salute del mercato del lavoro, e nello specifico nel settore dei servizi, nonostante un andamento economico non particolarmente brillante; il secondo è il fenomeno di *second-round* di inflazione,[68, 69] dove l'aumento dell'inflazione comporta un aumento delle retribuzioni nominali che a loro volta possono spingere i prezzi al rialzo (in questo caso specifico, nel settore dei servizi).

Figura 36: Retribuzioni interne lorde e inflazione, servizi – Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT, OCSE. Le retribuzioni sono espresse in valore nominale. L'inflazione per i servizi è calcolata come variazione annuale della media dell'indice dei prezzi per i servizi nei tre mesi di ciascun trimestre. Ultimo dato disponibile: 2023-Q3.

L'effetto inflattivo dell'aumento delle retribuzioni è in ogni caso atteso ridursi, anche grazie all'andamento dei margini di profitto, che ne calmierano la pressione sul livello dei prezzi, in modo simile a quanto atteso nel resto dell'Unione Europea.[70]

[68] The inflation outlook and monetary policy in the euro area. Keynote speech by Luis de Guindos, Vice-President of the ECB, at King's College London.

[69] Arce, O., Hahn, E., Koester, G. (2023). How tit-for-tat inflation can make everyone poorer, The ECB Blog, 30 March 2023.

[70] European Economic Forecast Autumn 2023. Institutional paper 258 | November 2023.

Approfondimento: la composizione dei consumi in Italia

Messaggi principali:

1. *Le dinamiche geopolitiche ed economiche, assieme ai cambiamenti strutturali che hanno e stanno caratterizzando le principali economie del mondo (dalle conseguenze della pandemia alle tematiche di sostenibilità), si traducono in un cambiamento delle abitudini dei consumatori in Italia.*
2. *Scomponendo i consumi nei macrogruppi di riferimento, si nota come il consumo di beni sia tornato ai livelli pre-pandemia nella seconda metà del 2021, mentre il consumo di servizi ha impiegato circa quattro trimestri in più.*
3. *Il consumo di beni durevoli non sembra essere ostacolato dall'aumento dei tassi di interesse; questo è probabilmente legato allo stato di salute del mercato del lavoro, che continua a sostenere i consumi delle famiglie in generale.*
4. *Scendendo nel dettaglio delle voci di spesa delle famiglie italiane, la spesa per trasporti, alberghi e ristoranti è ancora inferiore rispetto a quanto registrato nel 2019, diversamente da quanto sperimentato da altre voci quali la spesa per articoli relativi alla salute e all'igiene personale, energia, e comunicazione.*

Gli ultimi anni sono stati caratterizzati da cambiamenti importanti nel panorama economico e geopolitico. Dalla crisi geopolitica generata dalla guerra tra Russia e Ucraina nel 2022, al riaccendersi dei conflitti tra Israele ed Hamas nella seconda metà del 2023, sono numerosi gli shock esogeni sperimentati dalle economie mondiali nell'ultimo periodo. Ma non si tratta solo di elementi geopolitici ed economici: eventi come la pandemia di COVID-19 o il maggiore interesse verso le tematiche relative alla sostenibilità[71] hanno influenzato numerosi aspetti dell'economia attuale, quali le relazioni di fornitura e commerciali tra le diverse economie,[72,73] e le abitudini dei consumatori.[74] Questo approfondimento vuole quindi analizzare come queste ultime siano variate in Italia in risposta agli eventi sopra descritti.[75]

Nell'analisi del cambiamento delle abitudini dei consumatori in Italia negli ultimi anni, alcune prime informazioni utili ci vengono fornite dalla scomposizione dei consumi secondo le loro principali categorie.

[71] Whitmarsh, L., Poortinga, W., Capstick, S. (2021). Behaviour change to address climate change. Current Opinion in Psychology, 42, 76-81.
[72] Georgieva, K. (2023). Confronting Fragmentation Where It Matters Most: Trade, Debt, and Climate Action, IMF Blog, 16 January. Si fa riferimento al periodo compreso tra il 2012 ed il 2022 e alle restrizioni nel commercio di beni, servizi e investimenti.
[73] Alfaro, L. and Chor, D. (2023), Global Supply Chains: The Looming 'Great Reallocation'. Paper presentato al Jackson Hole Economic Policy Symposium nel 2023, tenuto dalla Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto 2023.
[74] Si faccia riferimento, ad esempio, agli studi sugli effetti del COVID-19, tra i quali si può citare Sheth, J. (2020). Impact of Covid-19 on consumer behavior: Will the old habits return or die?. Journal of business research, 117, 280-283; Baker, S. R., Farrokhnia, R. A., Meyer, S., Pagel, M., & Yannelis, C. (2020). How does household spending respond to an epidemic? Consumption during the 2020 COVID-19 pandemic. The Review of Asset Pricing Studies, 10(4), 834-862; Valaskova, K., Durana, P., Adamko, P. (2021). Changes in consumers' purchase patterns as a consequence of the COVID-19 pandemic. Mathematics, 9 (15), 1788; Cavallo, A. (2023). Inflation with Covid consumption baskets. IMF Economic Review, 1-16.
[75] La tematica risulta essere di interesse anche per la ricerca economica, come mostrato da recenti studi relativi ai cambiamenti apportati dalla pandemia di COVID-19. Tra questi si possono citare: Sheth, J. (2020). Impact of Covid-19 on consumer behavior: Will the old habits return or die?. Journal of business research, 117, 280-283; Fanelli, R. M. (2021). Changes in the food-related behaviour of Italian consumers during the COVID-19 pandemic. Foods, 10(1), 169; Izzo, L., Santonastaso, A., Cotticelli, G., Federico, A., Pacifico, S., Castaldo, L., Colao, A., Ritieni, A. (2021). An Italian survey on dietary habits and changes during the COVID-19 lockdown. Nutrients, 13(4), 1197.

