



EY Italian Macroeconomic Bulletin

N°6 | Marzo 2024

Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati	7
03. Il quadro europeo	11
03.1 Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali	11
03.2 Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona	13
04. L'economia italiana	20
04.1 L'andamento dell'economia reale e del credito in Italia	20
04.2 L'andamento dei prezzi in Italia	22
04.3 Approfondimento: dinamiche del commercio estero italiano	26
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	31
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	35
07. Appendice Tecnica	37

Executive summary

- ▶ La crescita mondiale è attesa stabile nel 2024 al 3,1%, per accelerare moderatamente al 3,2 % nel 2025. L'inflazione a livello globale è attesa ridursi dal 6,9 % del 2023 al 5,8% nel 2024 ed al 4,6% nel 2025.
- ▶ Lo scenario internazionale è ancora caratterizzato da una forte incertezza, dovuta ad una situazione geopolitica fragile e ai segnali contrastanti provenienti dalle principali economie mondiali: ad esempio, ci si aspetta un'economia poco dinamica nel Regno Unito e in Germania ma una crescita più sostenuta negli Stati Uniti, proseguono le incertezze sulla situazione delle supply chain globali, ed è ancora incerto il ritmo di normalizzazione delle politiche monetarie delle maggiori banche centrali.
- ▶ L'inflazione nell'Eurozona è in calo e sta tornando sotto controllo: si registra a gennaio 2024 una crescita del livello dei prezzi del 2,8% (2,7% se si considera il livello dei prezzi medio degli ultimi tre mesi disponibili - novembre, dicembre e gennaio, rispetto a quelli dello stesso periodo di 12 mesi fa). Più persistente l'inflazione di fondo (inflazione core) al 3,6% (3,9% nei tre mesi considerati precedentemente), specialmente nella sua componente dei servizi. Gli effetti della politica monetaria restrittiva continuano quindi a sortire i loro effetti sull'inflazione e, allo stesso tempo, sull'attività economica, come mostrato dalla crescita sostanzialmente nulla dell'Eurozona nell'ultimo trimestre del 2023. In particolare sofferenza il settore industriale nei maggiori paesi europei, soprattutto in Germania. L'andamento della produzione industriale e altri indicatori a più alta frequenza non indicano, inoltre, un miglioramento nel breve termine.
- ▶ Anche in Italia l'inflazione rimane contenuta, nonostante un leggero aumento nel mese di gennaio (0,8% rispetto allo 0,6% registrato a dicembre, confermando in ogni caso uno scenario di inflazione al di sotto del 2% da ottobre 2023). La crescita del monte salari negli ultimi trimestri si traduce in una leggera ripresa del potere di acquisto delle famiglie, sostenendo così in parte i consumi. Dall'altra parte, però, il risparmio accumulato durante il periodo della pandemia, che ha supportato in parte i consumi nei trimestri precedenti, è in via di esaurimento, riducendo così il suo contributo positivo.
- ▶ Il fragile quadro geopolitico si traduce in un parziale cambiamento dei rapporti commerciali italiani, che negli ultimi anni si sono reindirizzati verso paesi geopoliticamente affini, quali i paesi dell'America settentrionale. Le relazioni commerciali risultano inoltre sempre più complesse, con un valore maggiore di beni che superano più frontiere prima di raggiungere il mercato di destinazione.
- ▶ In questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dello 0,7% nel 2024 e dell'1,2% nel 2025, mentre il tasso di inflazione passerà dal 5,6% nel 2023 all'1,9% nel 2024 e 1,8% nel 2025. Le previsioni sono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando i segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili, nonché gli ultimi eventi geopolitici.
- ▶ Due simulazioni effettuate con il modello di EY su possibili scenari di un impiego parziale dei fondi del PNRR ne sottolineano l'importanza per la crescita anche nel breve-medio periodo. Nello specifico, un utilizzo del 70% e 90% delle risorse previste rispettivamente nel 2024 e 2025 comporterebbe una riduzione cumulata della crescita al 2025 di circa 0,6 punti percentuali rispetto al completo utilizzo di queste risorse; un utilizzo del 50% e 70% delle risorse nei due anni di analisi si tradurrebbe in una riduzione cumulata ancora più accentuata (1 punto percentuale).

Figura 1: PIL reale, Italia - var. %

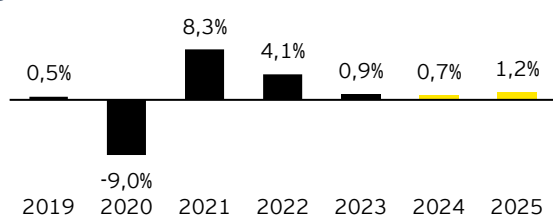
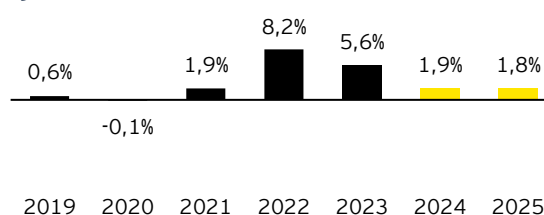


Figura 2: Prezzi al consumo, Italia - var. %



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

Nel suo ultimo World Economic Outlook (WEO) pubblicato a gennaio 2024, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevede una crescita dell'economia mondiale per il 2023 pari al 3,1%, seguita successivamente da una crescita di pari o simile entità nei due anni successivi (3,1% e 3,2% nel 2024 e 2025 rispettivamente).¹

Nonostante la crescita rimanga sotto la media del ventennio precedente la crisi pandemica (2000-2019, pari al 3,8%), questa si mostra leggermente più elevata di quanto registrato nell'anno precedente la pandemia (2,8% nel 2019). È inoltre importante considerare come, per il 2024, le ultime previsioni siano in miglioramento, a livello globale, rispetto alle precedenti previsioni.²

Nel complesso si evidenziano però degli andamenti differenti per le principali economie globali. Da un lato, infatti, le previsioni per gli Stati Uniti indicano una crescita, al 2023, del 2,5%, seguita da una crescita del 2,1% e 1,7% nei due anni successivi. La previsione per il 2024 è stata caratterizzata da una importante rivisitazione rispetto alle precedenti previsioni di ottobre, rivisitazione che dà la misura dell'andamento dell'economia americana negli ultimi mesi: tra ottobre 2023 e gennaio 2024, il Fondo Monetario Internazionale ha incrementato, infatti, le previsioni di 0,6 punti percentuali (p.p.).

Opposta invece la situazione per l'Eurozona, che mostra un'economia sottotono e caratterizzata da una ripresa più lenta. A gennaio 2024 il FMI prevede, infatti, una crescita dello 0,5% per il 2023, con una leggera ripresa nel 2024 (0,9%) seguita da una accelerazione nel 2025 (1,7%). Queste proiezioni rappresentano una revisione al ribasso rispetto alle previsioni di ottobre 2023 rispettivamente di -0,3 e -0,1 punti percentuali.

A conclusioni simili giunge anche l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) nelle sue previsioni di febbraio (nello specifico, la crescita negli USA è attesa al 2,5% nel 2023, al 2,1% nel 2024 e 1,7% nel 2025; meno ottimista invece la crescita per l'Eurozona, con una crescita attesa dello 0,5% nel 2023, 0,6% nel 2024 e 1,3% nel 2025).³

Figura 3: PIL reale - var. %

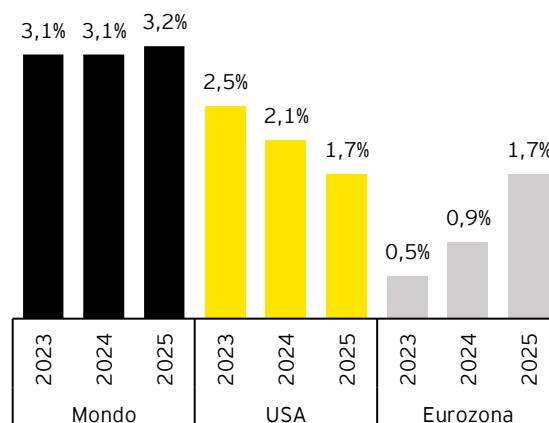
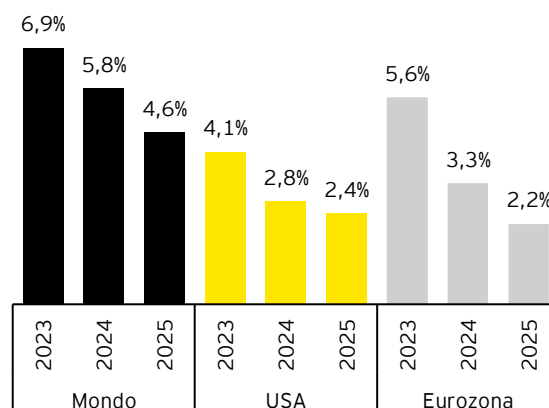


Figura 4: Prezzi al consumo - var. %



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni IMF World Economic Outlook, gennaio 2024. Il dato sui prezzi al consumo fa riferimento all'edizione di ottobre 2023.

¹ IMF World Economic Outlook, January 2024.

² IMF World Economic Outlook, October 2023.

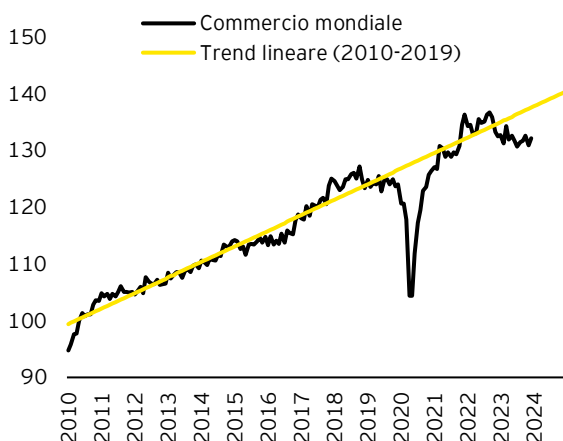
³ OECD Economic Outlook, Interim Report February 2024.

