

EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°4 | Settembre 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	7
03. Il quadro europeo	11
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	11
03.2 Politica monetaria, prezzi e credito bancario	13
04. L'economia italiana	17
04.1 L'andamento dell'economia reale e il credito	17
04.2 L'andamento dei prezzi in Italia	19
04.3 Approfondimento: la distribuzione del reddito globale e in Italia	23
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	30
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	33
07. Appendice Tecnica	35

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 al 6,9% nel 2023 ed al 5,8% nel 2024.
- ▶ La politica monetaria globale continua a rimanere generalmente restrittiva, con alcune eccezioni. La Federal Reserve, nell'ultimo meeting di settembre 2023 ha mantenuto i tassi di interesse di riferimento di politica monetaria stabili. Decisione simile per la Bank of England (BoE), diversamente da quanto fatto dalla Banca Centrale Europea, la quale ha aumentato i tassi di riferimento di ulteriori 25 punti base.
- ▶ L'indice PMI manifatturiero rimane sotto la soglia di espansione nei principali paesi dell'Eurozona. In calo anche l'indice PMI dei servizi, con la sola eccezione della Germania. Un rallentamento del settore dei servizi renderà più difficile compensare le perdite provenienti dal settore manifatturiero.
- ▶ Gli elevati tassi di interesse si traducono in un elevato costo del debito per famiglie e imprese, scoraggiando consumi ed investimenti nell'Eurozona. Questo fenomeno è presente in modo significativo anche in Italia, e risulta condiviso tra le diverse regioni e settori economici.
- ▶ Il risparmio "forzoso" accumulato durante il periodo della pandemia ed un mercato del lavoro in salute hanno sostenuto la domanda interna in questi ultimi trimestri, ed è atteso sostenerla in parte nei prossimi. In riferimento alla domanda estera, la ripresa del commercio mondiale nei prossimi trimestri si tradurrà in un contributo positivo delle esportazioni nette sul PIL.
- ▶ Una parte consistente del gettito fiscale riferito alle persone fisiche è attribuibile alla fascia di reddito media (29.000-55.000 euro) che negli ultimi anni 20 anni, unitamente alle fasce inferiori, ha perso potere d'acquisto. Fenomeno questo aggravatosi a seguito dell'aumento dei prezzi sperimentato negli ultimi anni.
- ▶ Tenendo conto di questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL dello 0,7% nel 2023 e dello 0,8% nel 2024, mentre il tasso di inflazione passerà dal 5,9% nel 2023 al 2,7% nel 2024. Le previsioni sono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili, nonché gli ultimi eventi geopolitici.
- ▶ Due simulazioni effettuate con il modello di EY su possibili scenari di un impiego parziale dei fondi del PNRR sottolineano l'importanza del PNRR per la crescita anche nel breve-medio periodo.

Figura 1

PIL reale - variazione %, Italia

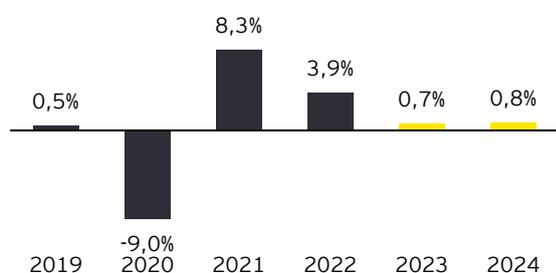
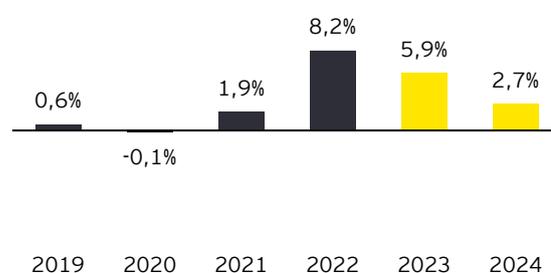


Figura 2

Prezzi al consumo - variazione %, Italia



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

Lo scenario globale

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.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). Le proiezioni sono inoltre caratterizzate da un leggero pessimismo a livello mondiale per il 2024 (crescita rivista di -0,1 punti percentuali), nonostante una revisione al rialzo della crescita statunitense (aumento di 0,3 e 0,5 punti percentuali nel 2023 e 2024 rispettivamente), ma con una revisione al ribasso delle stime sull'economia dell'Eurozona, attesa crescere a ritmi blandi sia nel 2023 (0,7%) che nel 2024 (1,2%).²

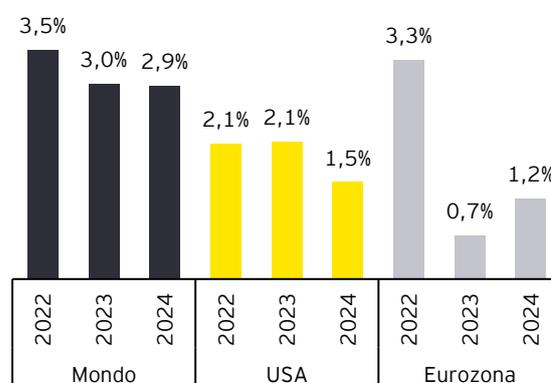
A conclusioni simili giunge anche l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nelle sue previsioni di settembre, nonostante queste ultime siano in parte meno ottimistiche (nello specifico, la crescita mondiale è attesa al 3,0% per il 2023 e al 2,7% per il 2024, mentre la crescita negli USA è attesa all'1,2% al 2023 e all'1,3% nel 2024; meno ottimista anche la crescita per l'Eurozona, con una crescita attesa dello 0,6% nel 2023 e 1,1% nel 2024).³

In riferimento all'andamento del tasso di inflazione a livello globale, questo rimane strettamente legato alle dinamiche degli ultimi mesi dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari, allo stato delle catene di fornitura globali e alle scelte di politica monetaria da parte delle principali banche centrali. Nel complesso, si prevede un calo della variazione dell'indice dei prezzi al consumo nel mondo di 1,8 punti percentuali nel 2023 rispetto al 2022 (da 8,7% a 6,9%), e un'attesa di riduzione di circa un ulteriore punto percentuale nel 2024 (attestandosi al 5,8%).

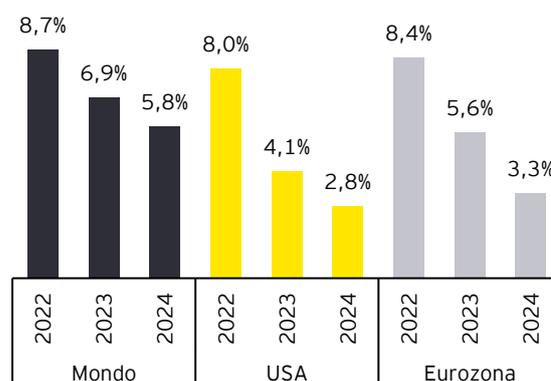
Dinamica positiva più accentuata per gli Stati Uniti e l'Eurozona, con un'inflazione attesa per il 2024 pari al 2,8% e 3,3% rispettivamente.

Figura 3

PIL reale - variazione YoY



Prezzi al consumo - variazione YoY



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

Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, quindi, dopo i livelli raggiunti nel 2022 ci si attende un graduale rientro dell'inflazione. I valori rimangono però ancora lontani dai valori obiettivo delle banche centrali (circa il 2% annuo),

¹ IMF World Economic Outlook, October 2023.

² IMF World Economic Outlook Update, July 2023.

³ OECD Economic Outlook, Interim Report September 2023: Confronting inflation and low growth.

incentivando il proseguimento delle politiche monetarie restrittive.

In riferimento a una delle cause principali delle pressioni inflazionistiche degli ultimi anni, cioè l'andamento dei prezzi dell'energia, il prezzo del gas naturale sul mercato europeo ha registrato recentemente un nuovo aumento delle quotazioni (11,55 \$/mmbtu⁴ a settembre 2023, contro 9,55 \$/mmbtu a giugno, un rialzo di circa 2 \$/mmbtu in due mesi). In leggero aumento anche il prezzo del gas sul mercato americano⁵ (2,64 \$/mmbtu a settembre 2023, contro 2,58 \$/mmbtu del mese precedente). L'aumento delle quotazioni europee sembrerebbe però solo momentaneo, legato 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).⁶

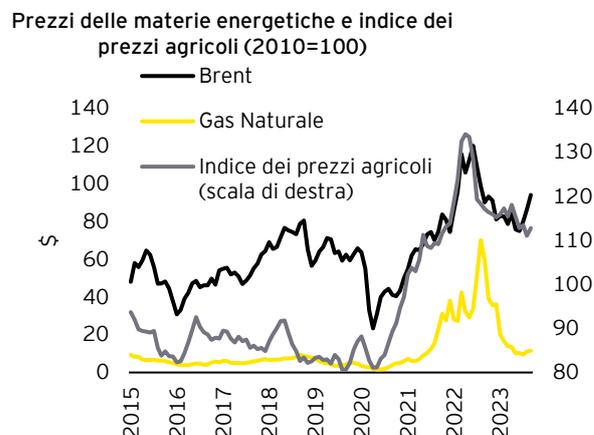
Un rialzo si registra anche per il prezzo del petrolio, che ha segnato a settembre 2023 un ulteriore aumento dopo quello registrato nel mese precedente: si faccia ad esempio riferimento al Brent, il quale è passato da 80,1 \$/bbl⁷ a luglio a 86,2 \$/bbl ad agosto 2023, a 94,1 \$/bbl a settembre.

L'aumento delle quotazioni del petrolio registrato negli ultimi mesi è in parte attribuibile alle decisioni degli ultimi mesi dell'OPEC+.⁸ Dopo la scelta del 3 aprile 2023 di ridurre la sua produzione di circa un milione di barili al giorno,⁹ i principali paesi esportatori di petrolio hanno ribadito ad agosto¹⁰ la volontà di intervenire sulla produzione del greggio mantenendola intorno ai 40,5 milioni di barili al giorno per tutto il 2024.¹¹

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. Si

segnalano, in questo senso, le potenziali turbolenze sul mercato che potrebbero essere indotte dal perpetrarsi della situazione in Israele, al momento molto complessa.

Figura 4



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: settembre 2023.

Continua, invece, la tendenza al ribasso dei prezzi dei beni agricoli, nonostante il loro livello rimanga ben sopra i livelli registrati dal 2015, creando potenziali instabilità sia dal punto di vista dell'inflazione globale sia dal punto di vista della sicurezza alimentare.^{12, 13}

Sebbene l'incertezza sia aumentata a causa delle tensioni geopolitiche, occorre tenere in considerazione anche altri fattori nell'analizzare le dinamiche dei prezzi dei beni alimentari nel medio-lungo periodo. Tra questi, le variazioni climatiche, le malattie delle piante e l'aumento della volatilità dei prezzi dei principali fattori di produzione agricoli sono i principali fattori che possono avere un impatto negativo sulla crescita

⁴ Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

⁵ 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.

⁶ Quarterly report on European gas markets, European Commission.

⁷ Dollari per barile.

⁸ 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, Libia, 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.

⁹ 48th Meeting of the Joint Ministerial Monitoring Committee, https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7120.htm.

¹⁰ 49th Meeting of the Joint Ministerial Monitoring Committee, https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7199.htm.

¹¹ 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.

¹² Vos, R., Glauber, J., Hernandez, M., Laborde D. (2022). COVID-19 and Rising Global Food Prices: What's Really Happening? IFPRI. Washington, DC.

¹³ WFP & FAO. 2022. Hunger Hotspots: FAO-WFP early warnings on acute food insecurity. October 2022 to January 2023 Outlook.

della produzione globale di colture, bestiame e pesce (stimata ad un tasso medio annuo dell'1,1% nel periodo compreso tra il 2023 ed il 2032, ovvero la metà del ritmo registrato nel decennio conclusosi nel 2015). In questo contesto, si prevede che il consumo alimentare globale (espresso in calorie) aumenterà dell'1,3% all'anno nel prossimo decennio, un tasso di crescita minore rispetto al decennio in corso, alimentando così preoccupazioni circa la sicurezza alimentare globale.¹⁴

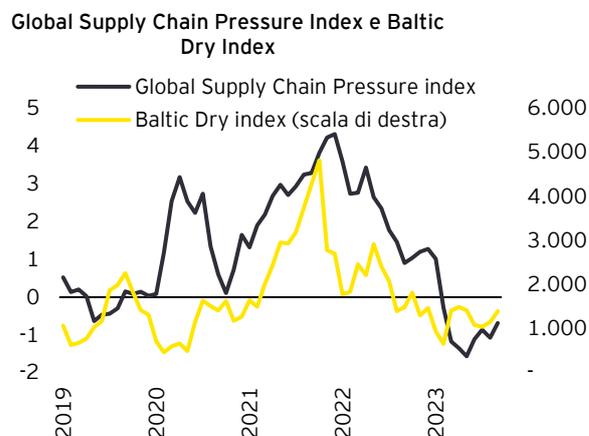
Un ulteriore elemento da considerare nell'analisi dell'andamento dei prezzi a livello mondiale riguarda le frizioni ed eventuali rallentamenti lungo le catene di fornitura globali. Analizzando alcuni dei principali indicatori, come il *Global Supply Chain Pressure Index* e il *Baltic Dry Index*, il calo delle pressioni lungo le catene di fornitura sembrerebbe aver riportato un buon grado di normalizzazione nel contesto globale. Questo dovrebbe quindi contribuire ad una minore pressione sui prezzi e ad un miglioramento dei tassi di inflazione a livello internazionale.

Rimane comunque importante sottolineare come, nonostante le migliori condizioni lungo le catene di fornitura, 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,¹⁵ e le evidenze a supporto di un cambiamento nel trend del commercio internazionale sono sempre più marcate¹⁶ (si pensi ad esempio alla minore volontà politica all'apertura commerciale in atto dalla grande crisi finanziaria, trend a cui ci si riferisce con il termine "slowbalization").¹⁷

Assieme alle recenti dinamiche che hanno caratterizzato il costo dell'energia e all'alleggerimento delle pressioni lungo le catene di fornitura, la politica monetaria implementata dalla maggior parte delle banche centrali continua a svolgere un ruolo importante nel

raggiungimento della stabilità dei prezzi (identificato con un tasso di variazione dei prezzi intorno al 2%).

Figura 5



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: settembre 2023.

La politica monetaria nelle principali economie continua a rimanere restrittiva, anche se è importante sottolineare come, in alcuni casi, recentemente non siano state applicate ulteriori restrizioni. In particolare, dopo l'ulteriore aumento dei tassi di 0,25 punti percentuali del 26 luglio, il 20 settembre la Federal Reserve (la banca centrale statunitense) ha deciso di mantenere stabili i tassi di interesse di riferimento, rimanendo così all'interno del range compreso tra il 5,25 e 5,5%.¹⁸

ovvero l'Interest Rate on Reserve Balances (IORB) e l'Overnight Reverse Repurchase Agreement rate (ON RRP): il primo (IORB) rappresenta il tasso che la Federal Reserve paga sulle riserve che le banche detengono *overnight* presso la banca centrale stessa, e rappresenta il tasso di interesse minimo per i prestiti *overnight* delle banche; il secondo (ON RRP) fa riferimento al tasso applicato per le operazioni *overnight* di Reverse Repurchase Agreement, ovvero di vendita da parte della Federal Reserve di un titolo a una controparte idonea con l'accordo di riacquistare lo stesso titolo a un prezzo specifico in un momento futuro (per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/overnight-reverse-repurchase-agreements.htm>). La modifica del Federal Fund Rate si concretizza tramite l'aggiustamento di questi due tassi amministrati, il cui *pass-through* varia a seconda del tasso preso in considerazione e di

¹⁴ OECD-FAO Agricultural Outlook 2023-2032.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.

¹⁷ Aiyar, S., Ilyina, A. (2023). Charting Globalization's Turn to Slowbalization After Global Financial Crisis, IMF Blog.