Figura 37: Consumo di beni e servizi – Italia, indice, 2019-Q4 = 100

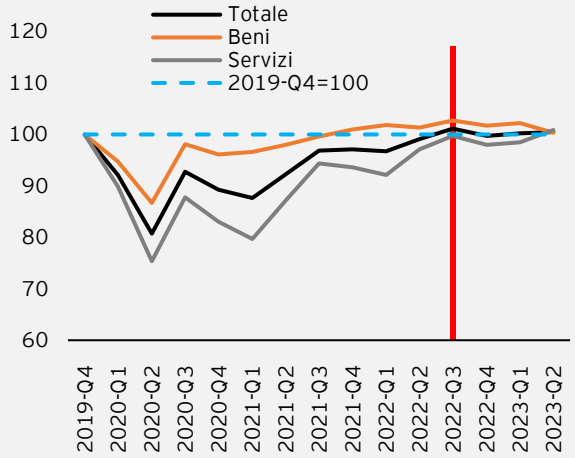
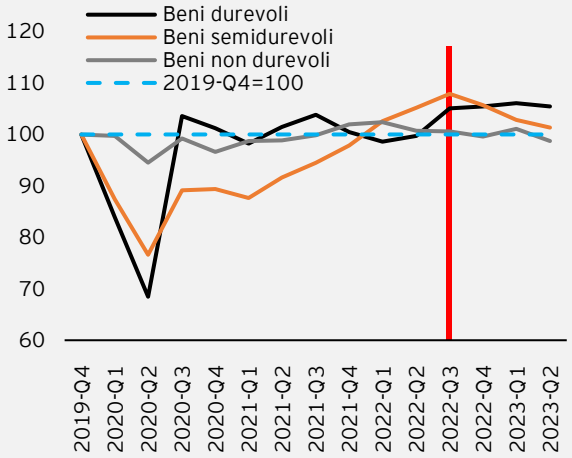


Figura 38: Consumo di beni per categoria di prodotto – Italia, indice, 2019-Q4 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. La linea rossa rappresenta il trimestre in cui si è registrato il primo aumento dei tassi da parte della Banca centrale Europea (luglio 2022).

La figura 37 mostra l'andamento dei consumi complessivi e delle sue due componenti principali (beni e servizi). In riferimento ai beni, è interessante notare come, dopo il crollo registrato a metà 2020, ci sia stata una ripresa piuttosto rapida, che ha permesso un ritorno ai livelli pre-pandemia (ultimo trimestre del 2019) verso la fine del 2021. Diverso invece il caso dei consumi dei servizi, che hanno subito un impatto maggiore a causa delle restrizioni durante la pandemia (si pensi ai servizi di trasporto, o ai settori della ristorazione e hospitality), e hanno impiegato circa un anno in più per tornare ai livelli pre-pandemia.

La figura 38 ci mostra inoltre un livello di dettaglio maggiore in relazione al consumo di beni, fornendoci lo spunto per ulteriori considerazioni.

Innanzitutto, è interessante soffermarsi sulle dinamiche: il consumo di beni durevoli,[76] dopo il crollo nel secondo trimestre del 2020, è tornato intorno ai livelli pre-crisi il trimestre immediatamente successivo. Il consumo di beni semidurevoli,[77] invece, ha richiesto un tempo maggiore per tornare ai livelli di fine 2019, per raggiungere poi un picco nel terzo trimestre del 2022, dopo il quale ha registrato una tendenza discendente. Infine, il consumo di beni non durevoli[78] non sembra aver registrato dei grandi cambiamenti, mantenendosi lungo una traiettoria coerente con i valori degli ultimi dieci anni circa. Nonostante dare una spiegazione a quest'ultimo fenomeno non sia immediato, questa dinamica potrebbe essere in parte spiegata dal fattore di necessità sottostante l'acquisto di questi beni (quali ad esempio i beni alimentari), che ne rende il consumo meno volatile.