In riferimento all'andamento del tasso di inflazione a livello globale, in generale ci si attende una riduzione rispetto ai picchi raggiunti nel 2022, nonostante i valori continueranno a rimanere maggiori della media registrata nel ventennio precedente (3,9% nel periodo 2000-2019). Nel complesso, si prevede un tasso di inflazione leggermente inferiore al 7,0% nel 2023, con una riduzione al 5,8% nel 2024 e una riduzione ulteriore di 1,2 punti percentuali nel 2025 (al 4,6%).

Per gli Stati Uniti le attese sono di una inflazione annuale al 2023 pari al 4,1%, a cui segue una riduzione al 2,8% nel 2024 e 2,4% nel 2025, valore più in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi individuato dalla Federal Reserve. Traiettorie simili attese anche per l'Eurozona (5,6% nel 2023, per poi passare al 3,3% nel 2024 e 2,2% nel 2025).

Una crescita dell'economia mondiale minore rispetto a quella del precedente ventennio, con la presenza di alcune importanti regioni che mostrano una crescita economica sottotono, si traduce in una riduzione della domanda mondiale complessiva, che a sua volta comporta un rallentamento del commercio mondiale.⁴

Figura 5: Commercio in volume, mondo - indice, 2010=100

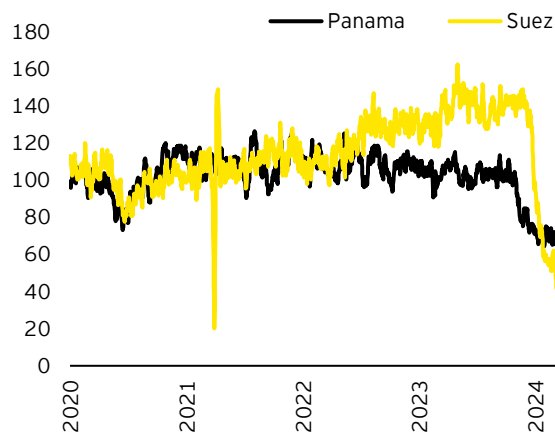


Fonte: Elaborazioni EY su dati CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. Si fa riferimento al commercio di beni. Ultimo dato disponibile: dicembre 2023.

L'andamento del commercio internazionale è frutto, inoltre, dei maggiori rischi geopolitici e riaccensione di conflitti negli anni,⁵ nonché di specifiche situazioni ambientali.

Si prendano, a questo proposito, le difficoltà registrate in due degli snodi commerciali più importanti a livello globale, ovvero il Canale di Suez ed il Canale di Panama.

Figura 6: Volume del commercio che transita nel canale di Panama e Canale di Suez - indice, 2020=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati IMF PortWatch. I dati sono rappresentati come indice della media mobile a 7 giorni del volume del commercio espresso in migliaia di tonnellate metriche. Ultimo dato disponibile: 17 marzo 2024.

Nel Canale di Suez le difficoltà sono di natura geopolitica, scaturite da un parziale allargamento del conflitto tra Hamas ed Israele. Si consideri che il 90% del volume degli scambi globali avviene via mare e di questo, prima di questa crisi, il 12% transitava per il Canale di Suez.⁶

Nel canale di Panama, invece, le difficoltà sono principalmente legate a cause naturali. La siccità causata dalle insufficienti precipitazioni sul lago Gatún, che alimenta il canale, ha ridotto i flussi commerciali in maniera significativa (circa il 30%) dall'inizio dell'anno, come evidente nella Figura 6.⁷

Se da un lato la situazione appena descritta rappresenta un elemento di rischio per l'andamento del commercio e, potenzialmente, anche per l'inflazione a causa di squilibri tra domanda e offerta di merci, dall'altro i prezzi

⁴ Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., Hespert, L., Linzenich, J., Meunier, B. (2024). Global trade in the post-pandemic environment. ECB Issue 1, 2024. Box 1.

⁵ Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.

⁶ Confindustria, Congiuntura Flash, gennaio 2024.

⁷ Arslanalp, S., Koepke, R., Sozzi, A., Verschuor, J. (2023). Climate Change is Disrupting Global Trade, IMF Blog, November 2023.

delle principali materie prime non sembrano aver registrato delle variazioni significative al rialzo.

Dopo l'aumento registrato in ottobre, il prezzo del gas naturale quotato sul mercato europeo ha intrapreso una direzione discendente (8,15 \$/mmbtu⁸ a febbraio 2024, contro 14,57 \$/mmbtu ad ottobre 2023), riportando le quotazioni verso valori più in linea con quelle registrate nel periodo pre-pandemia. Sulla stessa linea anche il prezzo del gas quotato sul mercato americano⁹ (1,72 \$/mmbtu a febbraio 2024, contro 2,99 \$/mmbtu ad ottobre 2023, dopo il picco di 3,18 \$/mmbtu a gennaio 2024).

Sostanzialmente stabile invece il prezzo del Brent il quale, dopo un aumento verso gli ultimi mesi dell'anno (91,1 \$/bbl¹⁰ ad ottobre) ha registrato un rientro delle quotazioni (83,8 \$/bbl a febbraio 2024, in aumento dopo gli 80,2 \$/bbl di gennaio 2024).

Analizzando nel dettaglio i movimenti dei prezzi dell'energia, ed assumendo una prospettiva di più breve periodo, è possibile valutare in maniera più precisa gli effetti delle recenti turbolenze geopolitiche.

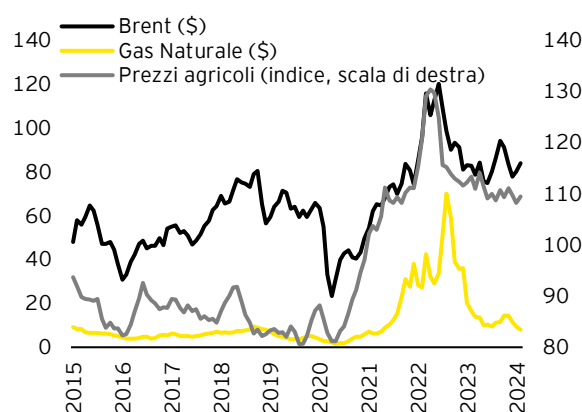
È interessante, a questo proposito, notare come, dopo il riaccendersi delle tensioni in Medio Oriente, il prezzo del gas naturale quotato sui mercati europei abbia registrato un aumento, mentre il petrolio (Brent) ha mantenuto le quotazioni sostanzialmente invariate o in calo, dinamica principalmente spiegata dalla presenza di giacimenti di gas al largo delle coste di Gaza.

L'effetto opposto sembra, invece, manifestarsi a seguito delle tensioni con gli Houthi (aumento delle quotazioni del petrolio e riduzione delle quotazioni del gas), essendo lo Yemen un importante sito produttivo di petrolio.

In riferimento all'indice dei prezzi agricoli, quest'ultimo continua a mostrare una direzione discendente. A questo proposito però è importante tenere in considerazione che l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e la riduzione della capacità di esportazione dell'Ucraina, anche attraverso la distruzione di

terreni e strutture agricole e il blocco parziale delle esportazioni del Paese, ha ridotto un'importante fonte globale di approvvigionamento di cereali.¹¹ Un'escalation del conflitto in Medio Oriente, con le relative interruzioni delle forniture energetiche ed il conseguente aumento dei prezzi dell'energia, potrebbe esacerbare in modo sostanziale l'insicurezza alimentare, aumentando i costi di produzione degli alimenti.¹²

Figura 7: Prezzi delle materie energetiche (\$) e indice dei prezzi agricoli (2010=100)



Fonte: Elaborazioni EY su dati World Bank. I prezzi del Brent e del gas naturale sono espressi rispettivamente in \$/bbl e \$/mmbtu. Il prezzo del gas naturale fa riferimento al gas naturale quotato nel Title Transfer Facility (TTF). L'indice dei prezzi agricoli considera il prezzo di diversi beni e derivati legati all'agricoltura a livello globale (ad esempio, il prezzo del grano). Ultimo dato disponibile: febbraio 2024.

Il livello rimane in ogni caso ben al di sopra i livelli registrati nel periodo ricompreso tra il 2015 e l'inizio della crisi pandemica, creando potenziale instabilità sia dal punto di vista dell'inflazione globale sia dal punto di vista della sicurezza alimentare,^{13, 14} nonostante il complessivo miglioramento delle condizioni di offerta a livello mondiale stia sortendo degli effetti positivi sul livello dei prezzi.¹⁵

L'elevato livello dei prezzi e la maggiore incertezza rappresentano dei fattori di potenziale minore crescita per l'economia globale: un aumento ulteriore dei prezzi dell'energia potrebbe far salire l'inflazione,

⁸ Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

⁹ 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.

¹⁰ Dollari per barile di petrolio. Un barile equivale a circa 159 litri.

¹¹ Mottaleb, K. A., G. Kruseman, and S. Snapp. 2022. "Potential Impacts of Ukraine-Russia Armed Conflict on Global Wheat Food Security: A Quantitative Exploration." *Global Food Security* 35: 12.

¹² World Bank. 2023a. *Commodity Markets Outlook: Under the Shadow of Geopolitical Risks*. October. Washington, DC: World Bank.

¹³ Vos, R., Glauber, J., Hernandez, M., Laborde D. (2022). *COVID-19 and Rising Global Food Prices: What's Really Happening?* IFPRI. Washington, DC.

¹⁴ WFP & FAO. 2022. *Hunger Hotspots: FAO-WFP early warnings on acute food insecurity*. October 2022 to January 2023 Outlook.