¹⁸ Si fa riferimento al Federal Fund Rate. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230920a.htm>. A questo proposito è interessante sottolineare come il Federal Fund Rate venga influenzato da due tassi di interesse specifici,

Decisione simile alla Federal Reserve per la Bank of England (BoE), che il 21 settembre ha deciso di mantenere invariato il tasso di riferimento, che si attesta così al 5,25%, anche grazie ad un tasso di inflazione che ha sperimentato un calo maggiore di quanto atteso (da 7,9% a giugno a 6,7% ad agosto, con una riduzione di 0,4 punti percentuali in più rispetto alle previsioni precedenti della BoE), e ad un mercato del lavoro che mostra nel complesso dei segnali di debolezza.¹⁹

In riferimento alla Banca Centrale Europea (BCE), nel meeting del 14 settembre si è deciso per un proseguimento della stretta monetaria, con un rialzo ulteriore dei tassi di riferimento di 25 punti base, considerata la presenza ancora significativa di elementi di fondo che mantengono il tasso di inflazione su livelli ancora troppo elevati rispetto all'obiettivo del 2%.²⁰ I tassi sono così compresi in un range tra il 4,00% (*deposit facility rate*) ed il 4,75% (*marginal lending facility rate*).

In un contesto di tassi elevati, è importante sottolineare come una politica monetaria restrittiva possa avere degli effetti negativi sulla crescita anche nel lungo termine, diversamente da quanto generalmente assunto.²¹ Un aumento dei tassi di interesse, ad esempio, scoraggia gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S), elemento fondamentale per l'andamento della produttività futura. Un ulteriore canale tramite il quale un aumento dei tassi di interesse può influenzare negativamente la crescita di lungo periodo è il fenomeno del "*labor scarring*", ovvero la perdita di competenze dei lavoratori che, una volta disoccupati, non riescono a trovare velocemente lavoro a causa del rallentamento dell'economia.^{22,23}

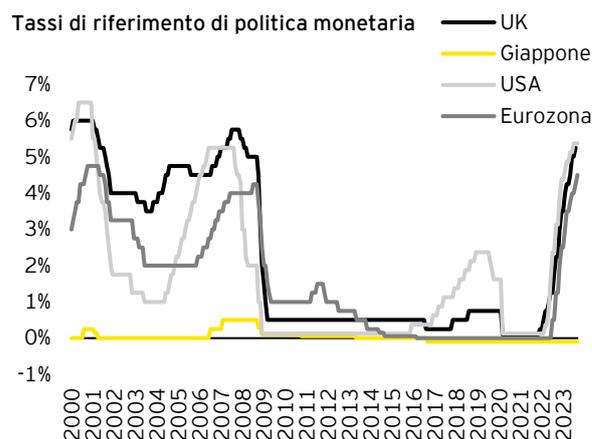
altri variabili macroeconomiche. Per maggiori informazioni, *The Federal Reserve's Two Key Rates: Similar but Not the Same?*, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/08/the-federal-reserves-two-key-rates-similar-but-not-the-same/>.

¹⁹ Per maggiori informazioni, <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/september-2023>.

²⁰ Per maggiori informazioni, si veda <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.en.html>.

²¹ Cerra, V., Fatás, A., and Saxena, S., C. (2023). Hysteresis and Business Cycles. *Journal of Economic Literature* 61(1), pp. 181-225.

Figura 6



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca dei Regolamenti Internazionali.

La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati

Gli Stati Uniti hanno registrato una crescita dello 0,5% nel secondo trimestre del 2023 rispetto al trimestre precedente, dopo una crescita nel primo trimestre dello 0,6%. Nello specifico, il secondo trimestre è stato caratterizzato da una frenata importante dei consumi privati (che passano da una crescita congiunturale dello 0,9% nel trimestre precedente ad una crescita dello 0,2%), che riflettono principalmente una minor crescita dei consumi di beni, nello specifico dei beni durevoli (da 3,3% a -0,1%). A spingere sulla crescita sono, invece, gli investimenti privati, che passano da un trimestre di crescita congiunturale negativa (-2,3% nel primo trimestre) ad una crescita più sostenuta nel secondo trimestre (+1,3%).²⁴

I dati più recenti mostrano, inoltre, come ad agosto 2023 la spesa per consumi abbia segnato una crescita sostanzialmente nulla rispetto al mese precedente (0,1% ad agosto contro lo 0,6% a luglio e 0,3% a giugno). Questa performance è il risultato di una spesa per beni in calo (-0,2%, trainati principalmente dalla crescita del consumo

²² Jordà, O., Singh, S., R., Taylor, A., M. (2023). Does Monetary Policy Have Long-Run Effects? Federal Reserve Bank of San Francisco, FRBSF Economic Letter, Settembre 2023.

²³ Ma, Y., & Zimmermann, K. (2023). Monetary Policy and Innovation. Paper presentato al Jackson Hole Economic Policy Symposium nel 2023, tenuto dalla Federal Reserve Bank of Kansas City, agosto 2023.

²⁴ Gross Domestic Product (Third Estimate), Corporate Profits (Revised Estimate), Second Quarter 2023 and Comprehensive Update, <https://www.bea.gov/news/2023/gross-domestic-product-third-estimate-corporate-profits-revised-estimate-second-quarter>.

di beni durevoli) ed una modesta crescita della spesa per i servizi (0,2%).²⁵

A questo proposito è interessante sottolineare come i consumi attuali siano ancora in parte supportati dall'eccesso di risparmio generato durante la pandemia. Si stima infatti che dall'inizio della pandemia fino a metà 2021, l'eccesso di risparmio delle famiglie americane abbia superato i 2.000 miliardi di dollari. Questo risparmio si è poi ridotto, prima a velocità contenuta (fine 2021), poi a velocità sempre più sostenuta (dal 2022 in poi). Tenuto conto che, ad agosto 2023, si stima un utilizzo di circa 1.900 miliardi di dollari di questi risparmi, ci si attende che i rimanenti risparmi vengano utilizzati nel terzo trimestre del 2023, a supporto quindi dei consumi delle famiglie.²⁶ Nonostante le stime dell'eccesso di risparmio rimangono caratterizzate da un'elevata incertezza legata alle diverse metodologie utilizzate e all'individuazione del trend nel periodo precedente la pandemia,²⁷ nel complesso l'insieme degli studi sui risparmi delle famiglie a seguito della recessione pandemica indica in modo deciso l'accumulo rapido e il successivo utilizzo dei risparmi eccedenti negli Stati Uniti.

Questi dati si accompagnano ad un mercato del lavoro in salute: a settembre, infatti, la crescita del numero di occupati negli Stati Uniti è stata di 336.000 unità rispetto al mese precedente, a cui si affianca un tasso di disoccupazione stabile sotto al 4% (3,8%).²⁸

In lieve ripresa, inoltre, l'attività nel comparto industriale e manifatturiero, con variazioni sul mese precedente rispettivamente dello 0,4% e 0,1% ad agosto 2023, nonostante la performance su base annua non sia particolarmente brillante (0,2% e -0,6% rispetto a agosto 2022).²⁹

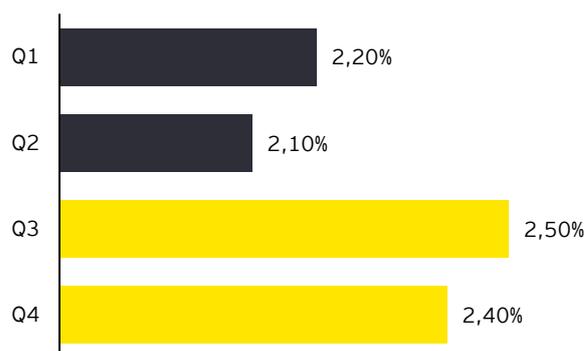
I *mixed signals* che arrivano dall'economia statunitense si traducono in aspettative di una possibile recessione nei prossimi trimestri, così come stimato, tra gli altri indicatori, anche

tramite l'analisi della curva dei rendimenti.³⁰ Al momento la tesi maggiormente accreditata resta comunque quella di un *soft landing*, e non di una vera e propria recessione: 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 aspettative di recessione tramite l'analisi della curva dei rendimenti si aggiungono, inoltre, le ultime stime della Federal Reserve Bank di New York di agosto 2023, che indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa tra un range di -1,45% e +2,3%, con una mediana dello 0,5%,³¹ sottolineando ulteriormente la forte incertezza e un andamento comunque debole dell'attività economica.

Figura 7

PIL USA 2023, 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.

Sono sempre riferibili alla Federal Reserve Bank di New York, inoltre, le previsioni a breve periodo dell'andamento dell'economia statunitense. Più nello specifico, per il terzo e quarto trimestre ci si

²⁵ Bureau of Economic Analysis, Personal Income and Outlays, August 2023, <https://www.bea.gov/news/2023/personal-income-and-outlays-august-2023>.

²⁶ Abdelrahman, H., Oliveira, L., E. Excess No More? Dwindling Pandemic Savings, Federal Reserve Bank of San Francisco, SF FED BLOG, agosto 2023.

²⁷ Si faccia ad esempio riferimento a De Soyres, F., Moore, D., Ortiz, J. (2023). Accumulated Savings during the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective. FEDS Notes, Federal Reserve Board of Governors, June 23; Briggs, J., Pierdomenico, G. (2023). Excess Savings: Still Large, but Less Important. Global Economics Analyst, Goldman Sachs, June 30; Aladangady, A., Cho, D., Feiveson, L., Pinto, E. (2022). Excess Savings during the COVID-19 Pandemic. FEDS Notes, Federal Reserve Board of Governors, October 21.

²⁸ U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation Summary. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/bls/news-release/empst.htm#2023>.

²⁹ Industrial Production and Capacity Utilization, agosto 2023. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/q17/current/default.htm>.

³⁰ Per maggiori informazioni, https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq#.

³¹ 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>.

attende un tasso di crescita annualizzato³² del 2,5% e 2,4% rispettivamente.³³

In riferimento alle altre principali economie globali, si registra una crescita non particolarmente significativa per il Regno Unito, dove la stima trimestrale del PIL mostra una crescita dello 0,2% nel secondo trimestre, trainato principalmente da una crescita dei consumi privati (0,7%).³⁴ I dati congiunturali mostrano una situazione in leggero miglioramento: a luglio il settore dei servizi ha registrato una crescita su base mensile (0,5%) dopo la leggera espansione del mese precedente (0,2%).³⁵ In contrazione il settore delle costruzioni (-0,5%, dopo una crescita a giugno dell'1,6%) e l'industria (-0,7%, dopo una crescita dell'1,8% a giugno).^{36, 37} Il tasso di inflazione continua a rimanere elevato, anche se in lenta riduzione: ad agosto si è registrato un tasso complessivo (*headline*) dell'6,7%, inferiore rispetto al dato del mese precedente di 0,1 punti. In calo anche l'inflazione di fondo (*core*), che passa da 6,9% a luglio a 6,2% ad agosto.³⁸ Anche il Regno Unito dimostra quindi una situazione complessa, aggiungendo ulteriori difficoltà al quadro internazionale, considerato che ad una crescita debole corrisponde una minore richiesta di beni esteri, e quindi un rallentamento del commercio internazionale.

Spostandosi sul fronte asiatico, l'andamento sottotono dell'economia cinese si è tradotto in una crescita del PIL negli ultimi trimestri non particolarmente dinamica. Dopo lo 0,5% registrato nell'ultimo trimestre del 2022, il primo ed il secondo trimestre del 2023 hanno registrato una crescita del 2,2% e 0,8% rispettivamente.³⁹

Gli ultimi mesi inoltre non hanno presentato particolari segni di ripresa per il terzo trimestre. L'attività industriale cinese ha registrato nel mese di agosto un'accelerazione della crescita annua rispetto al mese precedente (4,5% ad agosto contro il 3,7% di luglio) ma comunque in calo rispetto al 5,6% registrato ad aprile 2023.⁴⁰

A subire un rallentamento più marcato sono inoltre gli investimenti nel settore immobiliare, che nei primi otto mesi del 2023 (gennaio-agosto) hanno registrato una contrazione dell'8,8% 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.⁴¹

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 leggera ripresa ad agosto (4,6%).⁴² Il rallentamento della domanda dei consumatori si riflette anche in una performance negativa delle importazioni, che nel mese di agosto 2023 hanno registrato un calo del 7,3% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente.⁴³ Ad una domanda interna debole si affianca una domanda estera altrettanto in difficoltà (-8,2% la crescita delle esportazioni espresse in dollari rispetto allo stesso mese dell'anno precedente).

Il rallentamento dell'economia cinese ha importanti ripercussioni a livello mondiale, come sottolineato dall'OCSE nel suo ultimo *Economic Outlook* di settembre.⁴⁴

³² Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

³³ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

³⁴ Office for National Statistics (ONS), GDP first quarterly estimate, UK: April to June 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/apriltojune2023>.

³⁵ Office for National Statistics, Index of Services, UK: July 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/july2023>.

³⁶ Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: July 2023, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/july2023>.

³⁷ Office for National Statistics, Index of Production, UK: July 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/july2023>.

³⁸ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: August 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/august2023/pdf>.

³⁹ National Economy Showed Good Momentum of Recovery in the First Half Year, http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202307/t20230715_1941276.html.

⁴⁰ Industrial Production Operation in August 2023, http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202309/t20230926_1943199.html.

⁴¹ Investment in Real Estate Development for Jan-Aug 2023, http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202309/t20230926_1943204.html.

⁴² Total Retail Sales of Consumer Goods in August 2023. Per maggiori informazioni, http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202309/t20230926_1943205.html.

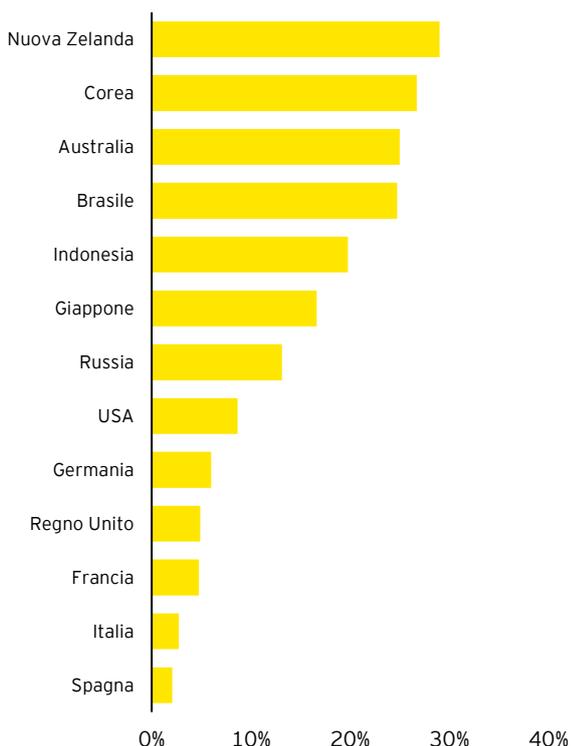
⁴³ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/Statics/74b1cc93-39e8-4ee8-ba4d-13cbab252e6f.html>. La contrazione si riduce al -1,6% se si considerano le importazioni espresse in valuta cinese. Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/Statics/5aab5f33-58ae-4ac6-ac0c-9875c817ebe9.html>.

⁴⁴ L'OCSE stima che, in uno scenario caratterizzato da una contrazione dei consumi delle famiglie dell'1%, da una riduzione degli investimenti privati del 5% e degli investimenti immobiliari di circa l'8%, la crescita del PIL mondiale si ridurrebbe di 0,6 punti percentuali, a cui si associa una riduzione di 1,25 punti percentuali del commercio in volume. Per maggiori informazioni, si rimanda a OECD Economic Outlook, Interim Report September 2023: Confronting inflation and low growth.