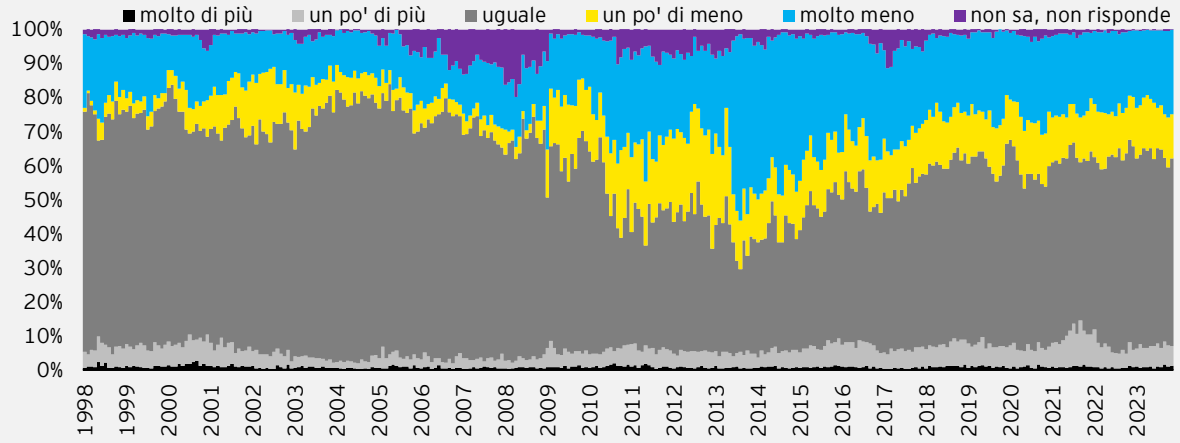
In riferimento al consumo di beni durevoli, l'andamento registrato negli ultimi trimestri può sembrare inaspettato, specialmente alla luce degli aumenti dei tassi intercorsi nell'ultimo anno e mezzo. Ad un aumento del livello dei tassi, infatti, ci si sarebbe aspettato un calo dei consumi di beni durevoli, come suggerito dalla letteratura economica.[79] Un ulteriore elemento da considerare è il livello dei prezzi, il cui effetto sul consumo di beni durevoli non è immediatamente identificabile. Se da un lato, infatti, un elevato tasso di inflazione sembrerebbe scoraggiare la spesa in beni durevoli, a causa delle attese di riduzione del

[76] Includono, tra gli altri, la fabbricazione di apparecchi per uso domestico, la fabbricazione di mobili, motocicli, la fabbricazione di apparecchi per la riproduzione del suono e dell'immagine.
[77] Comprendono, tra gli altri, i capi di abbigliamento, le calzature, i libri.
[78] Includono, tra gli altri, la produzione, la lavorazione e la conservazione di prodotti alimentari e bevande, alcune industrie tessili, la fabbricazione di prodotti farmaceutici.
[79] Si possono a questo proposito citare alcuni esempi, quali Mankiw, N. G. (1983). Consumer durables and the real interest rate (No. w1148). National Bureau of Economic Research; Barsky, R. B., House, C. L., Kimball, M. S. (2007). Sticky-price models and durable goods. American Economic Review, 97(3), 984-998; Barsky, R., House, C. L., Boehm, C., Kimball, M. S. (2016). Monetary policy and durable goods.

reddito reale,[80] dall'altro ad elevati tassi di inflazione si associano generalmente dei minori tassi di interesse reali, i quali rendono meno onerosi il costo dei prestiti per l'acquisto dei beni stessi.[81]

In ogni caso, la scarsa reattività del consumo di beni durevoli all'aumento dei tassi di interesse da parte dalla Banca Centrale Europea si mostra anche nelle intenzioni future di acquisto di beni durevoli da parte delle famiglie italiane.[82]

Figura 39: Intenzioni future di acquisto di beni durevoli – Italia, % rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Le intenzioni fanno riferimento ai dodici mesi successivi all'indagine sulla fiducia dei consumatori. Ultimo dato disponibile: novembre 2023.