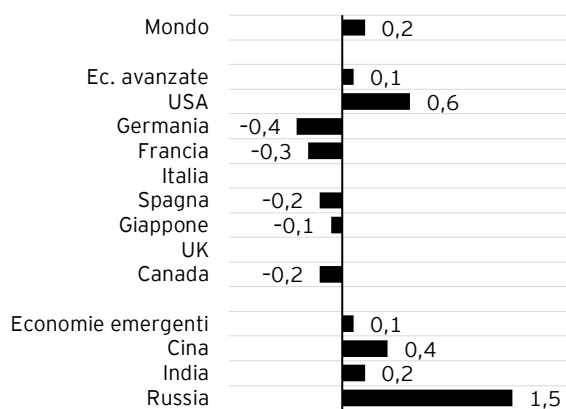
¹⁵ World Bank *Global Economic Prospects*, January 2024.

ridurre la fiducia delle imprese e dei consumatori, e portare ad un inasprimento delle condizioni finanziarie, frenando gli investimenti e l'attività economica complessiva. In merito all'importanza dell'andamento dei prezzi dell'energia, si pensi ad esempio che negli ultimi cinquanta anni le fluttuazioni del prezzo del petrolio sono state la causa principale della volatilità dell'inflazione globale, soprattutto negli ultimi due decenni.¹⁶ L'aumento dell'incertezza sullo scenario geopolitico e sugli esiti dei conflitti potrebbe aggravare questi effetti.¹⁷

La crescita nelle maggiori economie mondiali: gli ultimi dati

Come anticipato, la revisione della previsione del Fondo Monetario Internazionale della crescita globale, specialmente nel 2024, nasconde delle differenze importanti tra le principali economie mondiali.

Figura 8: Revisioni delle previsioni di crescita del PIL al 2024 del FMI a gennaio 2024 rispetto ad ottobre 2023 (punti percentuali)



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni IMF World Economic Outlook, gennaio 2024. La voce "economie emergenti" fa riferimento alle economie emergenti e ai paesi in via di sviluppo.

In riferimento alle economie avanzate, se da un lato gli Stati Uniti sono attesi crescere in modo significativamente più forte nel 2024

rispetto a quanto atteso ad ottobre 2023, questo dato è bilanciato da una revisione al ribasso delle aspettative di crescita per i principali paesi dell'Eurozona. Spiccano, tra questi, Francia e Germania, con una riduzione delle prospettive di crescita rispettivamente di 0,3 e 0,4 punti percentuali.

Uno scenario simile si mostra per le economie emergenti, dove spiccano dei miglioramenti delle prospettive di crescita particolarmente importanti per la Cina e della Russia.

Stati Uniti

Gli Stati Uniti hanno registrato nel quarto trimestre del 2023 una crescita dello 0,8% rispetto al trimestre precedente, dopo una crescita al terzo trimestre dell'1,2%. Nello specifico, il quarto trimestre è stato caratterizzato da una forte crescita dei consumi privati (che passano da una crescita congiunturale dello 0,8% nel terzo trimestre ad una crescita dello 0,7% nel quarto trimestre), che riflettono una crescita di entità simile del consumo di beni e servizi (rispettivamente 0,8% e 0,7%). In riferimento ai beni, si registra un tasso di crescita simile per le due componenti di beni durevoli e non durevoli (0,8% in entrambi i casi). Una modesta crescita si registra invece per gli investimenti (0,2%), dopo due trimestri di forte accelerazione (1,3% e 2,4% rispettivamente nel secondo e terzo trimestre del 2023). Nel complesso il 2023 si chiude con una crescita del 2,2% dei consumi privati, una contrazione degli investimenti privati dell'1,2%, una crescita delle esportazioni (2,7%) accompagnata da una riduzione delle importazioni (-1,6%), ed una crescita importante dei consumi e investimenti pubblici (4,0%).¹⁸

I dati più recenti mostrano, inoltre, come a gennaio 2024 la spesa per consumi abbia segnato una leggera contrazione rispetto al mese precedente (-0,1% contro lo 0,6% a dicembre 2023 e 0,4% a novembre).¹⁹ Il rallentamento può essere in parte spiegato dalla riduzione dell'eccesso di risparmio che le famiglie

¹⁶ Ha, J., Kose, M. A., Ohnsorge, F., Yilmazkuday, H. (2023). "What Explains Global Inflation." Policy Research Working Paper 10648, World Bank, Washington, DC.

¹⁷ Caldara, D., Conlisk, S., Iacoviello, M., Penn, M. (2023). "Do Geopolitical Risks Raise or Lower Inflation?" Federal Reserve Board, Washington, DC.

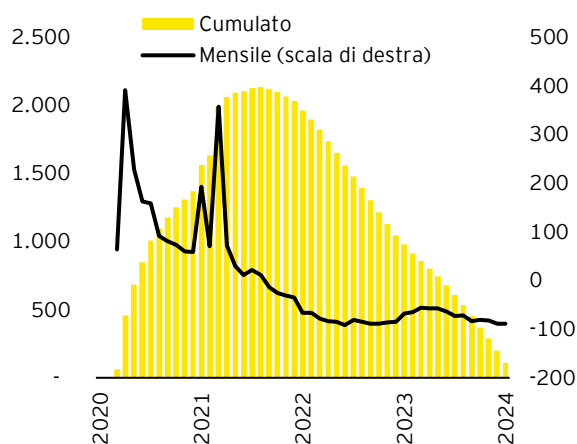
¹⁸ Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2023 (Second Estimate), Fourth Quarter 2023,

<https://www.bea.gov/news/2024/gross-domestic-product-fourth-quarter-and-year-2023-second-estimate>.

¹⁹ Bureau of Economic Analysis (BEA), Personal Income and Outlays, January 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/news/2024/personal-income-and-outlays-january-2024>.

avevano accumulato negli anni della pandemia, tra il 2020 ed il 2021. Questi risparmi hanno probabilmente supportato i consumi delle famiglie tra il 2022 ed il 2023, il che potrebbe anche in parte spiegare la resilienza dell'economia americana, nonostante le numerose incertezze derivanti dal contesto economico e geopolitico.^{20,21}

Figura 9: Eccesso di risparmio (miliardi, \$), USA



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of San Francisco.

Questi dati si accompagnano ad un mercato del lavoro dinamico: a febbraio, infatti, la crescita del numero di occupati negli Stati Uniti è stata di 275.000 unità rispetto al mese precedente, a cui si affianca un tasso di disoccupazione stabile sotto al 4% (3,9%).²²

Stabile anche l'attività del comparto industriale, mentre aumenta quella manifatturiera: la prima registra, a febbraio 2024, una crescita dello 0,1% rispetto al mese precedente, mentre la seconda registra una crescita più sostenuta (0,8%). In termini tendenziali, però, la produzione industriale e manifatturiera sono in contrazione, con una riduzione rispettivamente dello 0,2% e 0,7% a febbraio 2024.²³

In riferimento alle attese per i prossimi trimestri, le ultime proiezioni della Federal Reserve Bank di New York di febbraio 2024 indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compresa tra un range di -0,3% e +2,86%, con una mediana dell'1,36%,²⁴ a dimostrazione della presenza di forte incertezza sull'andamento dell'attività economica, anche se con valori più positivi rispetto a quanto sperimentato precedentemente.

Sempre riguardo alle aspettative della Federal Reserve Bank di New York, le previsioni a breve periodo sull'andamento dell'economia statunitense indicano, per il primo trimestre del 2024, un tasso di crescita annualizzato²⁵ dell'1,78% e del 2,09% per il secondo trimestre.²⁶

Regno Unito

In riferimento alle altre principali economie globali, si registra una contrazione dello 0,3% nel quarto trimestre del 2023 per il Regno Unito, successiva alla più modesta contrazione dello 0,1% nel terzo trimestre. La performance dell'ultimo trimestre è dovuta ad un contributo negativo dei consumi privati e pubblici e delle esportazioni nette, mentre si è registrata una crescita negli investimenti dopo il calo del trimestre precedente. Nel complesso, il 2023 si chiude per il Regno Unito con una crescita modesta, dello 0,1% rispetto all'anno precedente.²⁷

I dati congiunturali mostrano un debole segnale di miglioramento: a gennaio il settore dei servizi ha registrato una crescita su base mensile dello 0,2%, dopo la leggera contrazione del mese precedente (-0,1%).²⁸

Una crescita più marcata viene invece registrata nel settore delle costruzioni (1,1% a gennaio, crescita che fa seguito a tre mesi di contrazione), mentre la produzione industriale si riduce dello 0,2% rispetto a dicembre 2023

²⁰ Abdelrahman, Hamza, and Luiz E. Oliveira. 2023a. "Data Revisions and Pandemic-Era Excess Savings." SF Fed Blog, November 8.

²¹ Abdelrahman, Hamza, and Luiz E. Oliveira. 2023b. "Excess No More? Dwindling Pandemic Savings." SF Fed Blog, August 16.

²² U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation Summary. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/bls/news-release/empsit.htm#2024>.

²³ Industrial Production and Capacity Utilization, gennaio 2024. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/g17/current/default.htm>.

²⁴ 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>.

²⁵ Per maggiori informazioni, <https://www.bea.gov/help/faq/463>.

²⁶ Per maggiori informazioni, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/nowcast#/overview>.

²⁷ Office for National Statistics (ONS), GDP first quarterly estimate, UK: October to December 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletin/s/gdpfirstquarterlyestimateuk/octobertodecember2023>.

²⁸ Office for National Statistics, Index of Services, UK: January 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/january2024>.