Tale rallentamento aggiunge, inoltre, un'ulteriore complessità al quadro economico in quei paesi che vedono nella Cina uno dei principali partner commerciali. A questo proposito si fa riferimento principalmente ai paesi asiatici (quali Nuova Zelanda, Australia, Corea, Indonesia, Giappone), alla Russia e ad alcuni paesi europei (quali Germania e Regno Unito).

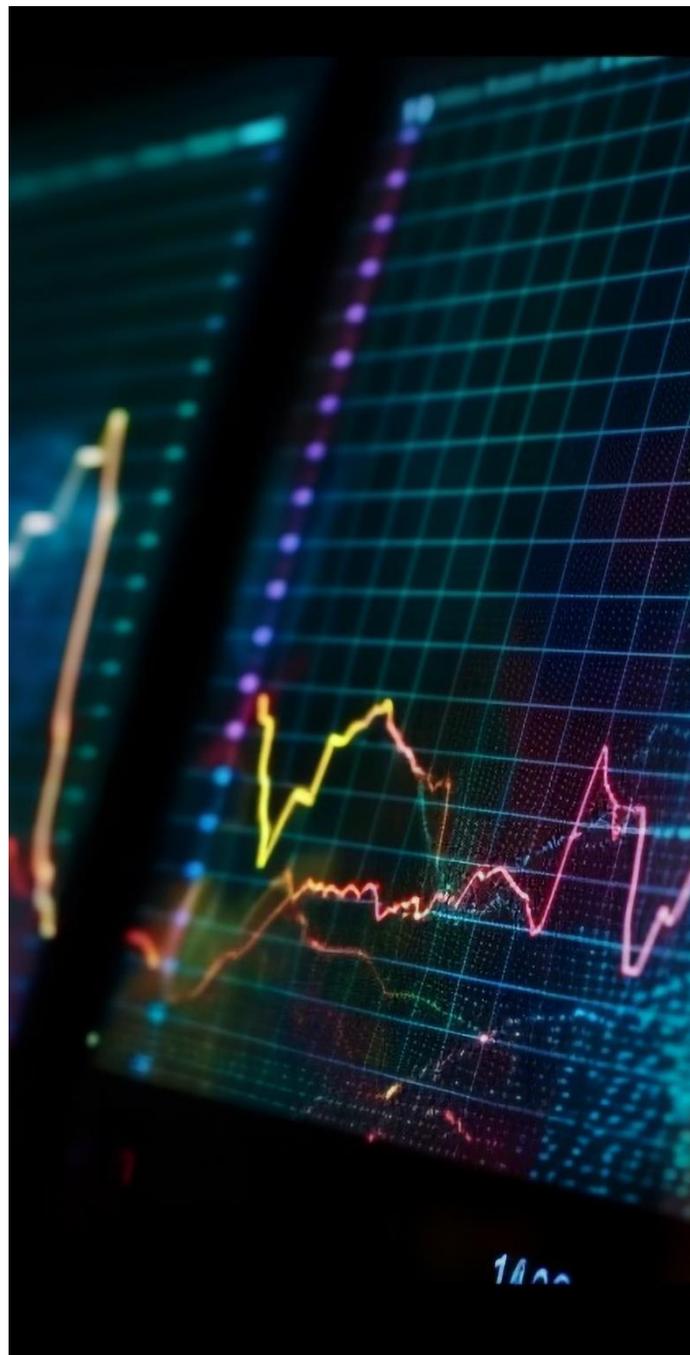
Figura 8

Esportazioni in Cina - % su totale



Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE. I dati fanno riferimento agli ultimi valori trimestrali disponibili per paese.

Un ulteriore elemento da dover tenere in considerazione, considerato l'avvicinarsi della stagione invernale, è un possibile rialzo del numero di 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

L'economia dell'Eurozona mostra una crescita sottotono. Nel secondo trimestre del 2023, la crescita si è attestata sullo 0,1% rispetto al trimestre precedente, dopo la crescita dello stesso tenore registrata nel primo trimestre (0,1%). Superiore alla media la crescita della Francia, con un 0,5% nel secondo trimestre, mentre continua la performance negativa per la Germania (0,0%) dopo due trimestri di crescita congiunturale negativa (-0,4% e -0,1% nel quarto trimestre del 2022 e primo trimestre del 2023). Situazione complessa anche per l'Italia, con una crescita del PIL rispetto al trimestre precedente di -0,4%. A pesare sulla performance sono principalmente i consumi delle famiglie, con una crescita quasi nulla (0,1%), ed una performance dell'export negativa (-0,7% su base trimestrale).

La produzione industriale nei principali paesi dell'Eurozona è ancora in calo. Il dato di luglio 2023 mostra una contrazione del 1,1%, che si traduce in una riduzione del 2,0% in termini tendenziali. Questo andamento è dovuto anche all'attività industriale tedesca in difficoltà, che registra a luglio una contrazione del -1,4% rispetto a giugno 2023 ed una contrazione del 2,5% rispetto a luglio 2022. Gli ultimi dati disponibili riferiti al mese di agosto mostrano una situazione non in miglioramento (crescita congiunturale sostanzialmente nulla per Italia e Germania dello 0,2% e 0,1%, e contrazione per Francia e Spagna, rispettivamente -0,2% e -0,7%).

Figura 9

PIL - indice 2015=100

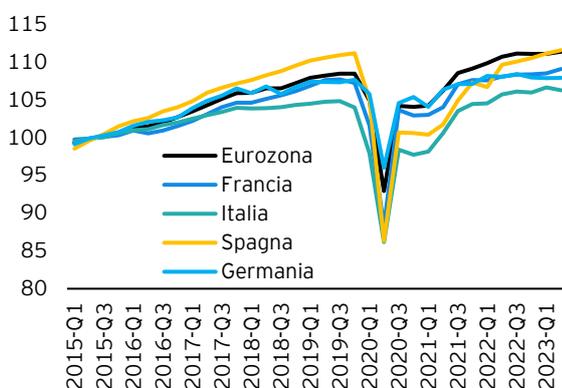
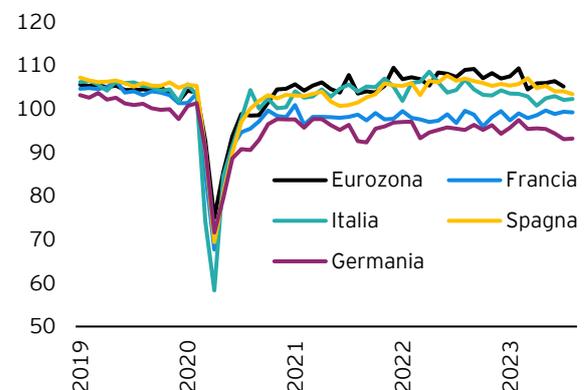


Figura 10

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: secondo trimestre 2023; per la produzione industriale: agosto 2023.

Considerato l'elevato grado di interconnessione dell'industria tedesca con quella italiana, una performance negativa del settore in Germania tende a frenare il comparto industriale italiano, altrettanto in difficoltà. È importante sottolineare, infatti, che circa il 30% delle esportazioni manifatturiere italiane all'interno dell'Eurozona sono destinate alla Germania. La performance negativa della produzione industriale italiana (debole crescita dello 0,2% ad agosto su base mensile, a cui corrisponde una contrazione del 4,2% su base annua) è spiegata in parte anche da questa relazione.

In riferimento alle cause ed ai fattori che spiegano l'andamento dell'industria tedesca, è possibile individuare due elementi importanti che stanno fungendo da freno, ovvero l'intensità energetica dell'industria tedesca e l'andamento del commercio internazionale.

Per quanto riguarda il primo punto, l'industria tedesca è caratterizzata da un consumo di energia più che doppio rispetto a quella italiana. Questo dato è particolarmente importante perché, se da un lato è dovuto alla dimensione dell'industria tedesca, più di due volte quella italiana in termini di valore aggiunto,⁴⁵ dall'altro la gestione dell'approvvigionamento energetico può comportare delle maggiori difficoltà. Questo punto è da considerare anche in riferimento al peso dell'industria sul totale dell'economia: quest'ultima, infatti, rappresenta circa il 25% del totale del valore aggiunto tedesco (contro il 19% di quello italiano), con la conseguenza che il sistema economico tedesco risulta più esposto ad eventuali shock nel settore.

Inoltre, è importante sottolineare come, negli ultimi anni, i volumi complessivi delle esportazioni tedesche di beni industriali si siano ridotti. A pesare maggiormente è l'andamento delle esportazioni verso i Paesi Bassi, il Regno Unito e la Francia, la cui riduzione è pari a circa la metà della riduzione complessiva delle esportazioni registrata tra il 2015 ed il 2023 (8% su 14%).

Figura 11

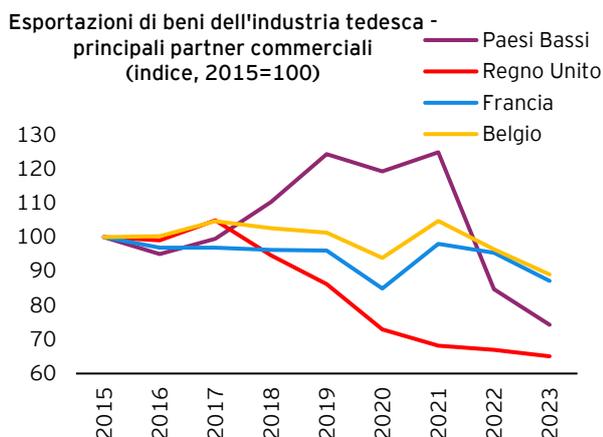
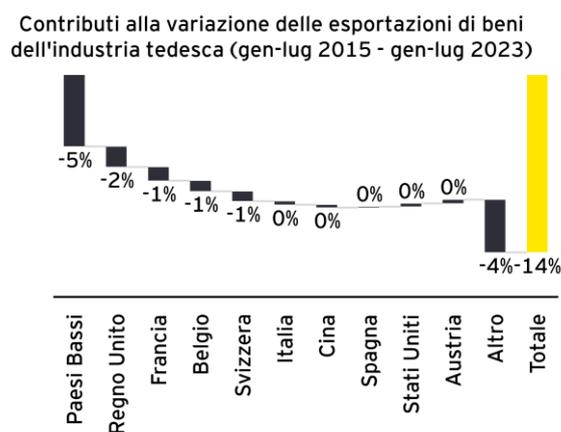


Figura 12



Fonte: Elaborazioni EY su dati DESTATIS. L'analisi confronta i diversi anni considerando i dati disponibili da gennaio a luglio, in modo da poter considerare anche il 2023. I contributi alla variazione sono calcolati come variazione della somma delle esportazioni mensili cumulate in volume tra gennaio e luglio del 2015 su quelle cumulate tra gennaio e luglio 2023.

Tornando al quadro generale, l'analisi dell'indicatore PMI⁴⁶ per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e più recenti della situazione per i due principali settori di riferimento.

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 calo sembri essersi momentaneamente arrestato. Le attese sono quindi quelle di un'ulteriore performance negativa della produzione manifatturiera ed industriale nelle principali economie della moneta unica nei prossimi mesi.

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 Germania). 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.

⁴⁵ Si fa riferimento al valore aggiunto a prezzi concatenati 2015.

⁴⁶ 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.

Figura 13

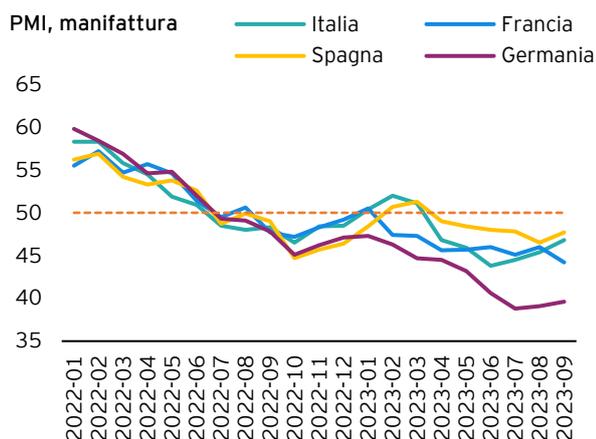
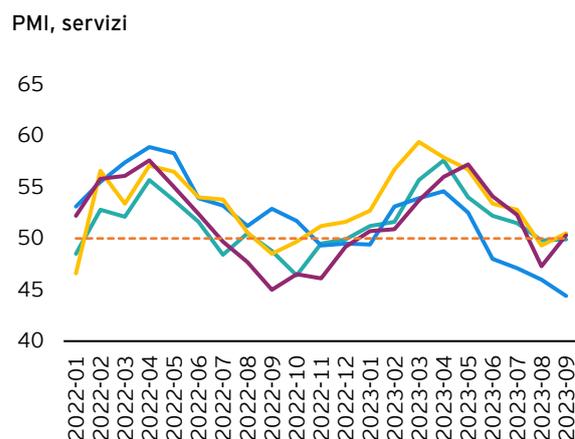


Figura 14



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

Politica monetaria, prezzi e credito bancario

Uno dei fattori da considerare come freno all'economia dell'Eurozona è la presenza di una politica monetaria restrittiva. La Banca Centrale Europea continua l'aumento dei tassi di interesse nell'Eurozona scegliendo, nell'incontro del 14 settembre, un aumento di ulteriori 25 punti base dei tassi di interesse di riferimento.

Figura 15

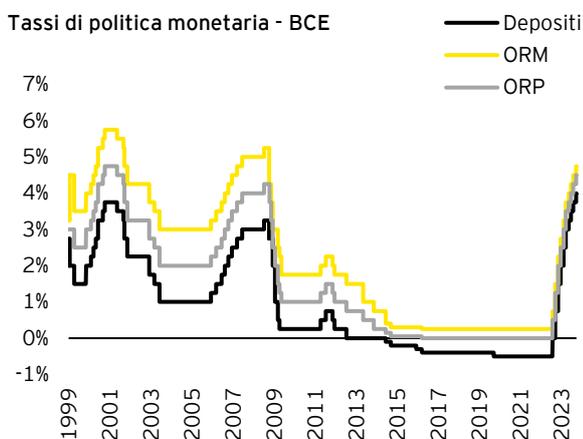
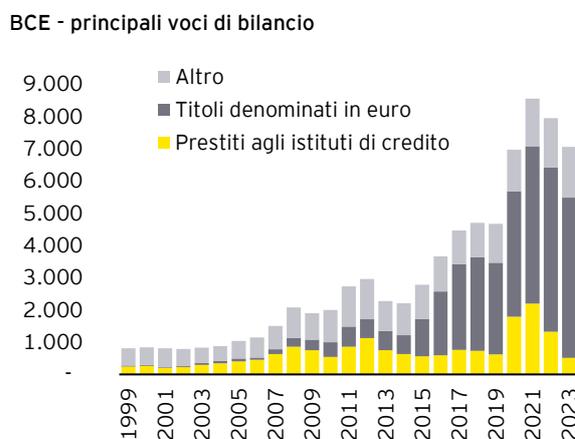


Figura 16



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea. ORM = operazioni di rifinanziamento marginale; ORP = operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso sui depositi fa riferimento ai depositi presso la banca centrale. 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 29 settembre 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 centrale⁴⁷ sono stati portati rispettivamente al

⁴⁷ 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

4,50%, al 4,75% e al 4,00%, con effetto dal 20 settembre 2023.⁴⁸ 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.⁴⁹

La politica monetaria restrittiva portata avanti dalla Banca Centrale Europea si basa sul giudizio di un tasso di inflazione ancora troppo elevato, e sulla conseguente volontà di mantenere alti i tassi di interesse fino a quando sarà necessario per riportare l'inflazione stessa al target del 2% nel medio periodo.⁵⁰ In riferimento all'andamento del tasso di inflazione nell'Eurozona, è interessante notare come l'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)⁵¹ 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/o dei beni alimentari freschi.