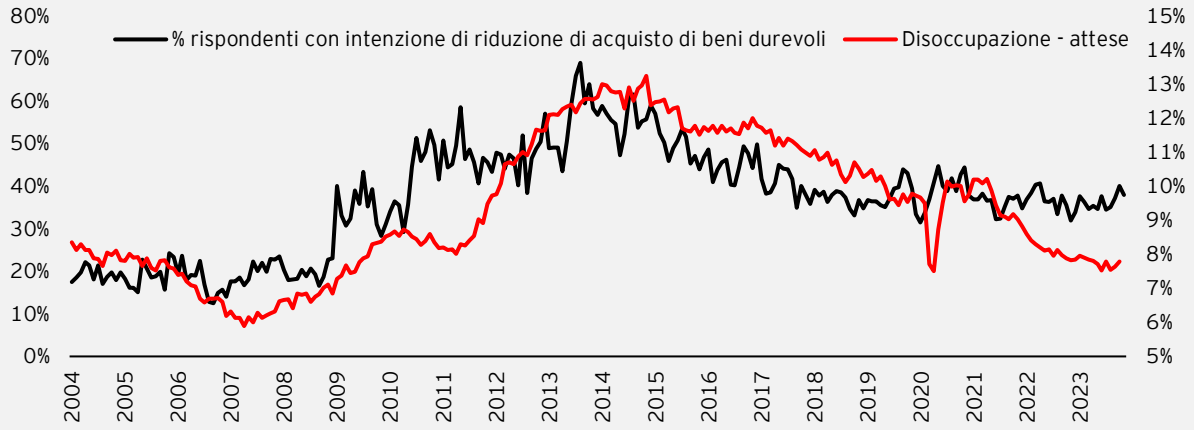
La figura 39, a questo riguardo, mostra le intenzioni future di acquisto di beni durevoli delle famiglie italiane secondo l'Indagine ISTAT sulla fiducia dei consumatori. Nel periodo della crisi dei debiti sovrani (2011), si nota una riduzione significativa della percentuale di famiglie italiane che dichiaravano di mantenere, nell'anno successivo, circa le stesse intenzioni di acquisto di beni durevoli. A questo si sostituivano una percentuale crescente di rispondenti che affermavano l'intenzione di ridurre leggermente o in maniera significativa i propri acquisti di beni durevoli. A questo proposito è importante sottolineare il contesto di riferimento: era in atto, infatti, una politica monetaria restrittiva negli anni precedenti lo scoppio della grande crisi finanziaria, successivamente resa espansiva per far fronte alla crisi, la cui direzione però è cambiata nuovamente nel 2011. Le famiglie italiane si trovavano quindi in un contesto di tassi di interesse elevati (il costo dell'indebitamento per le famiglie era intorno al 4%)[83], il cui livello non era molto distante da quanto sperimentato recentemente.

Nonostante l'aumento del livello dei tassi di interesse, una dinamica simile non sembra però presente nelle intenzioni di acquisto delle famiglie negli ultimi trimestri. La percentuale di famiglie che dichiarano di mantenere sostanzialmente invariati i loro acquisti di beni durevoli rimane infatti compresa tra il 50 ed il 60%, in linea quindi con quanto registrato dal 2018.

Una delle possibili spiegazioni alla base di questa differenza nelle abitudini dei consumatori può essere rinvenuta nell'andamento del mercato del lavoro.

[80] Coibion, O., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., & Van Rooij, M. (2023). How does consumption respond to news about inflation? Field evidence from a randomized control trial. American Economic Journal: Macroeconomics, 15(3), 109-152.
[81] Burke, M. A., Ozdagli, A. (2023). Household inflation expectations and consumer spending: evidence from panel data. Review of Economics and Statistics, 105(4), 948-961.
[82] Le intenzioni future fanno riferimento alle aspettative di acquisto nei 12 mesi successivi all'indagine ISTAT sulla fiducia dei consumatori.
[83] Si fa riferimento al costo dei prestiti per le famiglie fa riferimento al costo medio dei finanziamenti per l'acquisto di una casa, calcolato come media mobile a 24 mesi sull'aggregazione dei tassi a breve e lungo termine sui nuovi volumi.

Figura 40: Intenzioni di acquisto di beni durevoli e attese sulla disoccupazione – Italia, % rispondenti



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. La percentuale di rispondenti con intenzione di riduzione di acquisto di beni durevoli considera i rispondenti che hanno segnala un'intenzione di lieve riduzione ("un po' meno") o significativa riduzione ("molto meno") di acquisto di beni durevoli. In riferimento alle attese sulla disoccupazione, il dato rappresenta la % di rispondenti che hanno risposto che la disoccupazione "aumenterà molto". Ultimo dato disponibile: novembre 2023.

Focalizzandosi sulla percentuale di famiglie che hanno affermato di ridurre in modo lieve o significativo l'acquisto di beni durevoli, si nota un'importante correlazione con l'andamento della disoccupazione. Questa relazione è rafforzata da quanto emerge dall'analisi congiunta dell'andamento del tasso di disoccupazione e del consumo dei beni durevoli, caratterizzati da una relazione inversa. La letteratura accademica conferma la relazione tra disoccupazione e consumo di beni durevoli. Numerosi studi, ad esempio, si soffermano sull'importanza delle attese di disoccupazione sull'acquisto di beni durevoli,[84] sugli effetti di uno shock sul reddito sull'acquisto di beni durevoli,[85] o sulla riduzione dell'acquisto di beni durevoli successiva al termine di uno schema di disoccupazione.[86]

Analizzando la composizione di spesa dei beni delle famiglie ancora più in dettaglio, è possibile ottenere delle informazioni ulteriori su come sono cambiate in questi anni le abitudini di spesa delle famiglie italiane. È interessante notare, a questo proposito, come alcune voci di spesa siano state influenzate fortemente dagli avvenimenti degli ultimi anni.