(contrazione che fa seguito ad una crescita dello 0,6% a dicembre).^{29, 30}

Il tasso di inflazione continua a rimanere elevato, anche se in riduzione: a febbraio si è registrato un tasso complessivo (*headline*) del 3,4%, inferiore rispetto al dato del mese precedente di 0,6 punti percentuali (al 4,0%). In calo anche l'inflazione di fondo (*core*), che passa dal 5,1% a gennaio al 4,5% a febbraio.³¹

Cina

Spostandosi sul fronte asiatico, l'andamento dell'economia cinese rimane sottotono rispetto a quanto registrato nel periodo pre-pandemia, mostrando una crescita nel quarto trimestre del 5,2% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, in aumento rispetto al terzo trimestre (4,9%). A questo corrisponde una crescita congiunturale (trimestre su trimestre) dell'1,0%, successiva all'1,5% registrato nel terzo trimestre. Nel complesso, l'economia cinese chiude il 2023 con una crescita del 5,2% sul 2022.³²

In riferimento alla produzione industriale, nel mese di dicembre è cresciuta del 6,8% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. A questo si affianca il dato complessivo per il 2023, che mostra una crescita del 4,6% rispetto al 2022. Questa performance è in parte dovuta alla crescita importante del comparto automobilistico (pari al 20% rispetto a dicembre 2022, mentre se si considera l'anno nel complesso si registra una crescita del 13% rispetto al 2022) e della produzione dell'industria chimica (11% su base tendenziale e 9,6% se si confronta il totale 2023 rispetto al 2022).³³

Una contrazione significativa si registra inoltre per gli investimenti nel settore immobiliare, che nel 2023 hanno registrato una riduzione del 9,6% rispetto all'anno scorso. Questa tendenza al ribasso è confermata anche dai dati nei mesi precedenti, a dimostrazione di un settore fortemente in crisi.³⁴

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 forte ripresa fino a novembre (10,1%) per registrare poi a dicembre 2023 una crescita del 7,4%. Nonostante la decelerazione dell'ultimo mese del 2023, le vendite al dettaglio sembrano quindi seguire un andamento positivo, e chiudono l'anno con una crescita complessiva del 7,2%.³⁵

È importante sottolineare, a questo proposito, che a sostegno dell'attività economica la banca centrale cinese ha posto in essere una politica monetaria espansiva tramite una riduzione dei tassi di interesse di riferimento. Il Loan Prime Rate (LPR, ovvero il tasso preso a riferimento dalle banche commerciali per definire il costo dei prestiti ai clienti con gli standard di credito più elevati) ad uno e cinque anni si attestano rispettivamente al 3,45% e 3,95% a febbraio 2024. L'LPR a cinque anni è stato ridotto, nel mese di febbraio, di 25 punti base, una riduzione che fa seguito ad un taglio di 10 punti base a giugno 2023. Rimane invece costante a 2,50% l'MLF (Medium-term policy loan rate, ovvero il tasso al quale le banche commerciali e altre banche - quale la China Development Bank - prendono a prestito dalla banca centrale nel medio termine).³⁶

²⁹ Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: January 2024, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/january2023>.

³⁰ Office for National Statistics, Index of Production, UK: January 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/january2023>.

³¹ Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: January 2024, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/january2024>.

³² National Economy Witnessed Momentum of Recovery with Solid Progress in High-quality Development in 2023, <https://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202401/t20240117_1946605.html.

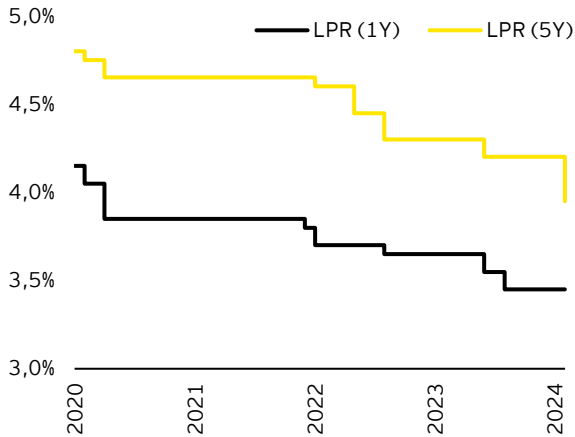
³³ Industrial Production Operation in December 2023, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202401/t20240125_1946873.html.

³⁴ Investment in Real Estate Development in 2023, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202402/t20240201_1947107.html.

³⁵ Total Retail Sales of Consumer Goods in December 2023. Per maggiori informazioni, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202402/t20240201_1947119.html.

³⁶ Per maggiori informazioni, <https://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

Figura 10: Loan Prime Rate (LPR) ad 1 e 5 anni, Cina



Fonte: Elaborazioni EY su dati People Bank of China.

La ripresa della domanda dei consumatori si riflette anche in una performance positiva delle importazioni, che nei due mesi di gennaio e febbraio 2024 hanno registrato una crescita del 6,7% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.³⁷ A questo si affianca, inoltre, una domanda estera più dinamica (10,3% la crescita

delle esportazioni espresse in valuta cinese rispetto allo stesso mese dell'anno precedente), che si traduce in una crescita complessiva della domanda netta estera di circa il 9,9%.³⁸

Nel complesso quindi si delinea uno scenario internazionale in ripresa ma con elementi di incertezza ancora importanti che caratterizzeranno potenzialmente il panorama economico mondiale nel breve-medio periodo.

³⁷ Per maggiori informazioni, <http://english.customs.gov.cn/Statics/2261b480-870f-4ffb-826e-e11b7cbe1813.html>. La crescita si attesta allo 3,5% se si considerano le importazioni espresse in dollari. Per maggiori informazioni,

<http://english.customs.gov.cn/Statics/74d8dc53-e3c9-4e77-87a2-85eaf168fffd.html>.

³⁸ Circa il 7,1% se si fa riferimento ai valori in dollari.

Il quadro europeo

Il quadro economico dell'Eurozona e gli indicatori congiunturali

Nel quarto trimestre del 2023, l'Eurozona ha registrato una crescita congiunturale (rispetto quindi al trimestre precedente) piatta (0,0%), dopo una leggera contrazione registrata nel trimestre precedente (-0,1%). La crescita nulla del quarto trimestre è principalmente dovuta alla performance negativa della Germania (-0,3%, che fa seguito a due trimestri di crescita nulla) bilanciata da una crescita modesta della Francia e dell'Italia (0,1% e 0,2% rispettivamente) ed una crescita più sostenuta della Spagna (0,6%). Il quadro congiunturale si riflette in quello tendenziale: rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, infatti, la Germania registra una contrazione dello 0,2% dopo un terzo trimestre al -0,3%; migliore invece l'andamento di Francia e Italia (0,7% e 0,6% rispettivamente), e soprattutto quello della Spagna (2,0%).

Figura 11: PIL - indice, 2015=100

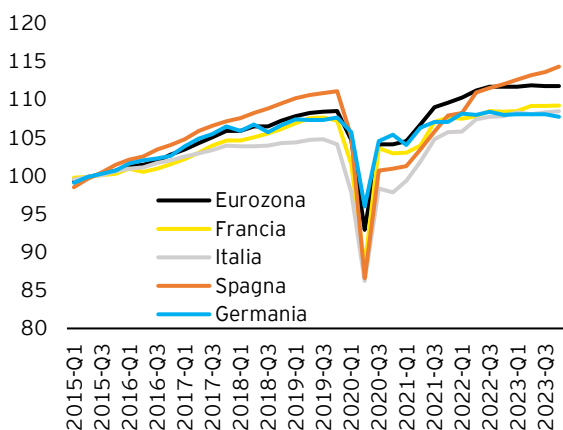
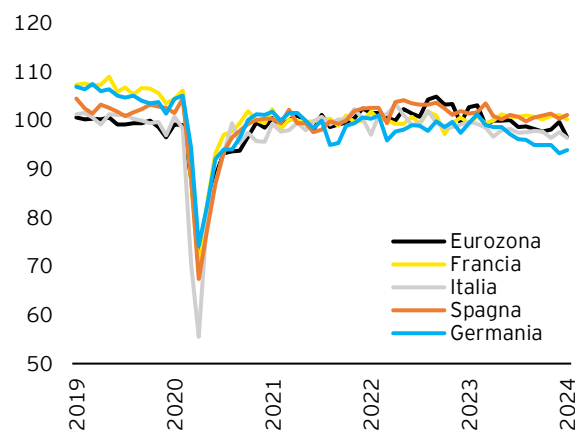


Figura 12: Produzione industriale - indice, 2021=100



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: 2023-Q4; per la produzione industriale: gennaio 2024.

In riferimento all'industria, dopo il dato positivo di dicembre 2023 (1,6% su novembre), l'Eurozona a gennaio registra una riduzione del 3,2%, riportandosi in linea con la traiettoria discendente registrata nell'ultimo anno. Il dato congiunturale di dicembre e gennaio per l'Eurozona appare particolare alla luce della performance dei principali membri dell'Eurozona: da un lato, infatti, la Germania rimane lungo la sua traiettoria negativa, anche se ha registrato una crescita dello 0,6% a gennaio 2024; performance simile anche per la Spagna, che a gennaio 2024 registra una crescita dello 0,9%; dall'altro lato, la produzione industriale francese ed italiana segnano un -1,0% e -1,2% rispetto al mese precedente. Il -3,2% dell'Eurozona sembra quindi distante da quanto espresso dalle industrie dei principali paesi membri. A questo proposito, il balzo di dicembre 2023 e il calo successivo nel mese di gennaio 2024 sembrerebbero essere in parte collegati alla performance irlandese, la cui industria, nel mese di dicembre, ha registrato una crescita congiunturale del 19%, seguita da una riduzione a gennaio 2024 del 29%. Questa variabilità è sostanzialmente spiegata dal ruolo centrale che gioca l'Irlanda per numerose multinazionali, le quali hanno il loro quartier generale in Irlanda per beneficiare di una tassazione favorevole. Questo però si traduce in una forte volatilità dei numeri di produzione industriale, in quanto gli introiti delle attività internazionali fanno capo alla sede irlandese, e fluttuazioni dell'attività internazionale si traducono in oscillazioni della produzione industriale stessa.

La debolezza dell'economia dell'Eurozona si riflette anche nell'andamento del fatturato del commercio al dettaglio. Se da un lato l'andamento dell'indice del fatturato in termini nominali mostra un andamento positivo, anche se in decelerazione negli ultimi mesi, a questa misura è importante affiancare lo stesso indice deflazionato, ovvero corretto per l'aumento dei prezzi, espressione quindi dell'andamento del fatturato in termini reali. In questo caso è possibile notare come il fatturato complessivo stia seguendo una traiettoria al ribasso, a dimostrazione di un'economia in rallentamento. La performance complessiva dell'Eurozona è dettata dall'andamento non positivo di due delle maggiori economie dell'Unione Monetaria, ovvero Germania ed Italia. In direzione opposta invece la Spagna, che mostra un incremento dell'indice, e la Francia dove nonostante la performance sostanzialmente stabile degli ultimi anni, rimane sopra il livello registrato nel periodo pre-pandemia (2019).