Figura 17

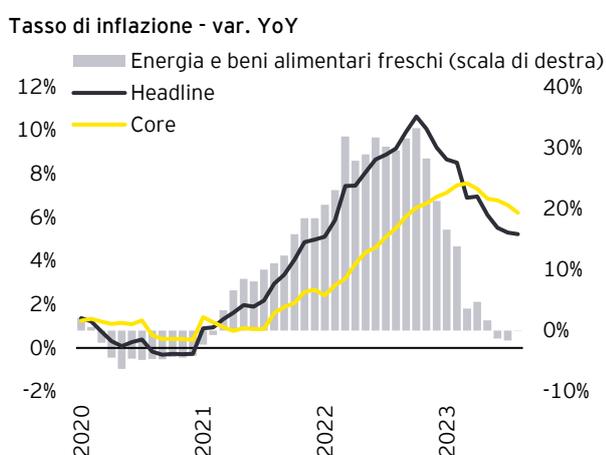
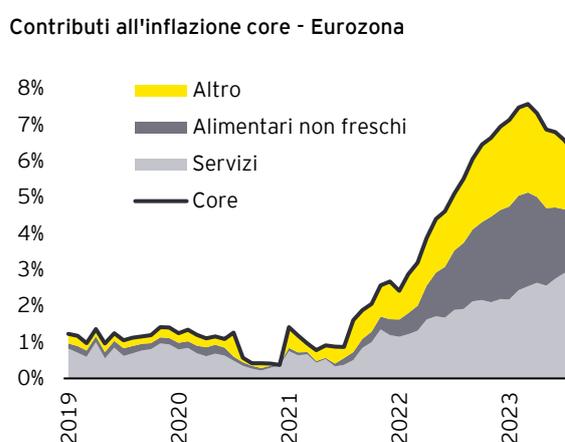


Figura 18



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: agosto 2023.

Nelle ultime rilevazioni, la componente di fondo registra una riduzione della crescita tendenziale dopo il picco raggiunto a marzo 2023 (7,6%), attestandosi al 6,2% ad agosto 2023. La componente di fondo è ancora trainata dall'andamento dei prezzi dei servizi (5,4% il tasso di inflazione dei servizi ad agosto 2023), mentre la componente dei beni alimentari (esclusi i beni alimentari freschi) registra un rallentamento del tasso di crescita, nonostante in termini complessivi si mostri ancora particolarmente persistente. In generale, è importante sottolineare come il calo dell'inflazione sia anche in parte dovuto ad un "effetto base".⁵²

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.

⁴⁸ Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.en.html>.

⁴⁹ "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>.

⁵⁰ Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.en.html>.

⁵¹ 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.

⁵² Nella misura dell'inflazione si confrontano generalmente le variazioni dei prezzi da un anno all'altro. Nel 2022 i prezzi sono cresciuti ad una velocità particolarmente elevata a causa delle tensioni geopolitiche con la Russia e all'aumento repentino dei prezzi delle materie prime e dell'energia. Confrontando gli indici dei prezzi di oggi con quelli dell'anno precedente, le differenze appaiono marcate. Questo fenomeno è noto come "effetto base". Per maggiori informazioni, ECB Economic Bulletin, Issue 1 / 2023.

Tra i diversi elementi che influenzano le aspettative di inflazione sono da considerare l'incertezza geopolitica e l'andamento dei prezzi dell'energia. Su questo ultimo aspetto è importante sottolineare come l'impatto dell'andamento dei prezzi dell'energia sull'inflazione di ciascun paese membro dell'Eurozona vari a seconda di diversi elementi considerati. La trasmissione degli shock di offerta dei beni energetici è infatti stimata essere più intensa sul livello generale dei prezzi nelle economie che presentano già un'elevata inflazione⁵³ e più intensa sull'output nelle economie che presentano un tasso di inflazione più contenuto.⁵⁴

È quindi importante considerare che l'insieme di elevati prezzi dell'energia e di altri fattori di instabilità, quali le pressioni lungo le catene di fornitura globali, abbia portato a tassi di inflazione eterogenei all'interno dell'Eurozona.

Figura 19

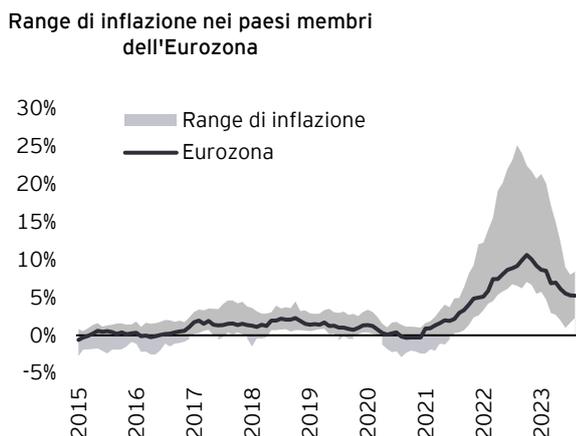
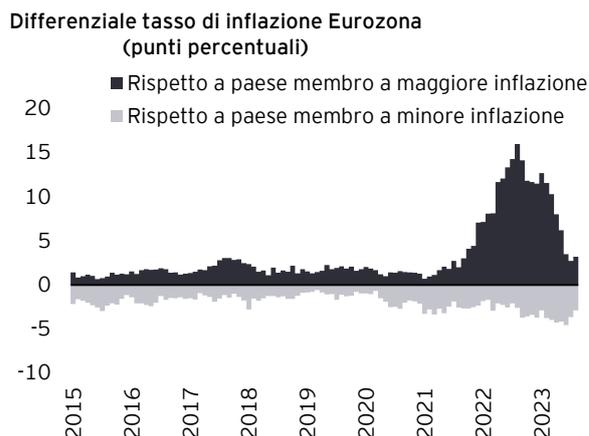


Figura 20



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. L'inflazione è calcolata come variazione annua degli indici dei prezzi armonizzati nei paesi membri dell'Eurozona (20 paesi). Ultimo dato disponibile: agosto 2023.

La presenza di questi differenziali, specialmente se persistenti nel medio-lungo termine, potrebbero riflettere un andamento dei costi divergenti o inefficienze strutturali, quali rigidità nei mercati dei beni e del lavoro,⁵⁵ con conseguente potenziale perdita di competitività di prezzo e peggioramento della posizione commerciale con l'estero.⁵⁶

In un contesto di elevata inflazione e di tassi di interesse in aumento, ci si interroga anche sull'impatto che ha avuto la politica monetaria espansiva degli ultimi 15 anni, a seguito sia della crisi finanziaria del 2008 sia della crisi pandemica nel 2020.⁵⁷ A questo proposito, un recente studio della Banca Centrale Europea ha dimostrato come la politica monetaria di bassi tassi a lungo termine, in un contesto di tassi bassi e inflazione contenuta, non mette a rischio la stabilizzazione macroeconomica in caso di shock negativi (inflazionistici) di offerta all'uscita dal basso livello di tassi di interesse, purché gli agenti privati abbiano un orizzonte di lungo termine.⁵⁸

Come sottolineato nelle precedenti versioni dell'EY Italian Macroeconomic Bulletin, l'aumento dei tassi di interesse da parte della Banca Centrale Europea ha degli impatti significativi anche sull'andamento del

⁵³ Un'analisi empirica relativa ai prezzi dei singoli beni indica che i prezzi cambiano più frequentemente quando l'inflazione è elevata. Si faccia riferimento a questo proposito a Nakamura, E., Steinsson, J., Sun, P., & Villar, D. (2018). The elusive costs of inflation: Price dispersion during the US great inflation. *The Quarterly Journal of Economics*, 133(4), 1933-1980; Alvarez, F., Beraja, M., Gonzalez-Rozada, M., & Neumeyer, P. A. (2019). From hyperinflation to stable prices: Argentina's evidence on menu cost models. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(1), 451-505.

⁵⁴ De Santis, R. A., & Tornese, T. (2023). Energy supply shocks' nonlinearities on output and prices. Working paper series, No 2834, European Central Bank.

⁵⁵ Filip, D., Momferatou, D., & Setzer, R. (2023). Inflation and competitiveness divergences in the euro area countries. *Economic Bulletin Boxes*, 4.

⁵⁶ Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2007). The unsustainable US current account position revisited. In *G7 current account imbalances: Sustainability and adjustment* (pp. 339-376). University of Chicago Press.

⁵⁷ L'analisi di questo fenomeno affonda le radici in un'ampia letteratura sull'efficacia e sulle conseguenze della politica monetaria, tra i quali è possibile citare numerosi lavori (si pensi al lavoro di Taylor (1993), o a lavori più recenti quali Paloviita et al. (2017), Andrade et al. (2018), Paloviita et al. (2020), Maih et al. (2021), Andrade et al. (2021), Budianto et al. (2023)).

⁵⁸ Briciu, L., Hohberger, S., Onorante, L., Pataracchia, B., Ratto, M., & Vogel, L. (2023). *The ECB Strategy Review-Implications for the Space of Monetary Policy* (No. 193). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

credito per il settore privato.⁵⁹ Questa tendenza è confermata anche dall'ultima indagine sul credito della stessa BCE. Le banche dell'Eurozona hanno infatti segnalato che i loro standard di credito per prestiti o linee di credito ad imprese e famiglie si sono ulteriormente inaspriti nel secondo trimestre del 2023, sebbene la percentuale netta di banche che hanno segnalato un inasprimento sia stata inferiore o simile rispetto al trimestre precedente. Sullo sfondo rimangono presenti le prospettive economiche non positive, e gli aspetti specifici di alcuni settori e famiglie. Nel terzo trimestre del 2023, le banche dell'Eurozona prevedono un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito per i prestiti alle imprese e alle famiglie (fatta eccezione per i crediti per l'acquisto di una casa, le cui condizioni sono attese rimanere invariate), ma a un ritmo più lento rispetto al secondo trimestre. In termini settoriali, le banche hanno segnalato un calo netto della domanda di prestiti o linee di credito in tutti i principali settori economici, che è stato particolarmente pronunciato nei settori immobiliari. Il calo netto della domanda di prestiti è stato più moderato nei settori manifatturiero, dei servizi e del commercio all'ingrosso e al dettaglio. Nella seconda metà del 2023, le banche dell'area euro si aspettano un ulteriore calo netto della domanda di prestiti in tutti i principali settori economici, anche se a ritmo più contenuto.⁶⁰

In ogni caso, la stretta creditizia è attesa avere al momento degli effetti complessivi limitati, come mostrato dalle ultime proiezioni macroeconomiche della Banca Centrale Europea: la BCE prevede infatti che il tasso di crescita reale del PIL dell'Eurozona rallenti al 0,9% nel 2023 (dal 3,5% nel 2022), per poi riprendersi al 1,5% nel 2024 e al 1,6% nel 2025, incorporando così un ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2023 e il 2024 rispetto alle previsioni di marzo 2023 rappresentativo principalmente di condizioni di credito più restrittive.⁶¹

⁵⁹ EY Italian Macroeconomic Bulletin N°3 | Giugno 2023.

⁶⁰ The euro area bank lending survey, Second quarter of 2023.

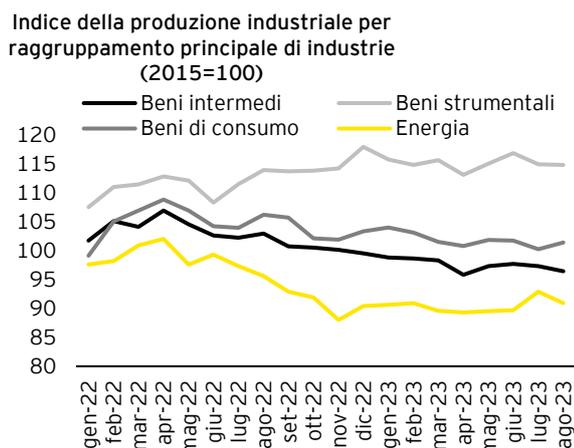
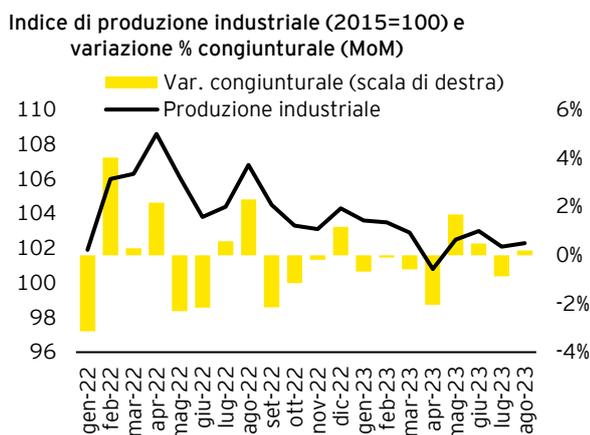
⁶¹ Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, European Central Bank, June 2023.

L'economia italiana

L'andamento dell'economia reale e il credito

Come accennato precedentemente, ad agosto l'attività industriale in Italia ha registrato una debole crescita congiunturale (0,2%), dopo il forte calo sperimentato a luglio (-0,9%). Questo andamento rispecchia quello del settore manifatturiero, la cui attività si è leggermente espansa (0,2%), dopo una contrazione dell'1,2% a luglio 2023.

Figura 21



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

Analizzando nel dettaglio le principali categorie di riferimento, il settore dei beni intermedi e dell'energia hanno registrato valori in calo rispetto al mese precedente, diversamente da quanto sperimentato per i beni strumentali (variazione sostanzialmente piatta) e per i beni di consumo (in crescita).

In riferimento ai beni di consumo, sul dato di agosto pesa principalmente l'andamento della produzione dei beni durevoli, che mostra una crescita congiunturale significativa (4,4%). In espansione anche la produzione dei beni non durevoli, anche se in maniera più contenuta (0,6%).

Nel complesso, il comparto industriale non registra un'attività particolarmente dinamica. Tra le varie cause alla base di questo fenomeno è da sottolineare la presenza di un rallentamento economico generale, specialmente tra i partner commerciali più importanti. Germania, Francia e Spagna, infatti, rappresentano insieme circa il 30% del mercato dei beni manifatturieri esportati dall'Italia; la Germania da sola rappresenta circa il 12% del totale. Un rallentamento delle economie sopra citate, e specialmente un rallentamento della Germania, ha quindi delle ripercussioni importanti su tutta l'attività industriale italiana.

A questa descrizione si aggiunge, inoltre, il contesto di elevati tassi di interesse fissati dalla BCE. L'attuale livello dei tassi presenta delle conseguenze sul costo del credito per imprese e famiglie, che ha registrato rispettivamente un aumento di circa 3,5 e 1,9 punti percentuali nel periodo ricompreso tra luglio 2022 e agosto 2023.⁶²

Come sopra accennato, nel secondo trimestre del 2023 i criteri di offerta sui prestiti alle imprese si sono inaspriti ulteriormente, anche se in misura minore rispetto a quanto registrato nei precedenti

⁶² 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. Per "imprese" si fa riferimento alle società non finanziarie residenti in Italia (corretti sulla base della metodologia SEBC); per "famiglie" si fa riferimento alle famiglie residenti in Italia (corretti sulla base della metodologia SEBC).

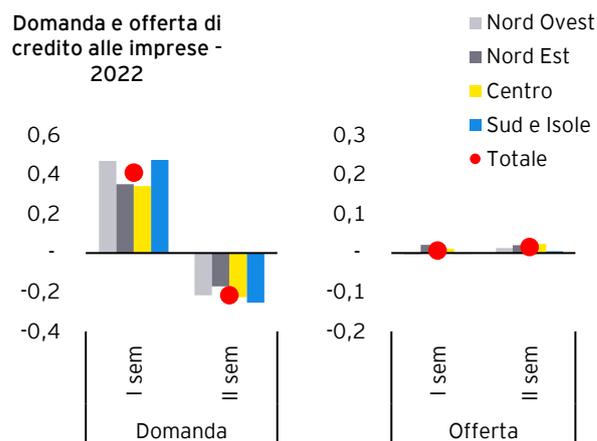
trimestri. Da un lato, infatti, dopo le restrizioni registrate dal secondo trimestre del 2022, i criteri di offerta sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati, diversamente da quanto registrato dalle imprese che hanno sperimentato un leggero irrigidimento delle condizioni stesse.