Questo è evidente dalla figura 41, che mostra come, rispetto al 2019 (periodo pre-pandemia), la spesa per trasporti ed alberghi e ristoranti non abbia ancora raggiunto i livelli registrati tre anni prima, diversamente da altre voci di spesa (quali comunicazione, salute ed energia). Queste dinamiche risultano coerenti con quanto atteso: la spesa per trasporti e ristoranti, ad esempio, ha risentito in modo significativo delle misure restrittive poste in essere al fine di contenere la pandemia, pandemia che in ogni caso ha scoraggiato lo spostamento delle famiglie italiane anche dopo l'alleggerimento delle misure di contenimento. Al contrario, le spese relative alla sanità sono aumentate, anche a dimostrazione di un'attenzione maggiore verso forme di prevenzione e cura dopo aver sperimentato una crisi sanitaria.

[84] Si faccia riferimento, ad esempio, a Carroll, C. D., Dunn, W. E. (1997). Unemployment expectations, jumping (S, s) triggers, and household balance sheets. NBER macroeconomics annual, 12, 165-217; Dunn, W. E. (1998). Unemployment risk, precautionary saving, and durable goods purchase decisions. Precautionary Saving, and Durable Goods Purchase Decisions (November 9, 1998); Harmenberg, K., Öberg, E. (2021). Consumption dynamics under time-varying unemployment risk. Journal of Monetary Economics, 118, 350-365.
[85] Baker, S. R. (2018). Debt and the response to household income shocks: Validation and application of linked financial account data. Journal of Political Economy, 126(4), 1504-1557.
[86] Ganong, P., Noel, P. (2019). Consumer spending during unemployment: Positive and normative implications. American economic review, 109(7), 2383-2424.

Figura 41: Spesa per consumi finali delle famiglie per voce di spesa – Italia, var. %, 2019-2022

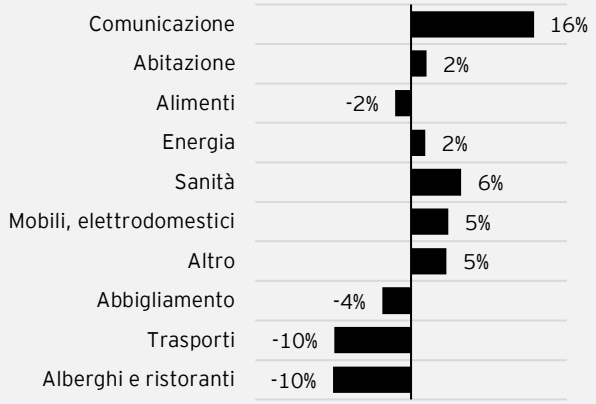
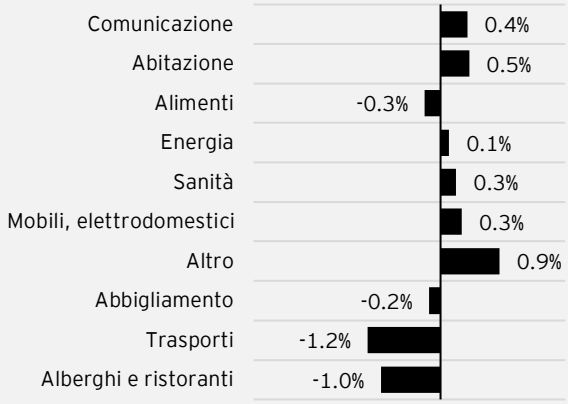


Figura 42: Composizione dei consumi – Italia, differenza % sul totale del paniere, 2019-2022



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

In conclusione, è possibile affermare che, analizzando l'andamento dei consumi negli ultimi anni, e scomponendoli nei macrogruppi di riferimento, si nota come il consumo di beni sia tornato ai livelli pre-pandemia nella seconda metà del 2021, diversamente invece dal consumo di servizi che ha impiegato circa un anno in più. Nello specifico dei beni, il consumo di beni durevoli mostra un livello sostanzialmente costante, nonostante l'aumento dei tassi di interesse intercorso negli ultimi trimestri. Questo potrebbe essere in parte legato allo stato di salute del mercato del lavoro, che continua a sostenere i consumi delle famiglie in generale. Le famiglie italiane hanno, inoltre, visto cambiare il proprio paniere dei consumi a seguito degli eventi e dinamiche sperimentate in questi ultimi anni: rispetto al 2019, infatti, nel paniere di spesa delle famiglie italiane si rileva una minore percentuale di risorse allocate per l'acquisto di servizi di trasporto e alberghi e ristoranti, mentre sono cresciute, ad esempio, le voci relative all'abitazione, comunicazione, mobili ed elettrodomestici, sanità, energia.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Dopo un secondo trimestre caratterizzato da una crescita congiunturale negativa, ed un terzo trimestre segnato da una crescita debolmente positiva, nello scenario EY il quarto trimestre è atteso registrare una crescita nulla, principalmente a causa di una leggera contrazione dei consumi e di una contrazione più significativa degli investimenti.