Figura 13: Fatturato del commercio al dettaglio, Eurozona - indice, 2019=100

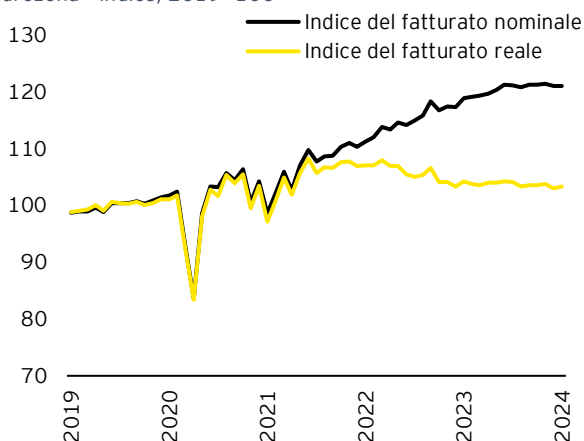
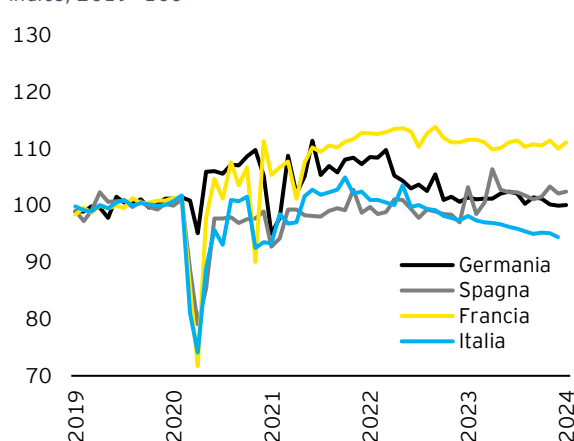


Figura 14: Fatturato reale del commercio al dettaglio - indice, 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. Il grafico fa riferimento al commercio al dettaglio ad esclusione del commercio di veicoli e carburanti (codice: G47_X_G473). Ultimo dato disponibile: gennaio 2024.

L'analisi dell'indicatore PMI³⁹ per la manifattura e per i servizi mostra dei dettagli interessanti e più tempestivi dell'andamento dei due principali settori di riferimento dell'economia. Le ultime rilevazioni del PMI manifatturiero mostrano un clima complessivamente poco ottimista ma in miglioramento per i principali paesi membri dell'Eurozona, con l'importante eccezione della Germania. La Spagna rappresenta l'unico dei quattro maggiori paesi dell'Eurozona in cui l'indice PMI manifatturiero ha registrato valori superiori al livello di espansione (definito da un valore di 50). Nel complesso, quindi, la percezione generale è ancora quella di una generale difficoltà nello svolgimento dell'attività economica nel settore industriale.

Positiva la percezione nel settore dei servizi in Italia e Spagna, mentre in Francia e Germania la percezione complessiva è in miglioramento nonostante sia ancora sotto la soglia di espansione (identificata dal valore 50).

³⁹ 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 15: Purchasing Managers Index (PMI), manifattura

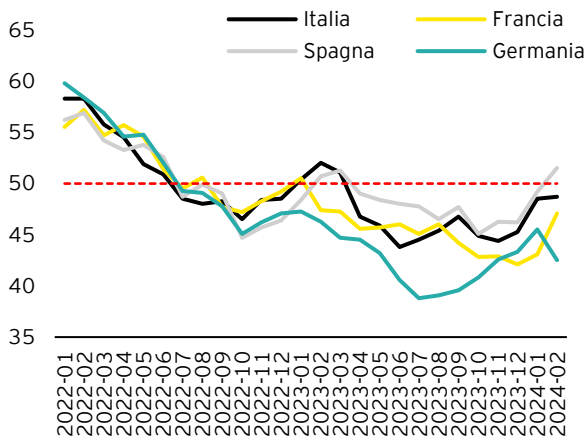
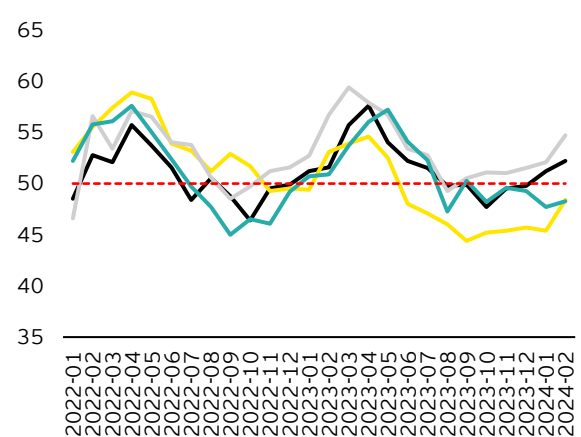


Figura 16: Purchasing Managers Index (PMI), servizi



Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Global. Ultimo dato disponibile: febbraio 2024.

Politica monetaria e prezzi nell'Eurozona

Uno dei fattori da considerare come freno all'economia dell'Eurozona è la presenza di una politica monetaria restrittiva posta in essere dalla Banca Centrale Europea (BCE) per contrastare tassi di inflazione mai così alti dall'inizio dell'Unione Monetaria. Nell'incontro del 7 marzo 2024, la Banca Centrale Europea ha deciso di mantenere stabile il livello dei tassi di interesse nell'Eurozona.⁴⁰

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

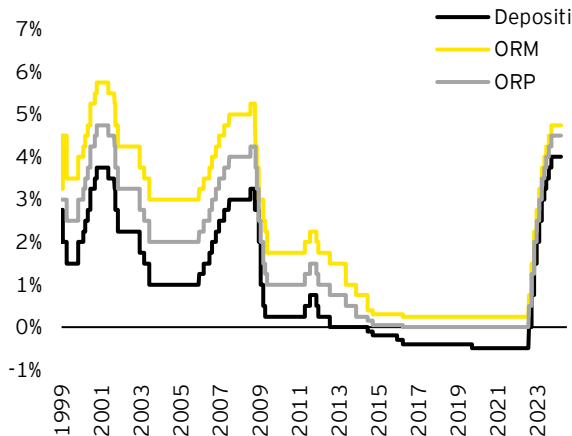
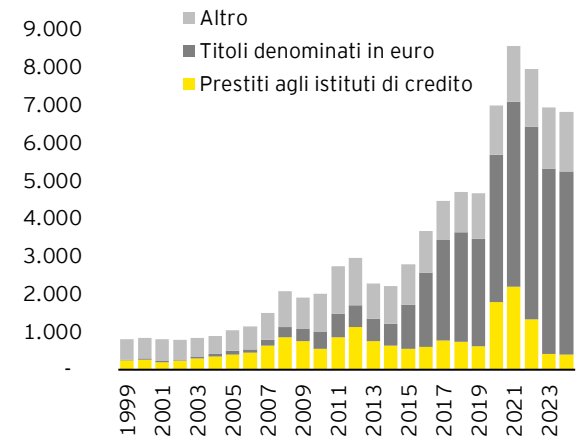


Figura 18: Principali voci di bilancio della Banca Centrale Europea (€, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (BCE). ORM = operazioni di rifinanziamento marginale; ORP = operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso sui depositi fa riferimento ai depositi presso la banca centrale. Voci di bilancio - prestiti agli istituti di credito: si considerano i prestiti agli istituti di credito dell'area dell'euro connessi a operazioni di politica monetaria denominati in euro (tra le diverse voci rientrano le operazioni di rifinanziamento principali e LTRO); titoli denominati in euro: si considerano i titoli denominati in euro di residenti nell'area dell'euro (tra le diverse voci rientrano le attività acquisite per finalità di politica monetaria); altro: tra le diverse voci rientrano l'oro e i crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro. L'ultimo dato disponibile per il 2024 fa riferimento al *weekly financial statement* del 12 marzo 2024.

⁴⁰ Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240307~a5fa52b82b.en.html>.

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 centrale⁴¹ sono rimasti quindi stabili rispettivamente al 4,50%, al 4,75% e al 4,00%.

Inoltre, nella gestione della propria politica monetaria, la Banca Centrale Europea ha deciso, il 13 marzo, di apportare delle modifiche all'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria, facendo seguito a quanto annunciato a fine 2022.⁴² In nuovo modello operativo sarà incentrato su principi di efficacia (dell'attuazione di politica monetaria), robustezza (dell'assetto operativo a fronte di diverse configurazioni di politica monetaria e contesti finanziari), flessibilità (nel veicolare la liquidità in tutto il sistema bancario dell'area dell'euro), ed efficienza (ovvero in grado di attuare l'orientamento di politica monetaria auspicato senza interferire con esso). Uno dei cambiamenti derivanti dal nuovo modello operativo è quello che riguarda il tasso delle operazioni di rifinanziamento principale (ORP, ovvero le operazioni di rifinanziamento a breve termine mirate a soddisfare il bisogno di liquidità delle banche), che "sarà adeguato in modo tale che il differenziale tra questo tasso e quello sui depositi presso la banca centrale sia ridotto a 15 punti base, rispetto agli attuali 50 punti base. Il restringimento del differenziale incentiverà le richieste nelle ORP, rendendo probabile un'evoluzione dei tassi a breve del mercato monetario in prossimità del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, e limiterà il potenziale margine di variabilità dei tassi a breve termine del mercato monetario. Al tempo stesso, lascerà spazio all'attività sul mercato monetario e incentiverà le banche a ricercare modalità di finanziamento sul mercato. Sarà adeguato anche il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale di modo che il differenziale fra tale tasso e quello sulle ORP resterà invariato a 25 punti base. Queste modifiche avranno effetto a partire dal sesto periodo di mantenimento del 2024, che avrà inizio il 18 settembre 2024."⁴³

Nonostante nelle ultime proiezioni della Banca Centrale Europea l'inflazione sia stata rivista al ribasso (in particolare per il 2024) principalmente grazie ad un minore contributo dei prezzi dell'energia, la BCE si attende un'inflazione nell'Eurozona al 2,3% nel 2024, ancora quindi lievemente superiore all'obiettivo di stabilità dei prezzi (2%). A questo si prevede seguiranno, nel 2025 e 2026, dei tassi di inflazione al 2,0% e 1,9% rispettivamente. Sebbene la maggior parte delle componenti dell'inflazione core (inflazione di fondo) stia registrando un rallentamento della crescita, le pressioni sui prezzi rimangono elevate, in parte anche a causa della forte crescita del monte salari⁴⁴ (che registrano una crescita nominale tendenziale nel quarto trimestre del 2023 del 6,4%). Il mantenimento dei tassi di interesse elevati e, di conseguenza, delle condizioni di finanziamento restrittive, trova quindi giustificazione nel mantenere l'inflazione lungo la traiettoria discendente attuale, evitando una potenziale accelerazione del livello dei prezzi.