Per quanto riguarda la domanda di credito, questa è diminuita sia per imprese sia per le famiglie (per finalità di consumo e per acquisto di abitazioni). Per le prime, la nuova marcata riduzione riflette l'aumento del livello generale dei tassi di interesse e il conseguente calo degli investimenti. In riferimento alle famiglie, il più elevato livello dei tassi di interesse ha esercitato un contributo negativo sull'andamento della domanda di credito al consumo, insieme al peggioramento della fiducia sulla situazione economica attuale.⁶³

Se quindi il quadro nazionale che si delinea è caratterizzato da un andamento della domanda e offerta di credito in rallentamento, le indagini a livello regionale permettono di raggiungere un maggiore livello di dettaglio. Va tuttavia considerato che la disponibilità dei dati è meno recente rispetto a quelle nazionali.

Dopo l'espansione registrata nella prima metà del 2022, la richiesta di credito da parte delle imprese ha subito una contrazione, influenzata dal rallentamento della crescita economica, dalla persistente incertezza geopolitica e dall'aumento generale dei tassi di interesse. Questo calo nella domanda di finanziamenti ha coinvolto tutte le regioni del Paese, con una diminuzione più accentuata nel Mezzogiorno. La riduzione della richiesta è stata particolarmente marcata nel settore manifatturiero e nel terziario, dopo un notevole aumento registrato nel primo semestre. Nel comparto edile, invece, si è verificato un andamento eterogeneo a livello geografico: mentre nel Nord Est si è assistito a un calo delle richieste di prestiti, nelle altre aree si è invece registrato un aumento.

Figura 22



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia (*Regional Bank Lending Survey*). I valori espressi rappresentano l'indice di diffusione, il quale sintetizza le informazioni sull'evoluzione della domanda di credito nei due semestri dell'anno. Valori positivi dell'indice segnalano una crescita della domanda; valori negativi una flessione. Per maggiori informazioni, <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html>.

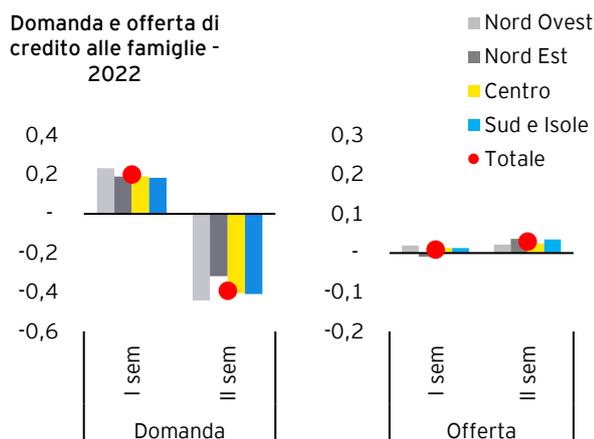
Nel secondo semestre del 2022, le politiche di erogazione sono state caratterizzate da una maggiore prudenza, soprattutto nelle regioni centro-settentrionali. I criteri di erogazione si sono inaspriti per le imprese manifatturiere e, in misura maggiore, per quelle del settore delle costruzioni; sono rimasti in gran parte stabili per le aziende del settore dei servizi. Questo irrigidimento delle condizioni è emerso attraverso un aumento degli spread applicati, sia in media sui prestiti sia, in particolare, sulle posizioni considerate più rischiose.

Per quanto riguarda la domanda e l'offerta di credito alle famiglie, dopo la crescita osservata nella prima parte del 2022, nel secondo semestre la richiesta di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie è diminuita considerevolmente in tutte le regioni del Paese, principalmente a causa dell'aumento dei tassi di interesse. Questa contrazione ha coinvolto anche le richieste di prestiti finalizzati al consumo.

⁶³ Bank Lending Survey (BLS), Banca d'Italia. Per maggiori informazioni, [https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-](https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html)

[intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html](https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html).

Figura 23



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia (*Regional Bank Lending Survey*). Per credito alle famiglie si fa riferimento al mutuo per l'acquisto di una abitazione da parte delle famiglie consumatrici. I valori espressi rappresentano l'indice di diffusione, il quale sintetizza le informazioni sull'evoluzione della domanda di credito nei due semestri dell'anno. Valori positivi dell'indice segnalano una crescita della domanda; valori negativi una flessione. Per maggiori informazioni, <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html>.

I criteri di erogazione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono stati leggermente più stringenti in tutte le aree geografiche, soprattutto attraverso un aumento degli spread medi applicati sui finanziamenti concessi. Questa maggiore selettività è stata influenzata dai maggiori costi di finanziamento e dalla percezione di un peggioramento delle prospettive economiche, sia a livello complessivo che, in particolare, per quanto riguarda il mercato immobiliare residenziale. Anche per il credito al consumo si è riscontrato un moderato inasprimento delle condizioni di credito in tutte le regioni del Paese.

Secondo le previsioni delle banche parte del panel, nel primo semestre del 2023 la domanda di mutui dovrebbe essere diminuita ulteriormente in tutte le regioni, mentre si potrebbe assistere a una lieve ripresa nella domanda di credito al consumo. In termini di offerta, le condizioni applicate ai prestiti alle famiglie sono attese essere state ancora più selettive in tutte le aree geografiche.⁶⁴

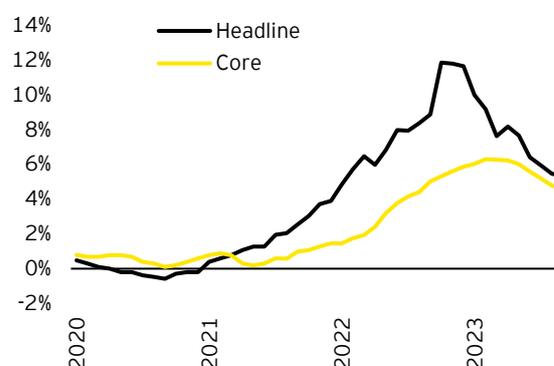
⁶⁴ La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale, Banca d'Italia, luglio 2023.

L'andamento dei prezzi in Italia

La variazione dell'indice dei prezzi al consumo continua a registrare valori elevati, anche se in discesa rispetto a quanto registrato nella seconda metà del 2022. Nel mese di settembre, l'inflazione *headline* registrata è stata pari al 5,3%, stabile rispetto al 5,4% di agosto e in calo rispetto al 5,9% di luglio. In calo anche l'inflazione *core* (al netto quindi dell'energia e dei beni alimentari freschi) che segna una variazione annuale del 4,6% ad agosto, contro il 4,8% e 5,2% dei due mesi precedenti.

Figura 24

Inflazione headline e core - var. YoY, Italia

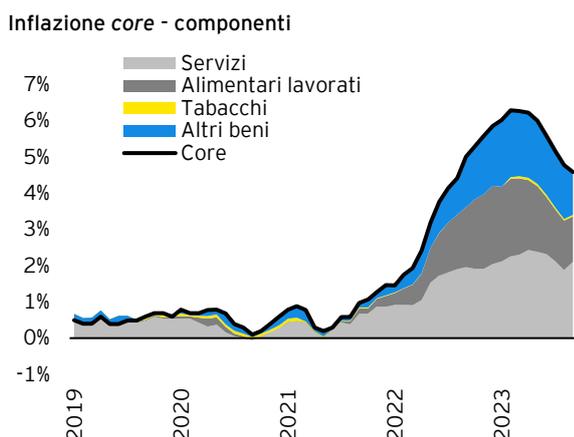


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: settembre 2023.

Al netto dell'aumento registrato ad aprile, l'andamento complessivo dell'inflazione sembra quindi mantenere una direzione al ribasso.

L'analisi dei prezzi alla produzione di agosto conferma questa tendenza: l'indice dei prezzi alla produzione per l'attività industriale (escluse le costruzioni) ha registrato un leggero rialzo ad agosto (+0,5%) rispetto al mese precedente, ma in termini tendenziali, cioè rispetto all'anno precedente, si tratta di un forte rallentamento (-12,2% ad agosto dopo il -10,2% di luglio).

Figura 25



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

I dati sull'inflazione mostrano quindi uno scenario sostanzialmente in miglioramento, anche se ancora lontano dall'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE (che si identifica in un tasso di inflazione intorno al 2%).

A questo proposito, è importante tenere in considerazione che, da un punto di vista statistico, il calcolo dell'indice dei prezzi al consumo non è sempre immediato, ancor più in periodi di forte crisi e sconvolgimenti delle abitudini dei consumatori. La crisi pandemica rappresenta a questo proposito un esempio interessante: in primo luogo, al culmine della prima ondata della pandemia, quasi un terzo dei prezzi nel paniere dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato doveva essere stimato, poiché la raccolta tradizionale dei prezzi era limitata, soprattutto durante i periodi di *lockdown*. Se infatti in tempi normali le spese dell'anno precedente sono una buona *proxy* per le spese dell'anno corrente (a condizione che i prezzi relativi e le preferenze dei consumatori non cambino molto),⁶⁵ durante la pandemia i consumatori sono stati costretti a cambiare drasticamente i loro modelli di consumo. In secondo luogo, i pesi dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato non riflettevano i

cambiamenti radicali nelle abitudini di consumo durante la pandemia, poiché costruiti sulla spesa dei consumatori degli anni precedenti.⁶⁶

In modo simile a quanto detto nelle sezioni precedenti, l'andamento dei prezzi ha un effetto diverso sulle famiglie a seconda delle categorie di reddito considerate. Questo diverso impatto è percepito dalle famiglie consumatrici.

L'importanza ed il ruolo delle aspettative dei consumatori sulla dinamica di determinazione dei prezzi futuri trova ampio spazio nella letteratura economica,⁶⁷ ed è importante in quanto ha delle implicazioni sulla contrattazione salariale dei lavoratori, sugli investimenti,⁶⁸ e sui consumi futuri.⁶⁹ A questo proposito, si sottolinea come, ad una più alta variazione attesa del livello dei prezzi, corrisponda una maggiore probabilità di aumento dei consumi nel breve periodo.

Analizzando la percezione circa l'andamento dei prezzi delle famiglie in Italia nei dodici mesi precedenti l'indagine e nei dodici mesi successivi all'indagine, le attese sembrano mirare ad una inflazione in calo nei prossimi mesi. Questo potrebbe quindi tradursi in minori consumi nel breve termine, in attesa di un calo del rialzo dei prezzi.

⁶⁵ Osbat, C., Conflitti, C., Bellocca, G.-P., Eiglsperger, M., Goldhammer, B., Kuik, F., Menz, J.-O., Rumler, F., Saez, M., Segers, L., Siliverstovs, B., Touré, A. and Wieland, E. (2023), "Measuring inflation with heterogeneous preferences, taste shifts and product innovation: methodological challenges and evidence from micro data", Occasional Paper Series, No. 323, ECB, Frankfurt am Main.

⁶⁶ Henkel, L., et al., (2023). Price setting during the coronavirus (COVID-19) pandemic. ECB Occasional Paper, (2023/324).

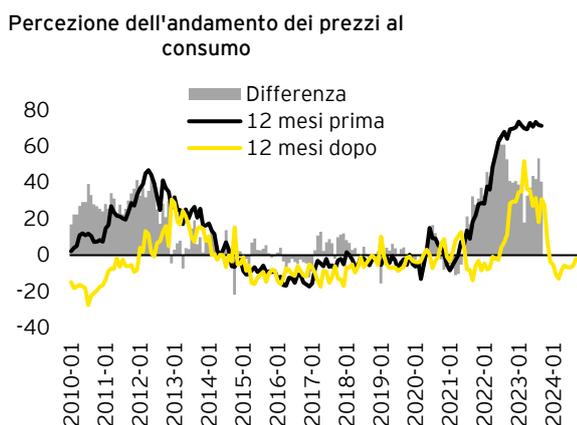
⁶⁷ Rudd, J., & Whelan, K. (2007). Modeling inflation dynamics: A critical review of recent research. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 155-170. Tra i vari lavori che è possibile citare, si evidenziano i

contributi Phelps (1967) e Friedman (1968) relative alla ideazione della "expectation-augmented Phillips Curve", il contributo di Sargent (1971) e Lucas (1972) sulle aspettative razionali, nonché quelli di Fischer (1977) e Taylor (1979).

⁶⁸ Bernanke, B. (2007). Inflation expectations and inflation forecasting. Technical report, Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

⁶⁹ Duca, I., Kenny, G., & Reuter, A. (2018). Inflation expectations, consumption and the lower bound: micro evidence from a large euro area survey.

Figura 26

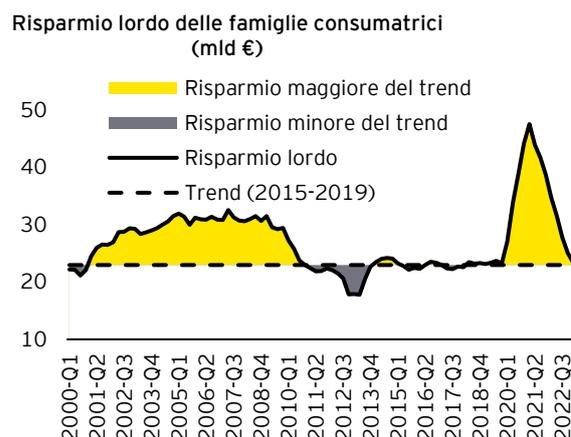


Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea (Business and consumer survey). La curva relativa alle aspettative per i dodici mesi successivi all'indagine è stata traslata di dodici mesi, in modo da poterla confrontare con la percezione per lo stesso mese dei dodici mesi antecedenti l'indagine. Le barre grigie rappresentano la differenza tra il livello dei prezzi percepita nei dodici mesi precedenti e il livello dei prezzi percepita nei dodici mesi successivi, traslata di dodici mesi. Ultimo dato disponibile: agosto 2023.

A questo è però importante affiancare un ulteriore elemento per analizzare i consumi attuali e futuri, ovvero l'ammontare di risparmi delle famiglie in Italia. Il periodo della pandemia ha infatti indotto un risparmio "forzoso", per via delle restrizioni attuate per contenere la pandemia stessa. Il risparmio lordo ha raggiunto il picco nel primo trimestre del 2021, per poi scendere a livelli più in linea con i dati precedenti la crisi pandemica. Attingere successivamente al risparmio in eccesso ha permesso ai consumi di mantenere un livello relativamente sostenuto, nonostante sia ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici. Tuttavia, la parte dei risparmi che di fatto ha alimentato i nuovi consumi potrebbe essere stata in realtà minore di quanto accumulato: bisogna infatti sottolineare che queste risorse sono distribuite in maniera diseguale, che una parte dei risparmi è stata in parte investita (ad esempio in fondi di investimento e partecipazioni), e che l'inflazione ne ha in parte eroso il potere d'acquisto.⁷⁰ Ci si attende, ad ogni modo, che una propensione al consumo più alta delle regolarità storiche possa dare un sostegno non indifferente all'economia nei prossimi trimestri.

⁷⁰ Felici, S., Rapacciuolo, C. (2023). Come vanno i risparmi degli italiani?, gennaio 2023.