L'andamento dei consumi, indeboliti dalla riduzione del potere d'acquisto delle famiglie legato all'inflazione, ed il basso livello degli investimenti legato all'aumento del costo del denaro e al contesto di forte incertezza, sono due degli elementi principali che hanno caratterizzato l'anno in corso e che caratterizzeranno l'anno successivo. Importante, inoltre, anche la ripresa del commercio mondiale nel 2024, che si attende tradursi in una crescita delle esportazioni più accentuata rispetto a quella delle importazioni, con un contributo positivo alla crescita.

Scendendo più nel dettaglio, nel terzo trimestre del 2023 il PIL in Italia ha registrato una crescita dello 0,1% rispetto al trimestre precedente (crescita congiunturale), variazione simile a quanto registrato rispetto al terzo trimestre dell'anno precedente (crescita tendenziale).[87] Il dato rappresenta una revisione leggermente al rialzo rispetto alla stima preliminare di fine ottobre 2023, quando si attestava una crescita congiunturale e tendenziale nulla.[88] Questa dinamica è la risultante di un andamento positivo dei consumi rispetto al trimestre precedente (che hanno contribuito per 0,4 punti percentuali alla crescita), di una crescita nulla degli investimenti, e di una forte riduzione delle scorte (che ha contribuito per -1,3 punti percentuali alla crescita).

Figura 43: Contributi alla crescita del PIL – Italia

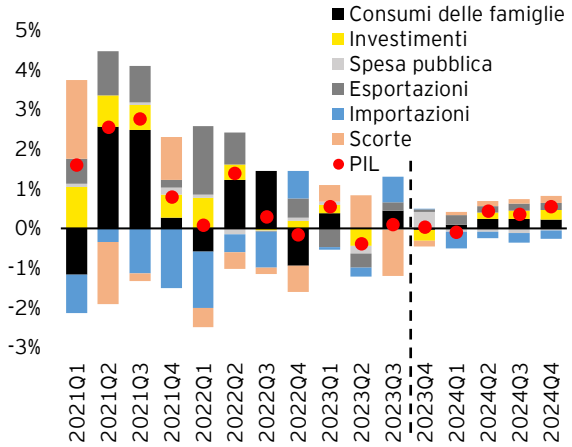
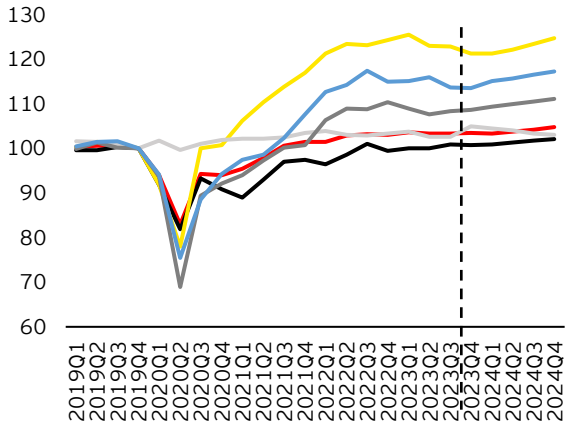


Figura 44: Componenti del PIL - indice 2019Q4 = 100



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

In riferimento ai consumi, la crescita registrata nel terzo trimestre 2023 sembrerebbe ancora da riferirsi agli effetti positivi di un mercato del lavoro in salute e dall'utilizzo delle risorse rimanenti dal risparmio "forzoso" generato durante il periodo della pandemia, controbilanciato però da ad una riduzione del potere d'acquisto delle famiglie, dovuta ad un calo dei redditi reali legato ad un'elevata inflazione. Per quanto riguarda l'andamento degli investimenti, invece, a pesare è il costo del denaro, significativamente più elevato rispetto agli anni precedenti, a seguito della stretta monetaria applicata dalla Banca Centrale

[87] Conti economici trimestrali, III trimestre 2023, ISTAT. Per maggiori informazioni, https://www.istat.it/it/files//2023/12/CET_23q3.pdf.
[88] Stima preliminare del PIL, III trimestre 2023, ISTAT. Per maggiori informazioni, https://www.istat.it/it/files//2023/10/FLASH_23q3.pdf.