Come già annunciato nei meeting precedenti, la BCE affianca ad un aumento dei tassi di interesse di riferimento anche una riduzione degli asset in bilancio. In riferimento all'APP,⁴⁵ la consistenza del portafoglio sta diminuendo ad un ritmo misurato e prevedibile, con l'Eurosistema che non reinveste più i pagamenti principali dei titoli in scadenza. In riferimento al PEPP,⁴⁶ il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire i pagamenti di capitale dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PEPP nella prima metà del 2024. Nella seconda metà dell'anno, intende ridurre il portafoglio PEPP di 7,5 miliardi di

⁴¹ Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è uno dei tre tassi di riferimento che la BCE fissa ogni sei settimane nell'ambito delle decisioni di politica monetaria. Questo tasso definisce l'interesse che le banche percepiscono sui loro depositi overnight (per la durata di un giorno lavorativo) presso la banca centrale. Gli altri due tassi di riferimento sono il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM). Il tasso sulle ORP definisce il costo al quale le banche possono ottenere credito dalla banca centrale con scadenza a una settimana. Se le banche necessitano di liquidità overnight, possono ricorrere alle operazioni di rifinanziamento marginale corrispondendo un tasso più elevato. Per maggiori informazioni, si rimanda a

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html.

⁴² European Central Bank, Combines monetary policy decisions and statement, 15 December 2022. Per maggiori informazioni,

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconfi/shared/pdf/ecb.ds221215~db4079c498.it.pdf>.

⁴³ European Central Bank, Changes to the operational framework for implementing monetary policy. Per maggiori informazioni,

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240313~807e240020.en.html>.

⁴⁴ ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2024. Per maggiori informazioni,

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202403_ecbstaff~f2f2d34d5a.en.html.

⁴⁵ L'Asset Purchase Programme (APP) della BCE fa parte di un pacchetto di misure non convenzionali di politica monetaria che comprende anche operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e che è stato avviato a metà 2014 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'ammontare di accomodamento necessario a garantire la stabilità dei prezzi. Il programma è composto da: Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), Public Sector Purchase Programme (PSPP), Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3). Per maggiori informazioni, si rimanda a <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.it.html>.

⁴⁶ Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) della BCE è una misura non standard di politica monetaria avviata nel marzo 2020 per contrastare i rischi potenziali al corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria a seguito dello scoppio della pandemia. Il PEPP è un programma temporaneo di acquisto di attività del settore privato e pubblico. Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

euro in media al mese (attualmente il valore cumulato degli acquisti sotto il programma PEPP ammonta a circa 1.700 miliardi di euro), interrompendo i reinvestimenti alla fine del 2024. Una riduzione di questa entità e ritmo si traduce in una riduzione dei reinvestimenti di circa 45 miliardi di euro nella seconda metà dell'anno: questa scelta, però, non sembra aver avuto ripercussioni significative sull'andamento dei tassi di interesse dei paesi membri dell'unione monetaria.

Figura 19: Tasso di interesse su titoli di debito pubblico a 10 anni

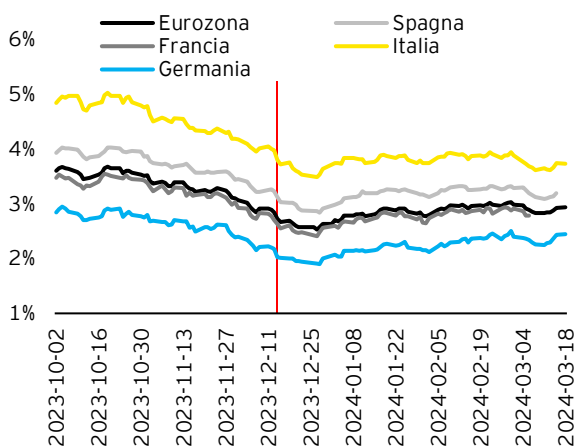
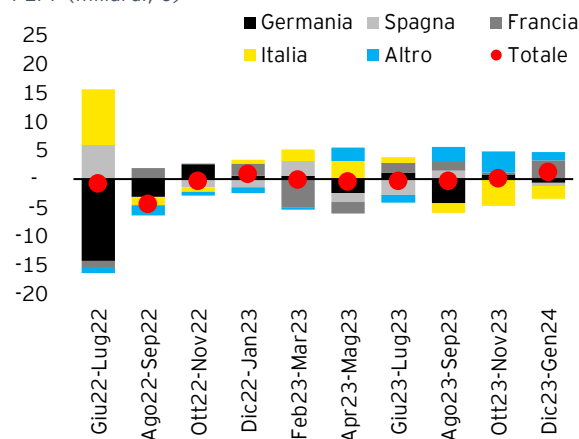


Figura 20: Acquisti netti di titoli di debito pubblico tramite PEPP (miliardi, €)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Banca Centrale Europea (BCE). La barra rossa indica il 14 dicembre 2023, data della decisione di politica monetaria della BCE della riduzione del PEPP ad un ritmo di 7,5 miliardi di euro al mese in media (per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp231214~9846e62f62.en.html>). Ultimo dato disponibile: 18 marzo 2024.

Il contesto attuale è caratterizzato da una significativa incertezza, costringendo i decisori di politica economica ad un'analisi attenta delle ultime dinamiche economiche e politiche globali, e delle loro potenziali ripercussioni sull'andamento dell'inflazione. Se quindi da un lato non è possibile individuare il momento preciso di un eventuale cambio di rotta da parte della BCE, dall'altro è cruciale che, qualsiasi sia la scelta futura, questa avvenga attraverso una comunicazione efficace.

Tra i diversi effetti di una politica monetaria restrittiva (caratterizzata quindi da un aumento dei tassi di interesse), uno dei più percepiti dalle aziende e dalle famiglie riguarda le condizioni più stringenti sui prestiti, modifiche che si aggiungono all'aumento del costo del debito. A seguito dell'aumento dei tassi di interesse di riferimento, infatti, le banche hanno inasprito i relativi termini e condizioni per l'approvazione di prestiti, siano essi per le famiglie o per le imprese. Gli ultimi risultati della *Bank Lending Survey* della Banca Centrale Europea mostrano come, nel primo trimestre del 2024, le banche che hanno inasprito le condizioni di credito per le imprese sono state più numerose rispetto a quelle che le hanno allentate; al contrario, una situazione leggermente differente si registra per le famiglie. Questi dati assumono ancora più rilevanza se confrontati con quanto registrato nei trimestri precedenti, nel pieno dell'aumento dei tassi da parte della banca centrale, riflettendo il fatto che, se ora sempre meno banche continuano a restringere le condizioni finanziarie sui prestiti, è anche perché una stretta significativa è già stata implementata nei trimestri precedenti.

Figura 21: Percentuale netta di rispondenti che inaspriscono i termini e le condizioni per l'approvazione di prestiti per le imprese

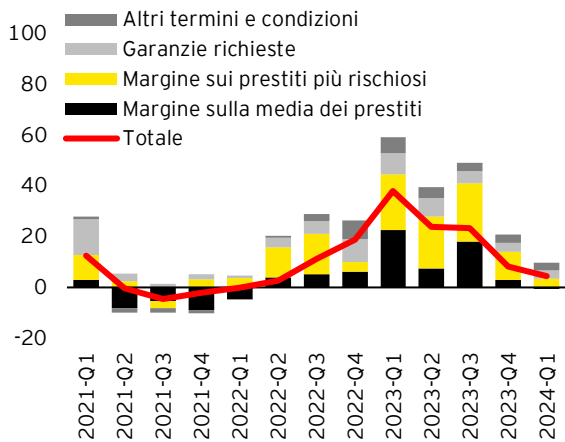
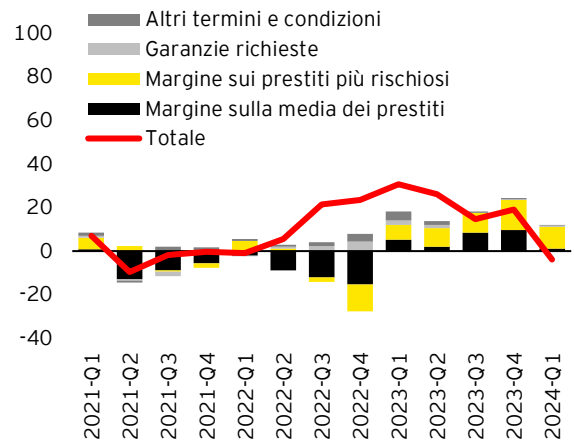


Figura 22: Percentuale netta di rispondenti che inaspriscono i termini e le condizioni per l'approvazione di prestiti per le famiglie (acquisto di una abitazione)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea (BCE). Altri termini e condizioni - imprese: il dato è calcolato come media non ponderata di ulteriori fattori quali le scadenze, l'ammontare del prestito, gli oneri aggiuntivi oltre agli interessi, e particolari clausole contrattuali; altri termini e condizioni - famiglie: il dato è calcolato come media non ponderata di ulteriori fattori quali le scadenze, altri limiti all'ammontare del prestito, gli oneri aggiuntivi oltre agli interessi, ed il rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie. I valori rappresentati indicano la percentuale netta di rispondenti; valori negativi indicano un contributo ad un allentamento delle condizioni dei prestiti; viceversa per i valori positivi.