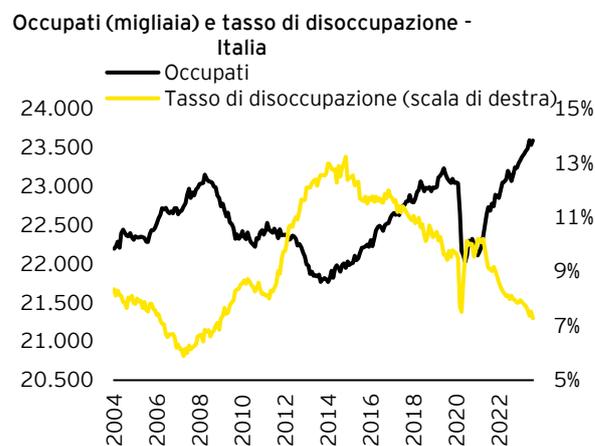
Figura 27



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Il risparmio lordo è calcolato come media a quattro periodi dei valori trimestrali. Il trend è calcolato come media 2015-2019. Ultimo dato disponibile: 2023 Q1.

Altrettanto importante ai fini dell'analisi dei consumi è l'andamento del mercato del lavoro. Il numero di occupati ha raggiunto i massimi storici ad agosto 2023 (circa 23,6 milioni), fornendo anche da questo fronte un sostegno alla domanda interna.

Figura 28

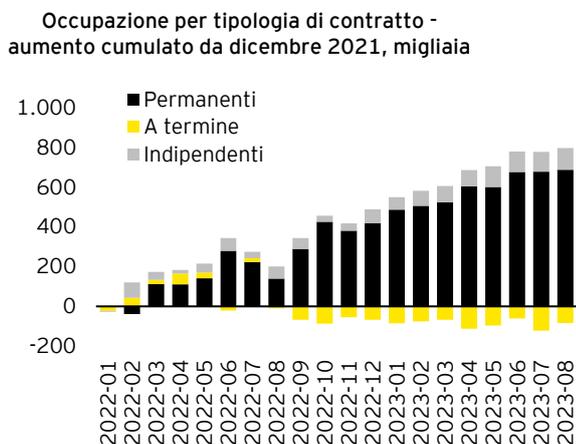


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: agosto 2023.

In riferimento all'aumento del numero di occupati, è interessante notare come la maggior parte dei nuovi lavoratori siano stati inseriti con una tipologia di contratto permanente, mentre i rimanenti figurano come occupati autonomi: questo rafforza la bontà della tendenza in atto in

Italia, riducendo quindi la possibilità che i nuovi entrati nel mercato del lavoro possano presto ritrovarsi senza un'occupazione, con effetti positivi per i consumi.

Figura 29



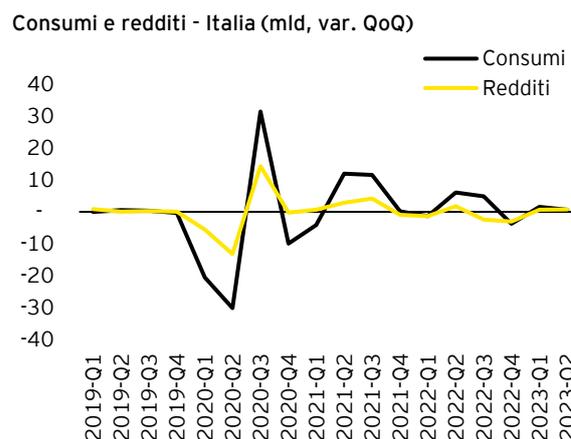
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

Nel complesso si delinea quindi un quadro di consumi sostenuti fino ad ora da un andamento positivo del mercato del lavoro che in parte, in aggregato, riduce l'erosione dei redditi reali dei lavoratori dovuta all'aumento dell'inflazione.

Inoltre, il risparmio "forzoso" accumulato durante la crisi pandemica ha permesso, nei trimestri precedenti, il mantenimento del livello dei consumi intorno ai livelli pre-covid, anche se, come sopra accennato, ancora al di sotto in termini assoluti.^{71,72}

Un eventuale rallentamento della tendenza positiva del mercato del lavoro potrebbe risultare in un potenziale rallentamento dei consumi nei prossimi trimestri.

Figura 30



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. I consumi fanno riferimento ai consumi finali reali delle famiglie; i redditi fanno riferimento ai redditi da lavoro dipendente deflazionati utilizzando il deflatore dei consumi.

⁷¹ Colabella, A., Guglielminetti, E., Rondinelli, C. (2023). The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza number 797, ottobre 2023.

⁷² Guglielminetti, E., Rondinelli, C. (2021). Consumption and saving patterns in Italy during Covid-19, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza number 620, giugno 2021.

Approfondimento: la distribuzione del reddito globale e in Italia

Messaggi principali:

1. *Analizzando l'andamento della distribuzione del reddito a livello mondiale nell'ultimo secolo, è possibile individuare tre fasi principali: la prima (inizio del secolo) caratterizzata da un'elevata disuguaglianza interna ai paesi; una seconda (intorno agli anni '80) caratterizzata da una riduzione della concentrazione del reddito; una terza, caratterizzata da dinamiche divergenti tra i diversi paesi (polarizzazione).*
2. *Le cause di queste dinamiche sono molteplici. In tempi più recenti, la globalizzazione ed il rallentamento della crescita delle principali economie globali hanno giocato un ruolo chiave.*
3. *Tra il 1991 ed il 2016, in Italia la differenza del reddito medio tra le fasce più alte e quelle più basse si è accentuata in modo significativo. Questo è dovuto in parte anche ad un calo del contributo dei redditi da lavoro dipendente al reddito medio.*

Un'analisi della distribuzione del reddito a livello mondiale, e all'interno dei diversi paesi, rappresenta un elemento cruciale nella comprensione delle dinamiche di crescita tra i singoli paesi e all'interno dei paesi stessi.

Partendo da una prospettiva storica è possibile affermare che, all'inizio del ventesimo secolo, le principali economie mondiali mostravano un elevato grado di disuguaglianza interna. Questo era il risultato di un processo di concentrazione crescente del reddito, anche se l'elevato livello di disuguaglianza era già presente dal diciannovesimo secolo. Successivamente, nel corso dei primi ottant'anni del '900, si è assistito ad una riduzione della disuguaglianza in numerosi paesi, in gran parte grazie ad una diminuzione della concentrazione della ricchezza e dei redditi da capitale nella parte superiore della distribuzione. Se verso la fine del '900 diversi paesi condividevano quindi un percorso simile in relazione alle dinamiche distributive del reddito, in seguito, le tendenze sono divenute sempre più differenti e divergenti.⁷³

Tale eterogeneità ha portato ad una maggiore polarizzazione della distribuzione del reddito a livello globale: nonostante, infatti, tra la caduta del muro di Berlino (1989) e la grande crisi finanziaria (2008) la disuguaglianza a livello mondiale si sia ridotta, differenze importanti si sono registrate tra i diversi paesi e all'interno dei paesi stessi. La rapida crescita della Cina, ad esempio, ha permesso alle famiglie cinesi di spostarsi sempre più verso le fasce più alte di reddito mondiale; dall'altro lato alcuni paesi africani, quali Nigeria e Costa d'Avorio, sono stati caratterizzati dal processo inverso.⁷⁴ La ricchezza quindi si è sempre più concentrata in alcuni dei maggiori blocchi economici mondiali (quali USA, Cina, ed Europa),⁷⁵ fenomeno in parte dovuto ad un mancato processo di convergenza tra paesi più poveri e quelli più ricchi (*catching-up*).⁷⁶

Le dinamiche sopra descritte possono essere rappresentate attraverso il coefficiente di Gini, ovvero una delle principali misure della disuguaglianza. Il coefficiente di Gini misura il grado di disuguaglianza del reddito all'interno di una popolazione, ed è un coefficiente il cui valore è compreso tra 0 (disuguaglianza nulla) e 100 (disuguaglianza massima).^{77, 78}

Le figure 31 e 32 mostrano quanto appena descritto. Negli anni compresi tra la caduta del muro di Berlino e la grande crisi finanziaria del 2008, il coefficiente di Gini è rimasto prima sostanzialmente stabile (linea rossa) e poi ha seguito un percorso discendente. Alla base di questa riduzione vi è una parziale

⁷³ Roine, J., Waldenström, D. (2014). Long run trends in the distribution of income and wealth, Working Paper 2014:5, Uppsala Center for Fiscal Studies.

⁷⁴ Lakner, C., Milanovic, B. (2015). Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession, The World Bank Economic Review.

⁷⁵ Zucman, G. (2019). Global Wealth Inequality, NBER Working Paper Series, Working Paper 25462

⁷⁶ Johnson, P., & Papageorgiou, C. (2020). What remains of cross-country convergence?. *Journal of Economic Literature*, 58(1), 129-175.

⁷⁷ Gini, C. (1914). "Sulla misura della concentrazione e della variabilità dei caratteri," *Atti del Reale Istituto Veneto di Scienze, Lettere ed Arti*, 73, 1203-1248.

⁷⁸ Pietra, G. (1915). "Delle relazioni tra gli indici di variabilità," *Atti del Reale Istituto Veneto di Scienze, Lettere ed Arti*, 74, 775-804.

convergenza del reddito medio tra paesi (barra grigio chiaro), in parte però controbilanciata da un aumento delle differenze all'interno dei paesi (barra nera). L'effetto negativo delle differenze reddituali interne ai singoli paesi perdura tutt'oggi, anche se in parte ridotto.

Figura 31

Var. cumulata del coefficiente di Gini dal 1988, mondo

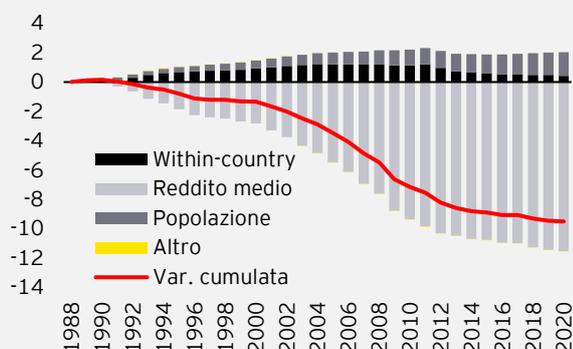
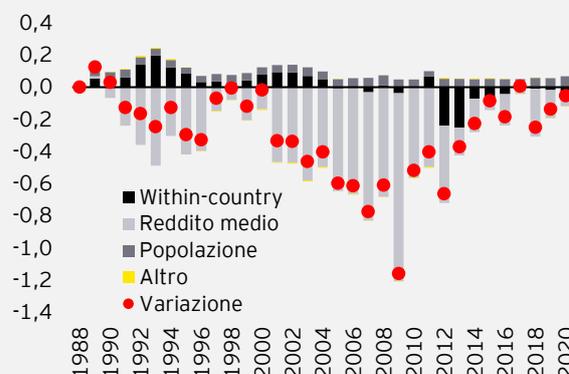


Figura 32

Var. del coefficiente di Gini dal 1988, mondo



Fonte: Elaborazioni EY su dati Bruegel. *Within-country*: si fa riferimento alla variazione del coefficiente di Gini all'interno dei singoli paesi. *Reddito medio*: si fa riferimento alla variazione del coefficiente di Gini legato ad una convergenza del reddito medio. *Popolazione*: si fa riferimento alla variazione del coefficiente di Gini legato alla variazione della popolazione di un paese (il cui impatto può risultare significativo).⁷⁹ Il dataset contiene le stime aggiornate del coefficiente di Gini globale e regionale contenute in Darvas (2019).⁸⁰ Ultimo aggiornamento: 13 gennaio 2023.

Nell'analizzare il processo alla base di una diversa distribuzione del reddito tra paesi, è importante partire dall'ipotesi formulata da Kuznets nel 1955:⁸¹ l'ipotesi afferma, infatti, che a livelli di reddito generalmente molto bassi la disuguaglianza deve essere bassa, poiché praticamente tutti vivono ad un livello di sussistenza. Con l'inizio del processo di crescita, la disuguaglianza di reddito aumenta perché aumenta sempre più il peso del settore industriale, in cui sia la produttività che il livello dei salari sono più elevati che nel settore agricolo. Nella fase iniziale dello sviluppo, sia il capitale fisico che umano sono scarsi e distribuiti in modo diseguale. Man mano che i due tipi di capitale si accumulano e si diffondono maggiormente tra la popolazione, il tasso di rendimento sul capitale fisico diminuisce mentre le differenze salariali tra il lavoro specializzato e non specializzato si riducono. La distribuzione del reddito diventa quindi più equa.

Questa ipotesi ricopre un ruolo fondamentale nella letteratura economica, ed è stata più volte oggetto di controversie. Sulla base di questa ipotesi si è successivamente costruita un'ipotesi più articolata, che tiene in considerazione altri elementi nello spiegare la disuguaglianza. Nello specifico, è possibile sostenere che la distribuzione del reddito sia determinata (1) da un fattore che è, dal punto di vista dei decisori politici o della società nel suo complesso, "dato" nel breve termine; e (2) dalla scelta sociale (o politica pubblica). Il fattore dato è il livello di sviluppo misurato dal reddito (PIL) pro capite. I fattori delle politiche pubbliche sono (1) la percentuale di lavoratori impiegati nei settori statali e para-statali; e (2) l'entità dei trasferimenti governativi, misurata come una quota del PIL del paese. La distribuzione del reddito è vista anche come il prodotto di scelte sociali mediate attraverso elezioni, e partecipazione democratica, attività di lobbying di diversi gruppi sociali, preferenze sociali o sviluppi storici. Pertanto, alcuni paesi potrebbero avere una maggioranza di lavoratori nel settore statale perché i partiti socialisti o comunisti sono stati storicamente più forti; oppure la popolazione potrebbe avere una forte preferenza per l'eradicazione della povertà e la redistribuzione del reddito attraverso trasferimenti.⁸²

⁷⁹ Rougoor, W., & van Marrewijk, C. (2015). Demography, Growth, and Global Income Inequality. *World Development*, 74, 220-232.

⁸⁰ Darvas, Z. (2019). 'Global interpersonal income inequality decline: the role of China and India', *World Development* 121, 16-32.

⁸¹ Kuznets, S. (1955) 'Economic Growth and Income Inequality', *American Economic Review*, 45(March): 1-28.

⁸² Milanovic, B. (2000). Determinants of cross-country income inequality: An augmented Kuznets' hypothesis. *Equality, Participation, Transition-Essays in the Honor of Branko Horvat*. London: St. Martin's, 48-79.

Un ulteriore fattore alla base delle dinamiche redistributive è inoltre il processo di globalizzazione. Sugli effetti della globalizzazione sulla distribuzione del reddito esiste una vasta letteratura: a questo proposito si pensi agli studi su come la globalizzazione abbia influenzato la disuguaglianza dei salari e dei redditi negli Stati Uniti o nell'Europa occidentale grazie ad una maggiore integrazione dei mercati dei beni, fattori produttivi e tecnologia (la quale è risultata in una maggiore domanda di lavoratori più qualificati e, di conseguenza, ha ampliato il gap tra questi e i lavoratori meno qualificati)⁸³ oppure si pensi agli studi su come la globalizzazione ha influito sulla distribuzione del reddito a livello mondiale o internazionale, principalmente attraverso le differenze nei tassi medi di crescita pro capite tra i Paesi⁸⁴.

A questo proposito, è interessante notare come l'impatto della globalizzazione e dell'apertura del commercio sulla distribuzione e disuguaglianza della ricchezza dipenda in parte dal livello di reddito medio del paese considerato: ad un livello di reddito molto basso, sono le fasce più alte di reddito a beneficiare dell'apertura dell'economia. All'aumentare del livello del reddito, ovvero nei paesi con redditi tra i \$4,000 e i \$7,000 annui a prezzi internazionali, la situazione sembra poi cambiare, ed il reddito relativo delle fasce più basse di reddito sperimenta tassi di crescita maggiori rispetto a quanto sperimentato delle classi più alte (primi due decili). Si potrebbe quindi affermare che l'effetto dell'apertura sulla distribuzione del reddito dipenda dal livello di reddito medio del paese.⁸⁵ Una delle spiegazioni a questo fenomeno riguarda il livello di istruzione e *skills* dei lavoratori: infatti, l'apertura dei paesi meno ricchi può risultare in un aumento della disuguaglianza favorendo i lavoratori con un livello medio-alto di istruzione e riducendo la quota di reddito dei lavoratori che presentano una bassa istruzione, lavoratori che generalmente non presentano il bagaglio di conoscenze e capacità necessario per le aziende dei paesi più ricchi. È quindi attraverso una più diffusa istruzione che l'apertura esercita un effetto equalizzante sul reddito.