Europea, e la situazione di estrema incertezza in riferimento alle dinamiche economiche globali e geopolitiche.

Sulla base delle informazioni riportate nelle sezioni precedenti e degli ultimi dati disponibili, è possibile delineare le prospettive di EY per l'economia italiana. Dopo la debole crescita registrata nel terzo trimestre 2023, ci si attende che l'anno chiuda con una crescita complessiva dello 0,7%, con il quarto trimestre caratterizzato da una crescita sostanzialmente piatta. Ci si attende poi un 2024 in linea con la crescita del 2023 (0,6%), con un'economia in accelerazione nella seconda parte dell'anno.

I consumi privati, che rappresentano la componente più significativa del PIL, traineranno la crescita nel 2023 grazie ad un incremento dell'1,6% rispetto al 2022, perdendo parte dello slancio nell'anno successivo (1,1% nel 2024), ma continuando a fungere da traino. I consumi privati, infatti, beneficiano dello stato di salute del mercato del lavoro e della presenza di un eccesso di risparmio principalmente accumulato durante il periodo pandemico. Nel 2024 i consumi continueranno ancora a mostrare una certa dinamicità, seppur attenuata, grazie ad una propensione al consumo più alta rispetto alle regolarità storiche. La crescita del PIL sarà inoltre sostenuta da un contributo positivo delle esportazioni nette, dovute principalmente ad un commercio mondiale in ripartenza.

Gli investimenti sono attesi in frenata nell'ultimo trimestre del 2023 (-1,3%), portando ad una crescita degli stessi per il 2023 dello 0,1%, seguito poi da una contrazione nel 2024 (-0,2%). Un'analisi più approfondita dell'andamento degli investimenti per categoria permette un'interpretazione più precisa delle dinamiche sottostanti. È importante, innanzitutto, considerare che la maggior parte degli investimenti nell'economia italiana provengono dal settore privato. In riferimento a questi ultimi, è significativo distinguere alcune delle principali categorie di investimento, quali gli investimenti in macchinari, in abitazioni, e in beni intangibili.

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2020	2021	2022	2023	2024
PIL, var. %	-9,0%	8,3%	3,9%	0,7%	0,6%
Consumi delle famiglie, var. %	-10,4%	5,3%	5,0%	1,6%	1,1%
Investimenti totali, var. %	-8,0%	20,7%	10,1%	0,1%	-0,2%
Esportazioni, var. %	-14,3%	14,0%	10,7%	-0,2%	1,7%
Importazioni, var. %	-12,7%	15,2%	13,1%	-0,2%	1,4%
Tasso di disoccupazione	9,4%	9,5%	8,1%	7,7%	7,2%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	-0,1%	1,9%	8,2%	5,6%	2,3%
Deficit, % del PIL	-9,5%	-8,8%	-7,9%	-4,5%	-3,8%
Debito pubblico, % del PIL	155,0%	147,2%	141,6%	141,3%	140,5%

Fonte: previsioni dal Modello Macroeconometrico di EY Italia, "HEY-MoM", L'area in grigio rappresenta l'orizzonte di previsione, Le variazioni del Il PIL e delle sue componenti sono calcolati sui valori espressi in termini reali.

In riferimento ai primi, l'attuale contesto di incertezza fa sì che la maggioranza degli imprenditori preferiscano adottare un approccio *wait & see*, ovvero di attesa e analisi degli sviluppi nel breve termine delle dinamiche di maggiore preoccupazione (quali la guerra in Palestina o l'evolversi della guerra in Ucraina). In riferimento agli investimenti in fabbricati e abitazioni, lo slancio proveniente dalla politica fiscale si va progressivamente riducendo, con il loro conseguente rallentamento. Un diverso *trend* invece si registra per i beni intangibili, che rappresentano sempre più un elemento chiave e distintivo delle imprese per mantenere la loro competitività sul mercato. Questi investimenti, infatti, continuano a crescere, anche se l'ammontare complessivo rimane ancora ridotto rispetto al totale degli investimenti e

quindi il loro "effetto traino" è nel complesso ancora poco rilevante, benché il loro apporto sia fondamentale per il sistema economico (ad esempio in riferimento alla produttività).[89]

È importante, inoltre, sottolineare il ruolo del PNRR per la crescita non solo nel medio-lungo periodo, grazie ad un innalzamento della crescita potenziale in parte dovuto al complesso programma di riforme parte del Piano, ma il PNRR rappresenta in questi anni anche un elemento importante di crescita nel breve periodo, in un contesto di investimenti privati frenati dagli elevati tassi di interesse. A titolo di esempio, si ricorda che il Documento di Economia e Finanza (DEF) del 2023 prevede in particolare, un impatto positivo del PNRR sul PIL pari all'1 per cento nel 2023, all'1,8 per cento nel 2024, al 2,7 per cento nel 2025 e al 3,4 per cento nel 2026 (valori cumulati). I settori che dovrebbero contribuire maggiormente alla crescita del PIL saranno le costruzioni (2,4 per cento), l'industria manifatturiera (1,4 per cento), le attività immobiliari (1 per cento) e le attività professionali, scientifiche e tecniche (1 per cento).[90]