Sono proprio le più stringenti condizioni finanziarie uno dei canali attraverso il quale una banca centrale può agire per ridurre l'inflazione, riducendo gli investimenti, i consumi delle famiglie e delle imprese, con conseguente rallentamento dell'attività economica e aumento della disoccupazione.^{47,48} L'obiettivo della banca centrale e degli strumenti posti in essere al fine di ridurre l'inflazione giocano inoltre un ulteriore ruolo nella riduzione dell'inflazione stessa: sono infatti anche le aspettative delle famiglie di una riduzione dell'inflazione che comportano una riduzione effettiva della stessa.

Studi recenti dimostrano infatti che le aspettative di inflazione delle famiglie sono importanti per le decisioni di consumo e di risparmio^{49,50,51} e per le decisioni di acquisto di una abitazione.^{52,53,54} È stato inoltre dimostrato che le aspettative delle famiglie presentano caratteristiche simili a quelle delle piccole e medie imprese^{55,56} e, in quanto tali, potrebbero essere una proxy delle aspettative di inflazione che informano le decisioni di investimento, assunzione e determinazione dei prezzi delle imprese più piccole.

⁴⁷ Borraccia, G., Espinoza, R. A., Guzzo, V., Jiang, F., Lafarguette, R., Nguyen H. V., Basurto M. S., and Wingender, P. "Financial Conditions in Europe: Dynamics, Drivers, and Macroeconomic Implications." (2023).

⁴⁸ Gertler, Mark and Peter Karadi, 2015, "Monetary Surprises, Credit Costs, and Economic Activity," American Economic Journal: Macroeconomics, 7(1):44-76.

⁴⁹ D'Acunto, F., Malmendier, U., and Weber, M., (2022). "What Do the Data Tell Us About Inflation Expectations?" NBER Working Paper No. 29825, (Cambridge, National Bureau of Economic Research).

⁵⁰ Andrade, P., Gautier, E., and Mengus, E., (2020). "What Matters in Households' Inflation Expectations?" FRBB, Research Department Working Papers No. 20-18, (Boston, Federal Reserve Bank of Boston).

⁵¹ Duca-Radu, I., Kenny, G., and Reuter, A., (2021). "Inflation Expectations, Consumption and the Lower Bound: Micro Evidence from a Large Multi-Country Survey," Journal of Monetary Economics, Vol. 118, Pp. 120- 134.

⁵² Botsch, M. J., and Malmendier, U., (2021). "The Long Shadows of the Great Inflation: Evidence from Residential Mortgages" CEPR Discussion Paper No. DP14934 (London, Centre for Economic Policy Research).

⁵³ Malmendier, U., and Nagel, S., (2016). "Learning from Inflation Experiences," The Quarterly Journal of Economics, Vol. 131(1), Pp. 53-87.

⁵⁴ Malmendier, U., and Wellsjo, A., (2020). "DP14935 Rent or Buy? The Role of Lifetime Experiences on Homeownership Within and Across Countries," CEPR Press Discussion Paper No. 14935, (London, Centre for Economic Policy Research).

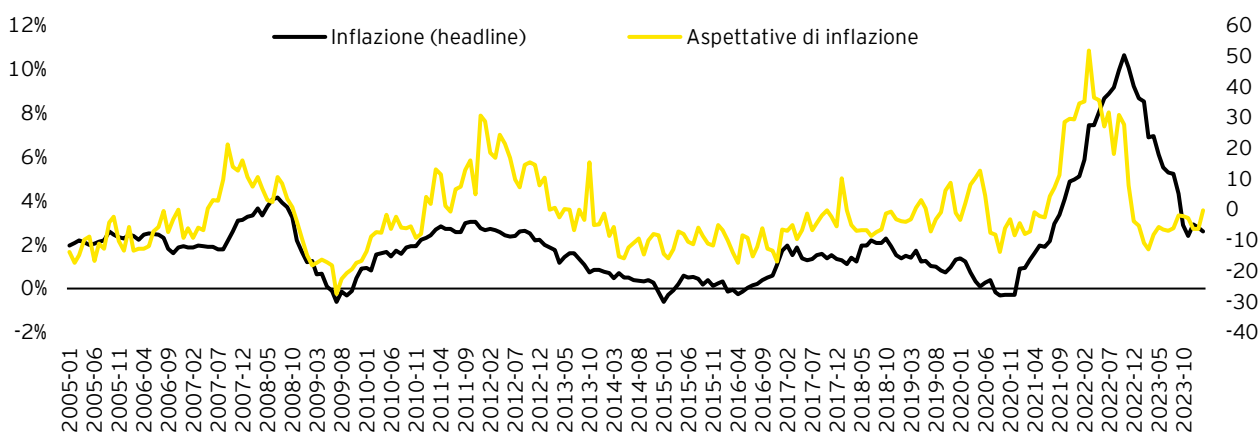
⁵⁵ Coibion, O., Gorodnichenko, Y., and Kumar, S., (2018). "How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence," American Economic Review, Vol. 108(9), No. 9, Pp. 2671-2713.

⁵⁶ Candia, B., Coibion, O., and Gorodnichenko, Y., (2021). "The Inflation Expectations of US Firms: Evidence from a New Survey" NBER Working Paper No. 28836, (Cambridge, National Bureau of Economic Research).

Le aspettative, inoltre, non sono solo importanti fattori trainanti dell'inflazione attuale,⁵⁷ ma forniscono anche importanti segnali sull'inflazione futura:^{58,59} si pensi, ad esempio, al caso in cui gli agenti economici si attendano un aumento dell'inflazione di un punto percentuale - questo potrebbe portare, ad esempio, le attività commerciali ad incrementare i propri prezzi, o i lavoratori a richiedere un adeguamento salariale della stessa portata, traducendosi in un effettivo aumento dei prezzi.⁶⁰

Quanto descritto si riflette nelle dinamiche di inflazione e nelle aspettative di inflazione dei consumatori dell'Eurozona.

Figura 23: Inflazione headline e aspettative di inflazione a 12 mesi dei consumatori, Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati Commissione Europea, Eurostat. Ultimo dato disponibile: febbraio 2024.

Ad una riduzione delle aspettative di inflazione da parte dei consumatori dell'Unione Monetaria per i prossimi dodici mesi, si accompagna una riduzione dell'inflazione headline, sempre più vicina al target di inflazione del 2%. Se da un lato questa relazione non deve essere interpretata come di causalità diretta ed immediata, dall'altro è interessante notare come le aspettative si muovano con anticipo rispetto all'inflazione; è interessante, inoltre, notare l'inversione delle aspettative nella seconda metà del 2023.

Il mantenimento della politica monetaria restrittiva da parte della Banca Centrale Europea si basa sulla presenza di un tasso di inflazione ancora troppo elevato rispetto al target della stessa BCE, e sulla conseguente volontà di mantenere alti i tassi di interesse fino a quando sarà necessario per riportare l'inflazione al 2% nel medio periodo.⁶¹ È interessante notare come, nell'Eurozona, l'inflazione core (ovvero la componente di fondo)⁶² continui a registrare dei valori maggiori rispetto all'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi). Un fenomeno simile si è avuto durante la crisi pandemica, quando il prezzo dell'energia si è ridotto significativamente a causa del rallentamento dell'attività economica mondiale: un tasso di inflazione core maggiore del tasso di inflazione *headline* sta ad indicare, infatti, un tasso di variazione della componente di fondo superiore a quella dell'energia e dei beni alimentari freschi.

⁵⁷ Meeks, R., and Monti, F., (2022). "Heterogeneous Beliefs and the Phillips Curve" CAMA Working Paper No. 51/2022, September 2022 (Acton, Center for Applied Macroeconomic Analysis ANU).

⁵⁸ Reis, R., (2021). "Losing the Inflation Anchor," CEPR Discussion Paper No. DP16664, (London, Centre for Economic Policy Research).

⁵⁹ Marques, L. B., Gelos, G., Hofman, D., Otten, J., Pasricha, G. K., Strauss, Z. (2024). Household expectations help predict inflation, VoxEU, 26 gennaio 2024.

⁶⁰ Lee, J., Powell, T., Wessel, D. (2020). "What are inflation expectations? Why do they matter?" Brookings, <https://www.brookings.edu/articles/what-are-inflation-expectations-why-do-they-matter/>.

⁶¹ Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.en.html>.

⁶² 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.

Figura 24: Tasso di inflazione, Eurozona - var. % YoY

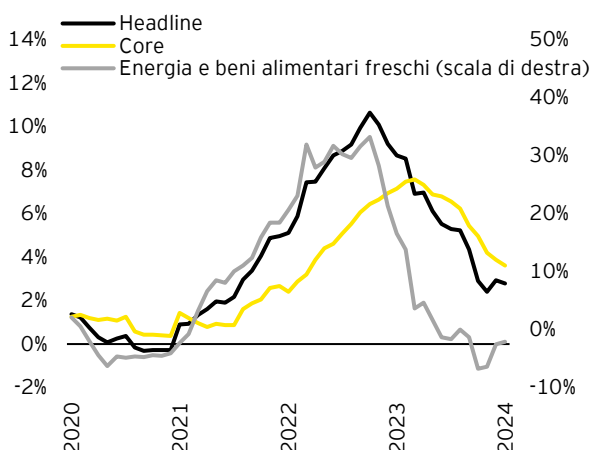
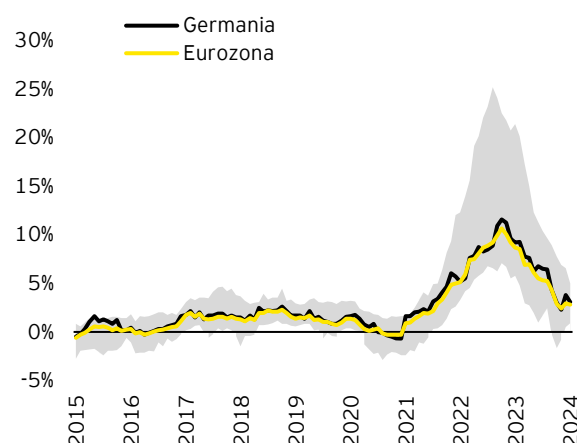


Figura 25: Tassi di inflazione nei diversi paesi dell'Eurozona - var. % YoY



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: gennaio 2024.