Analisi più recenti mostrano inoltre come i soggetti con livelli di reddito più elevato abbiano sperimentato negli ultimi anni una crescita più lenta del reddito rispetto a quanto registrato negli anni precedenti: è possibile, infatti, affermare che a livello globale, dal 2008, i redditi più bassi abbiano sperimentato una crescita maggiore. A titolo di esempio, si consideri che i redditi intorno alla distribuzione mediana degli Stati Uniti (50° percentile) hanno registrato una crescita cumulata inferiore al 4% tra il 2008 e il 2013 e la sua posizione di reddito globale, a causa della lenta crescita, è peggiorata, passando dal 94° al 93° percentile. Analogamente, la mediana dell'Italia è scivolata dall'89° all'84° percentile globale e quella del Regno Unito dal 94° al 90°. D'altro canto, il reddito mediano della Cina è più che raddoppiato e la sua posizione di reddito globale è passata dal 51° al 60° percentile. Allo stesso modo, la mediana indiana è cresciuta del 66% e la sua posizione di reddito globale è migliorata dal 21° al 24° percentile globale.⁸⁶

Nel trattare il tema della disuguaglianza e a livello internazionale, e delle relative cause alla base delle sue dinamiche, è importante tenere in considerazione che l'analisi presenta diversi gradi di difficoltà. Questo è dovuto, ad esempio, alla necessità di analizzare le dinamiche di disuguaglianza in un numero elevato di paesi, alla necessità di utilizzare misure di disuguaglianza standard tra paesi e all'interno dei paesi,⁸⁷ o alla non sempre chiara definizione di distribuzione del reddito globale come risultante dell'aggregazione delle diverse indagini.⁸⁸

Il fenomeno di polarizzazione non si mostra solo tra diversi paesi, ma anche all'interno dei singoli paesi, specialmente in riferimento ai paesi meno avanzati. Questo è quanto emerge dalle figure 33 e 34, dove il contributo della disuguaglianza interna ai singoli paesi alla disuguaglianza mondiale è significativa (barra nera). È stato infatti dimostrato che la disuguaglianza presenta un carattere "bimodale" all'inizio degli anni '70, ovvero che ad un elevato numero di paesi con livelli medi di asimmetria distributiva si accompagna una più limitata presenza di paesi con disuguaglianza elevata, principalmente in America Latina. I due decenni successivi sono caratterizzati da livelli di disparità più omogenei, suggerendo una convergenza della struttura di classe tra i paesi. All'avvicinarsi degli anni 2000, il carattere bimodale è emerso

⁸³ Slaughter, Matthew J. and Phillip Swagel (1997), "The Effect of Globalization on Wages in the Advanced Economies", International Monetary Fund Staff Studies for the World Economic Outlook, December 1997; Dluhosch, Barbara (1998), "Globalization and European Labor Markets", October 1998, CEPR Discussion Paper No. 1992; Schott, Peter K. (1999), "One Size Fits All? Specialization, Trade and Income Inequality", October 31, 1999.

⁸⁴ Milanovic, (1999); Milanovic e Yitzhaki, (1999); Melchior et al. (1999); Schultz (1998), Sala-i-Martin (2002).

⁸⁵ Milanovic, B. (2005). Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys. The World Bank Economic Review, 19(1), 21-44.

⁸⁶ Milanovic, B., (2020). Elephant who lost its trunk: Continued growth in Asia, but the slowdown in top 1% growth after the financial crisis.

⁸⁷ Atkinson, A. B., & Brandolini, A. (2009). On analyzing the world distribution of income. Temi di discussione del Servizio Studi, Number 701, Banca d'Italia.

⁸⁸ Anand, S., & Segal, P. (2008). What do we know about global income inequality?. Journal of Economic Literature, 46(1), 57-94.

nuovamente, e in modo più marcato: il numero di società fortemente polarizzate è infatti aumentato, guidato da frizioni di transizione nell'area ex-URSS e dalla mancanza di miglioramenti nelle società storicamente ineguali. Questo fenomeno riguarda anche l'Italia.⁸⁹

Figura 33

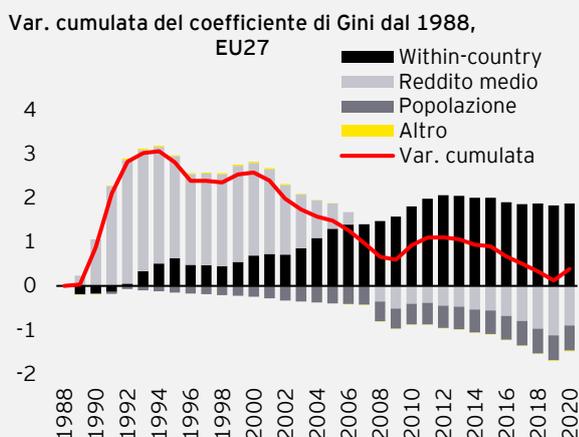
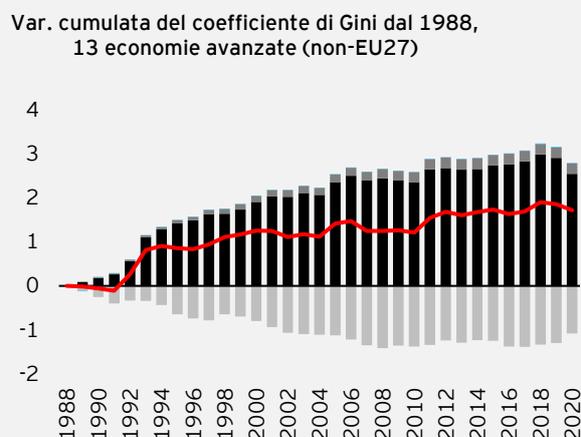


Figura 34



Fonte: Elaborazioni EY su dati Bruegel. Il dataset contiene le stime aggiornate del coefficiente di Gini globale e regionale contenute in Darvas (2019).⁹⁰ Ultimo aggiornamento: 13 gennaio 2023. Ultimo dato disponibile: 2020. Le 13 economie avanzate sono: Australia, Canada, Hong Kong (Cina), Islanda, Israele, Giappone Corea, Nuova Zelanda, Norvegia, Singapore, Svizzera, Taiwan, Stati Uniti.

A questo proposito, una fonte importante di informazioni per l'Italia è data dalle indagini sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia,⁹¹: nonostante questo tipo di indagini presentino delle limitazioni e dei punti ancora aperti, contengono una ricchezza di dati utilissima per analizzare diversi fenomeni economici nel nostro Paese.^{92,93} Incrociando questi dati con altre fonti, è possibile individuare tre fasi principali nell'andamento della disuguaglianza nel periodo post-bellico: una fase iniziale di stabilità, o di moderata diminuzione, negli anni '50 e '60; un forte calo negli anni '70; un periodo di fluttuazione attorno ad un trend dagli anni '80 in poi.⁹⁴

Dall'inizio degli anni '90 ad oggi, la differenza reddituale tra le fasce più ricche e le meno abbienti è andata poi aumentando. Se infatti all'inizio degli anni '90 il reddito (equivalente) medio degli appartenenti al decimo decile di reddito in Italia era circa sette volte quello delle fasce più basse (primo decile), negli ultimi trent'anni questo rapporto è cresciuto, raggiungendo un valore di circa dodici volte rispetto alle fasce meno abbienti, come mostrato nella figura 35. Questo fenomeno è dovuto anche ad una riduzione del reddito nel primo decile di circa il 40% negli ultimi trent'anni, a fronte di una crescita media di circa l'1%.

⁸⁹ Biancotti, C. (2004). A Polarization of Polarization? The Distribution of Inequality 1970-1996. Temi di discussione del Servizio Studi, Number 487, Banca d'Italia.

⁹⁰ Darvas, Z. (2019), 'Global interpersonal income inequality decline: the role of China and India', World Development 121, 16-32.

⁹¹ L'indagine è condotta dalla Banca d'Italia a partire dagli anni '60 per raccogliere informazioni su redditi, ricchezza e risparmi delle famiglie italiane. Nelle ultime indagini il campione è formato da circa 7,000 famiglie (16,000 individui), distribuite in circa 300 comuni italiani. Per maggiori informazioni, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagini-famiglie/index.html>.

⁹² Baffigi, A., Cannari, L., & D'Alessio, G. (2016). Cinquant'anni di indagini sui bilanci delle famiglie italiane: Storia, metodi, prospettive (fifty years of household income and wealth surveys: History, methods and future prospects). Bank of Italy Occasional Paper, (368).

⁹³ Tra le limitazioni: la difficoltà di comparabilità internazionale, la coerenza non sempre presente tra le informazioni microeconomiche e le stime aggregate, la tempestività delle stime, ed altro. Molteplici sono gli studi legati agli errori di misura, under-reporting, non risposta relative all'indagine sui bilanci delle famiglie. Tra questi è possibile citare Battistin et al. (2003), Biancotti et al. (2004), Brandolini et al. (2004), Bonci et al. (2005), Conti et al. (2014), D'Alessio, Iezzi (2015), D'Alessio, Neri (2015). Per maggiori informazioni, <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indagini-famiglie-imprese/bilanci-famiglie/metodologia-ibf/index.html>. Interessante a questo proposito la seguente citazione: "The experience to date suggests that sample surveys are unlikely by themselves to provide a fully satisfactory source of information about the size distribution of wealth as a whole. ... Sample surveys may be a valuable supplement to the estate data, throwing light on the wealth not covered by the estate returns; they may also provide useful information about the holdings of certain types of asset (e.g. consumer durables). But in our view they cannot provide an alternative to the estate method as a source of evidence about wealth-holding at the top of the scale." Atkinson, A. B. and A. J. Harrison (1978), Distribution of Personal Wealth in Britain. Cambridge: Cambridge University Press.

⁹⁴ Brandolini, A. (1999). The distribution of personal income in post-war Italy: source description, data quality, and the time pattern of income inequality. Temi di discussione del Servizio Studi, Number 350, Banca d'Italia.

Figura 35

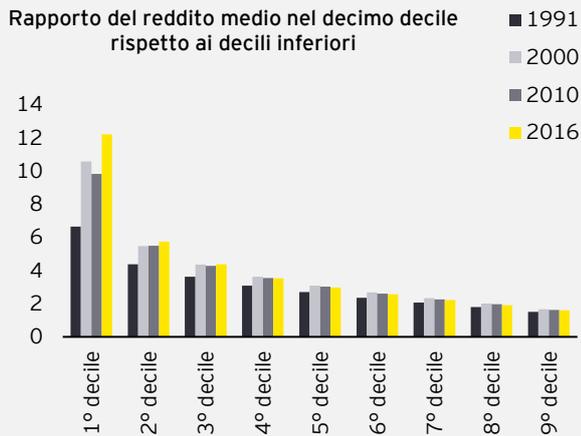
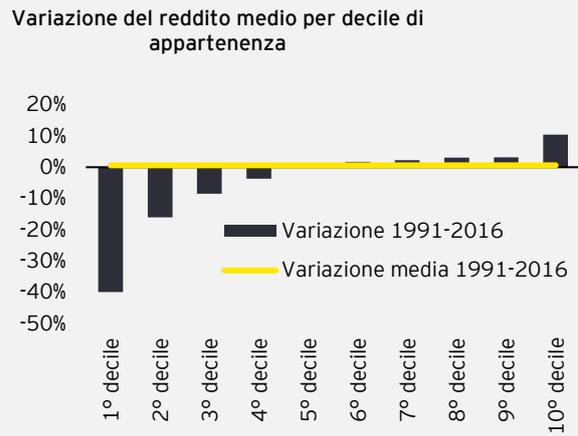


Figura 36



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia (Indagine sui bilanci delle famiglie italiane). Il reddito medio fa riferimento al reddito medio equivalente, ovvero il reddito di cui un membro di una famiglia dovrebbe disporre per raggiungere lo stesso livello di benessere che otterrebbe se visse da solo. Per maggiori informazioni, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo_IBF_2020.pdf. Il rapporto del reddito medio nel decimo decile rispetto ai decili inferiori è dato dal rapporto tra il reddito equivalente medio del decimo decile rapportato al reddito equivalente medio dei decili inferiori. I dati sul reddito medio sono stati deflazionari tenendo in considerazione l'indice per rivalutazioni annuale disponibile dall'indagine stessa.

Un'analisi più generale dell'andamento del reddito netto medio familiare (escluso da capitale finanziario) in Italia negli ultimi venticinque anni mostra come quest'ultimo si sia ridotto di circa il 10%. Questo dato è la risultante di una contrazione importante dei redditi provenienti dal lavoro indipendente (-17%) e dal lavoro dipendente (-43%), in parte bilanciato da una crescita dei redditi da trasferimenti (+11%) e da capitale reale (+18%).⁹⁵

Figura 37

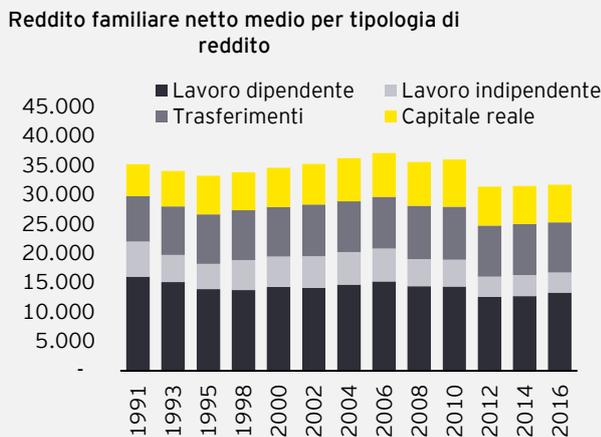
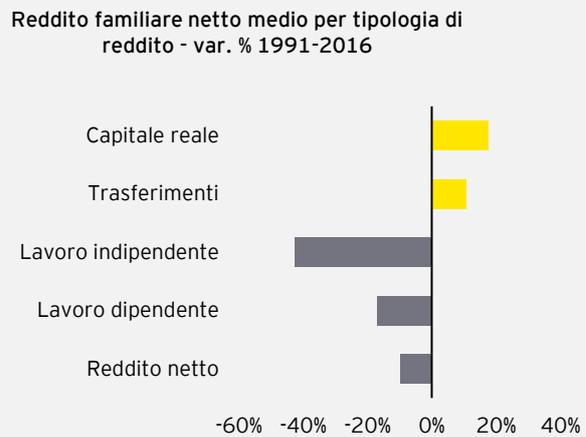


Figura 38



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia (Indagine sui bilanci delle famiglie italiane). I dati sul reddito medio sono stati deflazionari tenendo in considerazione l'indice per rivalutazioni annuale disponibile dall'indagine stessa. Il reddito netto fa riferimento al reddito netto escluso il capitale finanziario, al netto delle spese, delle tasse e dei contributi versati. Per maggiori informazioni, <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indagini-famiglie-imprese/bilanci-famiglie/documentazione/index.html>.

A fronte di un reddito complessivo in calo rispetto all'inizio degli anni '90, la ricchezza netta complessiva delle famiglie italiane è cresciuta del 18%. Questo aumento è principalmente la risultante di una crescita di

⁹⁵ Redditi da trasferimenti: somma dei redditi da trasferimenti e pensioni; redditi da capitale: somma dei redditi da fabbricati e da capitale finanziario.

simile entità (+20% nel periodo considerato) del valore delle attività reali,⁹⁶ a cui si affianca un aumento del 17% delle attività finanziarie e del 58% delle passività.