Il mercato del lavoro è atteso rimanere stabile sui livelli attuali e in salute nel 2023 con un tasso di disoccupazione al 7,7%, seguito da un 2024 in miglioramento (7,2%). In miglioramento anche le stime riguardanti l'inflazione, che si prevede ridursi nel 2023 (5,6%) per poi calare significativamente nel 2024 (2,3%), ma mostrando una certa persistenza nelle componenti dei beni alimentari e dei servizi.

Il deficit pubblico è atteso al 4,5% nel 2023 e 3,8% nel 2024, mentre il debito pubblico risentirà della scarsa crescita del PIL tra il 2023 ed il 2024 ma si attesterà comunque su un sentiero di riduzione, attestandosi al 140,4% del PIL nel 2024.

Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento, sia al ribasso che al rialzo.

[89] Greco, R., (2023). A structural analysis of productivity in Italy: a cross-industry, cross-country perspective. Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper, Number 825, December 2023.
[90] Documento di economia e finanza (DEF) 2023. Per maggiori informazioni, https://temi.camera.it/leg19/provvedimento/il-documento-di-economia-e-finanza-def-2023.html.

Assunzioni a sostegno delle previsioni

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

- **Commercio internazionale**: si ipotizza un rallentamento nel 2023 seguito da una marcata accelerazione nel 2024;
- **Gas naturale**: si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 14,5 $/mmbtu entro la fine del 2023, e intorno ai 15 $/mmbtu entro la fine del 2024;
- **Petrolio**: si ipotizza un prezzo del petrolio intorno agli 86$ al barile alla fine del 2023,[91] e che scenda progressivamente nel 2024 fino agli 80$ al barile;
- **Tasso di cambio**: si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,07;
- **Spesa pubblica**: si considerano le proiezioni contenute nell'ultima Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze;[92]
- **Politica monetaria e tassi di interesse**: si ipotizza una pausa nel rialzo dei tre tassi di interesse di riferimento per gli ultimi mesi del 2023. Successivamente si ipotizza un'inversione di rotta, che porterà entro fine 2024 una riduzione di circa 0,75 punti percentuale dei tassi di riferimento. Ci si attende inoltre che il tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) segua un andamento simile, ma mostrando un differenziale in progressiva riduzione con il tasso a breve termine.

Le assunzioni sono formulate sulla base dei dati disponibili al 15 dicembre 2023. I dati dell'analisi sono aggiornati al 15 dicembre 2023.

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

Rischi al rialzo

- Riduzione delle tensioni geopolitiche: le tensioni relative ai conflitti attualmente in corso, e nello specifico quello russo-ucraino ed israelo-palestinese, potrebbero ridursi nel breve/medio termine, riducendo di conseguenza l'instabilità nel quadro macroeconomico;
- Mercato del lavoro: bassa pressione della componente salariale sul livello dei prezzi, riducendo il rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- Politica monetaria: blocco della stretta monetaria da parte della Banca Centrale Europea e minore pressione sulla domanda interna;
- Riadattamento veloce delle catene di fornitura: un più veloce riadattamento delle catene del valore a livello europeo e globale comporterebbe una minore pressione lungo le stesse, portando con sé una maggiore sicurezza di approvvigionamento e del commercio mondiale;
- Accelerazione della domanda interna: la crescita della domanda interna, soprattutto dei consumi, potrebbe risultare più significativa del previsto, grazie anche ad un mercato del lavoro in salute. La combinazione di un mercato del lavoro resiliente e di una crescita sostenuta dei salari potrebbe compensare in larga misura l'erosione del potere d'acquisto dopo il progressivo ritiro delle misure di sostegno fiscale.

[91] Si fa riferimento al prezzo del Brent.
[92] Documento di economia e finanza, Nota di aggiornamento, 2023.

Rischi al ribasso

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

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

Appendice tecnica

HEY-MOM: Hybrid EY MOdel for the Macroeconomy[94]

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

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

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

Le fondamenta economiche

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

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

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

[94] Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.
[95] "ARIMA" sta per "Autoregressive integrated moving average", "VAR" per "Vector autoregression", "RBC-DSGE" per "Real Business Cycle - Dynamic. Stochastic General Equilibrium".

Le tecniche di valutazione dei dati

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

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

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

Riferimenti bibliografici

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

EY | Building a better working world

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

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

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

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

© 2023 EY Advisory S.p.A.
All Rights Reserved.

ED None

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

ey.com/IT

Contatti

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

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

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