L'analisi sulla distribuzione del reddito e sulla disuguaglianza in Italia contiene inoltre dei risvolti interessanti se studiata da un profilo regionale. Le diverse regioni, infatti, presentano un grado di concentrazione del reddito diverso. Come evidenziato in uno studio della Banca d'Italia, "il quadro che emerge dai risultati conferma il tradizionale divario tra le regioni del Centro Nord e quelle del Mezzogiorno, in termini sia di reddito sia di ricchezza. Per entrambe queste variabili la concentrazione appare più elevata nelle regioni del Sud e minore nel Nord e soprattutto nel Centro".⁹⁷ In alcune regioni, la maggiore concentrazione è imputabile a fattori sociodemografici: il numero di percettori di reddito e la dimensione del comune di residenza sono le variabili che maggiormente spiegano la disuguaglianza di alcune regioni del Centro e del Mezzogiorno. Un ulteriore elemento da considerare nello spiegare questo fenomeno è la partecipazione femminile al lavoro: l'aumento dell'occupazione femminile, infatti, svolge un effetto equalizzatore, effetto la cui magnitudine è cresciuta nel tempo (più significativa alla fine degli anni '90 rispetto alla fine degli anni '70) e più importante nelle regioni del Nord.⁹⁸

In base a quanto mostrato precedentemente è quindi possibile affermare che, negli ultimi anni, le fasce medie ed inferiori di reddito hanno perso potere d'acquisto negli ultimi 20-30 anni. Questo fenomeno potrebbe, inoltre, essersi potenzialmente aggravato a seguito dell'aumento dei prezzi sperimentato negli ultimi anni.

In questo contesto è importante notare come l'aumento dei prezzi pesi maggiormente sulle famiglie più povere, a causa della differente composizione dei consumi delle famiglie attraverso le diverse fasce di reddito: si consideri, ad esempio, che la spesa per beni alimentari ed energia, ovvero le componenti che hanno registrato il rialzo dei prezzi maggiore, rappresenta per le famiglie appartenenti ai primi quintili una percentuale maggiore sul totale della spesa rispetto alle famiglie che rientrano nel quarto e quinto quintile di reddito.⁹⁹ Nello specifico, per le famiglie appartenenti al primo quintile di reddito, la spesa alimentare ammonta a circa il 26% della spesa totale, contro il 14% del quinto quintile; altro esempio è quello riguardante la spesa per energia, la quale, per il primo quintile, è pari al 12% della spesa totale, contro il 7% delle famiglie appartenenti al quinto quintile.

In riferimento al reddito delle famiglie, è importante inoltre notare come una parte consistente del gettito fiscale proveniente dalle imposte sul reddito delle persone fisiche sia attribuibile alla fascia di reddito media (29.000-55.000 euro). Questo è reso evidente nella figura 39, che mostra la percentuale dei contribuenti e della relativa imposta netta a loro riferita nell'anno di imposta 2021. Qui è possibile notare come al 20% circa dei contribuenti corrisponda circa il 30% del gettito relativo a tale imposta, ovvero circa 53 miliardi di euro.

Questi numeri assumono ancora più significato se rapportati alla dimensione stimata dell'economia non osservata in Italia, stimata dall'Istituto Nazionale di Statistica Italiana (ISTAT) in circa 203 miliardi al 2019, ovvero l'11,3% del PIL.¹⁰⁰ Gettito fiscale ed economia non osservata si inseriscono inoltre in un contesto di elevati tassi di interesse, che si ripercuote, tra i diversi aspetti, anche sul costo del debito pubblico. Quest'ultimo è stimato, al 2023, in oltre 78 miliardi.¹⁰¹

⁹⁶ Il valore delle attività reali è dato dalla somma del valore degli immobili posseduti dalla famiglia (abitazioni, terreni e altri fabbricati), dal valore delle attività reali delle aziende di proprietà della famiglia (e dove i componenti della famiglia lavorano come indipendenti), e dagli oggetti di valore. Per maggiori informazioni, <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indagini-famiglie-imprese/bilanci-famiglie/documentazione/index.html>.

⁹⁷ Cannari, L., D'Alessio, G. (2003). La distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane. Temi di discussione del Servizio Studi, Number 482, Banca d'Italia

⁹⁸ Del Boca, D., Pasqua, S. (2003). Employment patterns of husbands and wives and family income distribution in Italy (1977-98). *Review of Income and Wealth*, 49(2), 221-245.

⁹⁹ Economia italiana ancora resiliente a incertezza e shock?, Rapporto di previsione - Centro Studi Confindustria, Autunno 2022.

¹⁰⁰ ISTAT, Economia non osservata nei conti nazionali. Per maggiori informazioni, <https://www.istat.it/it/archivio/275914>.

¹⁰¹ Documento di Economia e Finanza 2023 - Nota di aggiornamento, pag. 58.

Figura 39

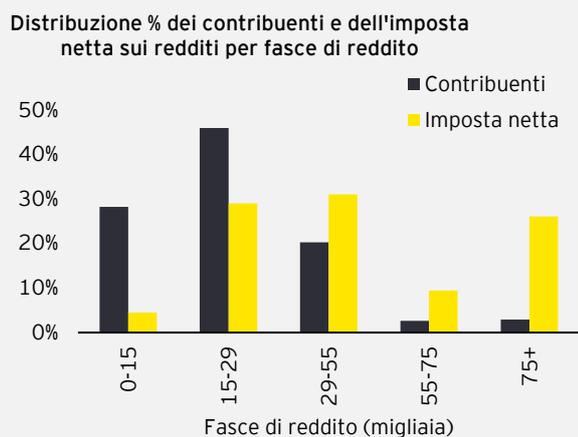
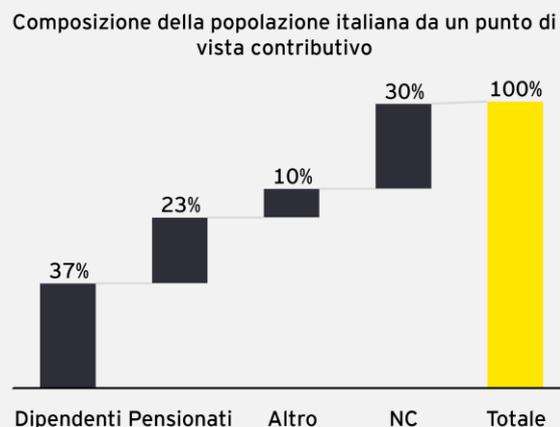


Figura 40



Fonte: Elaborazioni EY su dati Ministero dell'Economie e delle Finanze. NC: non contribuenti. Le somme potrebbero non riportare a 100% a causa di arrotondamenti.

Infine, è utile ricordare la composizione della popolazione italiana da un punto di vista contributivo. Su una popolazione complessiva di circa 59 milioni di persone, il 37% sono lavoratori dipendenti, il 23% pensionati, il 10% fa riferimento alle altre categorie (ad esempio i lavoratori autonomi), ed il 30% sono non contribuenti.¹⁰²

¹⁰² Si fa riferimento all'anno di imposta 2021. Ministero dell'Economia e Finanze - dipartimento delle finanze. Per maggiori informazioni, https://www1.finanze.gov.it/finanze/pagina_dichiarazioni/public/dichiarazioni.php.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Nel secondo trimestre del 2023 il PIL ha registrato una contrazione dello 0,4% rispetto al trimestre precedente (crescita congiunturale) ed una crescita dello 0,3% rispetto al secondo trimestre dell'anno precedente (crescita tendenziale). Il dato rappresenta una revisione al ribasso rispetto alla stima preliminare di fine luglio 2023, quando si attestava una contrazione congiunturale pari allo 0,3% ed una crescita tendenziale dello 0,6%. Questa contrazione è la risultante di un andamento dei consumi sostanzialmente piatto rispetto al trimestre precedente (0,0%), ad un forte calo degli investimenti (-1,7%), e ad una riduzione delle esportazioni (-0,6%) legata ad un rallentamento dell'economia mondiale.

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

Figura 41

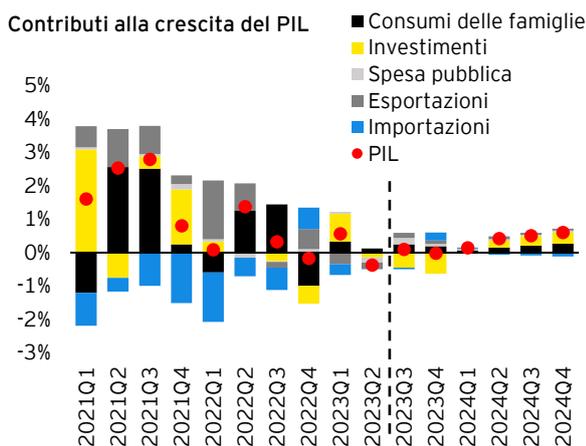
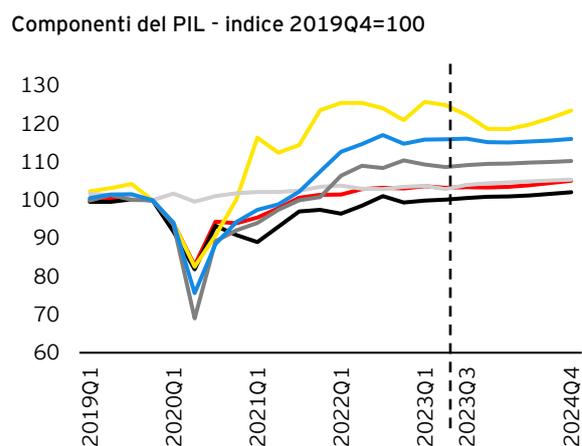


Figura 42



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

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

Dopo la frenata dell'economia italiana nel secondo trimestre 2023, ci si attende che il 2023 chiuda con una crescita complessiva dello 0,7%, con il terzo e il quarto trimestre caratterizzati da una crescita sostanzialmente piatta. Ci si attende poi un 2024 leggermente più dinamico (0,8%), 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'1,5% rispetto al 2022, perdendo parte dello slancio nell'anno successivo (1,1% nel 2024). I consumi privati, infatti, beneficiano nel 2023 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 a mostrare una certa resilienza grazie ad una propensione al consumo ancora più alta rispetto alle regolarità storiche. La crescita del PIL sarà inoltre

sostenuta da un contributo positivo delle esportazioni nette, dovute ad un calo delle importazioni e ad un commercio mondiale in ripartenza.

Sono attesi in frenata gli investimenti nel 2023 (-0,4%) e nell'anno successivo (-0,7%); anche in mancanza di ulteriori restrizioni monetarie, infatti, risultano comunque scoraggiati dai tassi di interesse elevati.

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

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2020	2021	2022	2023	2024
PIL, var. %	-9,0%	8,3%	3,9%	0,7%	0,8%
Consumi delle famiglie, var. %	-10,4%	5,3%	5,0%	1,5%	1,1%
Investimenti totali, var. %	-8,0%	20,7%	10,1%	-0,4%	-0,7%
Esportazioni, var. %	-14,3%	14,0%	10,7%	0,6%	0,7%
Importazioni, var. %	-12,7%	15,2%	13,1%	0,9%	-0,2%
Tasso di disoccupazione	9,4%	9,5%	8,1%	7,6%	7,2%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	-0,1%	1,9%	8,2%	5,9%	2,7%
Deficit, % del PIL	-9,5%	-8,8%	-7,9%	-4,8%	-4,2%
Debito pubblico, % del PIL	155,0%	147,2%	141,6%	141,6%	142,7%

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

Il deficit pubblico è atteso al 4,8% nel 2023 e 4,2% nel 2024, mentre il debito pubblico risentirà della scarsa crescita del PIL tra il 2023 ed il 2024, attestandosi al 142,7% 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.

L'impatto di una parziale realizzazione del PNRR

Le previsioni appena descritte assumono l'effettiva implementazione delle riforme e dei progetti del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) come previsto dalla Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2023. Allo scenario *baseline* è possibile affiancare un'analisi che consideri una parziale implementazione del piano.

Nello specifico, si identificano due scenari alternativi alla previsione di base, che prevedono:

- ▶ **Scenario 1:** una spesa pari al 90% delle risorse previste per il 2023 e 2024;
- ▶ **Scenario 2:** una spesa pari al 70% delle risorse previste per il 2023 e 2024.

Si assume che le risorse vengano spese in investimenti pubblici (stimati essere pari al 62% del totale delle risorse), consumi collettivi (12%) e in altre categorie di spesa (e.g., incentivi di varia natura, il 26%).¹⁰³

¹⁰³ Per la scomposizione per tipo di spesa (investimenti, consumi o altro) si rimanda al working paper N°2 *A macroeconomic assessment of the Italian National Recovery and Resilience Plan*, march 2022, Ministry of Economy and Finance.

Figura 43

PIL reale, Italia (mln €)

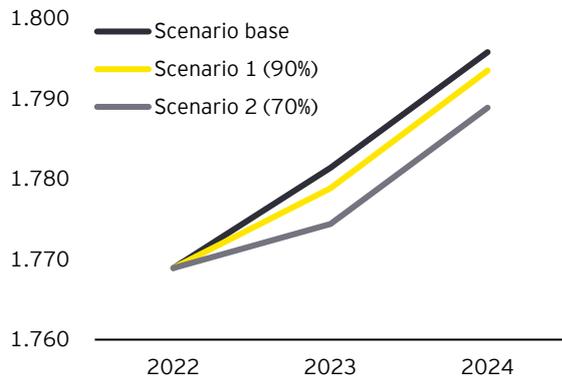


Tabella 2: Crescita del PIL nei tre scenari

	2023	2024
Baseline	0,7%	0,8%
Scenario 1 (90%)	0,6%	0,8%
Scenario 2 (70%)	0,3%	0,8%

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

Tenendo in considerazione questi due scenari, si stima che nello Scenario 1 (cioè caso di spesa delle risorse PNRR al 90% di quanto previsto per il 2023 e 2024), il PIL registrerebbe una crescita dello 0,6% nel 2023 ed una crescita dello 0,8% nel 2024. Nello Scenario 2 (spesa delle risorse PNRR al 70% di quanto previsto per il 2023 e 2024), l'economia italiana sperimenterebbe una crescita dello 0,3% nel 2023 e dello 0,8% nel 2024, segnando così un anno di crescita decisamente sottotono. Come già accennato, quindi, le risorse del PNRR rappresentano una leva importante della crescita del PIL italiano nel 2023 e nel 2024, in un contesto di crescenti tassi di interesse che scoraggiano consumi ed investimenti privati.

Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni sopra descritte si basano su una serie di assunzioni che delineano lo scenario di riferimento.¹⁰⁴ 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 18\$/mmbtu entro la fine del 2023, e intorno ai 23\$/mmbtu entro la fine del 2024;
- ▶ **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio intorno agli 83\$ al barile nel 2023,¹⁰⁵ e che, dopo un rialzo agli inizi del 2024, rimanga stabile negli anni successivi intorno agli 85\$;
- ▶ **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,09;
- ▶ **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;¹⁰⁶
- ▶ **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 a fine 2024 una riduzione di circa mezzo punto 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 all'11 ottobre 2023. I dati dell'analisi sono aggiornati all'11 ottobre 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 tra Russia e Ucraina:** le tensioni relative al conflitto 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.

¹⁰⁴ I dati sono aggiornati al 3 luglio 2023.

¹⁰⁵ Si fa riferimento al prezzo del Brent.

¹⁰⁶ 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;¹⁰⁷
- ▶ 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.

¹⁰⁷ 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 Macroeconomy¹⁰⁸

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).¹⁰⁹ 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 agguistano 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.

¹⁰⁸ Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

¹⁰⁹ "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