A gennaio 2024 l'inflazione *headline* per l'Eurozona si è attestata al 2,8%, valore non distante da quello di dicembre 2023 (2,9%) e maggiore rispetto al minimo di novembre 2023 (2,4%). L'accelerazione sperimentata è stata in parte dovuta ad un aumento del tasso di inflazione in Germania (quest'ultima conta, infatti, per circa il 28% del totale dell'inflazione dell'Eurozona). Se da un lato si potrebbe pensare ad una conseguenza delle tensioni geopolitiche e alle rinnovate difficoltà lungo le catene di fornitura, in realtà questa inversione di tendenza fa riferimento al decadimento di alcune misure di contenimento del livello dei prezzi energetici, rendendoli quindi più costosi.⁶³

Ad una riduzione significativa del tasso di inflazione negli ultimi mesi, si affianca anche una riduzione del tasso di inflazione *core*, anche se a velocità ridotta. Bisogna però considerare la possibilità che alcuni degli elementi di fondo possano mostrare delle dinamiche differenti rispetto a quelle attese nel breve e medio periodo, quali ad esempio una crescita del costo del lavoro più rapida o un livello più alto dei margini di profitto delle imprese. La presenza di differenze all'interno dell'Eurozona e dell'Unione Europea nelle dinamiche relative alle variabili sopra citate comporta delle sfide importanti di più ampio respiro. Si consideri ad esempio l'andamento congiunto del livello dei prezzi, del costo del lavoro unitario e della produttività: per la maggior parte delle economie emergenti in Europa, la combinazione di bassa produttività e perdita di competitività aziendale provocata da una crescita salariale relativamente più veloce potrebbe ostacolare la convergenza economica con le economie più avanzate del continente.⁶⁴

L'eterogeneità dei tassi di inflazione all'interno dell'Eurozona può essere spiegata da numerosi fattori, tra cui la diversa efficacia dei meccanismi di trasmissione di politica monetaria: è stato dimostrato, ad esempio, che gli effetti di politica monetaria sono più pronunciati nelle economie che presentano un sistema finanziario più sviluppato (il quale permette una maggiore efficienza del canale del credito, uno dei canali principali di trasmissione di politica monetaria), o dove il livello di incertezza è minore (coerentemente con l'idea che l'incertezza non solo riduce i livelli di investimento, di domanda di lavoro e dei consumi, ma rende anche gli attori economici meno sensibili alle variazioni delle condizioni economiche e dei tassi di interesse).⁶⁵ Meno importante, invece, risulta il livello di sviluppo economico (ovvero se consideriamo un'economia emergente o avanzata).⁶⁶ Un ulteriore elemento cruciale al fine di una corretta

⁶³ DESTATIS, Press release No. 020 of 16 January 2024. Per maggiori informazioni, https://www.destatis.de/EN/Press/2024/01/PE24_020_611.html.

⁶⁴ Europe Must Succeed in Restoring Price Stability, IMF Blog, October 13, 2023.

⁶⁵ Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *econometrica*, 77(3), 623-685.

⁶⁶ Deb, P., Flores, J. E., Firat, M., & Furceri, D. (2023). Monetary Policy Transmission Heterogeneity: Cross-Country Evidence.

trasmissione della politica monetaria e, di conseguenza, in parte esplicativo delle differenze registrate nei livelli di inflazione, è il coordinamento della politica monetaria con quella fiscale.^{67,68}

Se da un lato una risposta fiscale comune a shock esterni che sia coordinata con la politica monetaria non è di semplice attuazione all'interno dell'Eurozona a causa dell'indipendenza che ciascun stato membro ha in materia fiscale, dall'altro è possibile affermare che un primo esempio di coordinamento per l'Eurozona è stato fornito dal Next Generation EU. A questo si sono affiancate anche ulteriori risposte fiscali, di entità differente tra gli stati membri.^{69,70}

Figura 26: Debito pubblico - % PIL, 2023-Q3

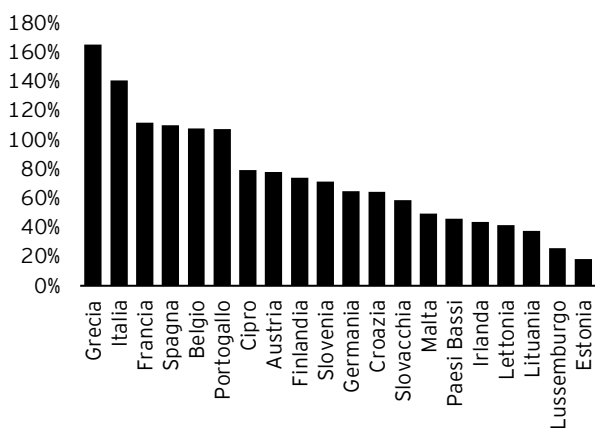
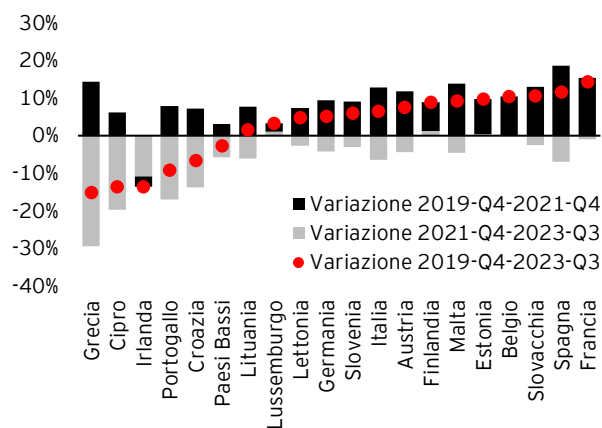


Figura 27: Variazioni del rapporto debito pubblico su PIL, 2019-Q4-2023-Q3



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea.

Se da un lato queste misure fiscali sono state efficaci nel compensare gli effetti negativi dell'inflazione sul benessere delle famiglie,⁷¹ senza le quali la ricchezza media delle famiglie si sarebbe ridotta di circa il 7% in termini di reddito equivalente,⁷² dall'altro hanno comportato un aumento del debito complessivo e dell'inflazione.⁷³ La successiva ripresa dell'attività economica, unita all'aumento dell'inflazione che riduce il rapporto debito/PIL tramite l'aumento del valore del PIL stesso, ha in parte permesso un rapido rientro del debito accumulato negli anni della pandemia e successivi. È tuttavia importante notare come la maggior parte dei paesi membri dell'Eurozona registra, a fine 2023, un rapporto debito/PIL in ogni caso maggiore rispetto a quello pre-pandemia.

In conclusione, il quadro economico per l'Eurozona presenta importanti elementi di incertezza: da un lato gli elevati tassi di interesse stanno frenando la crescita del livello di prezzi riportandolo verso livelli più in linea con valori coerenti con la stabilità dei prezzi, frenando però di contro la crescita economica dei paesi membri; dall'altro, nonostante gli elevati tassi di interesse e un tasso di inflazione in calo, non è ancora possibile escludere un potenziale ritorno dell'inflazione nel breve-medio periodo, soprattutto se si considera l'aumento delle retribuzioni registrato negli ultimi trimestri. Infine, un ulteriore elemento da considerare è l'elevato livello di indebitamento pubblico il quale, nonostante abbia beneficiato di un'inflazione elevata, rimane comunque superiore ai livelli precedenti la pandemia, riducendo così le possibilità di azioni dei diversi paesi in caso di necessità.

⁶⁷ Bianchi, F., Faccini, R., Melosi, L. (2020). Monetary and fiscal policies in times of large debt: Unity is strength (No. w27112). National Bureau of Economic Research.

⁶⁸ Beyer, R., Duttagupta, R., Fotiou, A., Honjo, K., Horton, M., Jakab, Z., Lindé J. (2023). "Shared Problem, Shared Solution: Benefits from Fiscal-Monetary Interactions in the Euro Area".

⁶⁹ Sgaravatti, G., Tagliapietra, S., Trasi, C., Zachmann, G. (2021). "National policies to shield consumers from rising energy prices", Bruegel Datasets, first published 4 November 2021, available at <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>.

⁷⁰ Update on euro area fiscal policy responses to the energy crisis and high inflation, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202302_09~37755e445d.en.html.

⁷¹ Amores, A. F., Basso, H. S., Bischl, J. S., De Agostini, P., Poli, S. D., Dicarilo, E., Flevotomou, M., Freier, M., Maier, S., Garcia-Miralles, E. and Pidkuyko, M., (2023), "Inflation, fiscal policy and inequality: The distributional impact of fiscal measures to compensate consumer inflation", ECB Occasional Paper.

⁷² Freier, M., Ricci, M., "Fiscal policy to the rescue: How governments shielded households from inflation" (ECB Blog, 23 novembre 2023). Il reddito disponibile equivalente è il reddito totale di una famiglia, al netto delle imposte e di altre detrazioni, disponibile per la spesa o il risparmio, diviso per il numero di membri della famiglia convertiti in adulti equiparati; i membri della famiglia sono equiparati o resi equivalenti ponderando ciascuno in base alla propria età, utilizzando la cosiddetta scala di equivalenza OCSE modificata. Per maggiori informazioni, https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Equivalent_disposable_income.

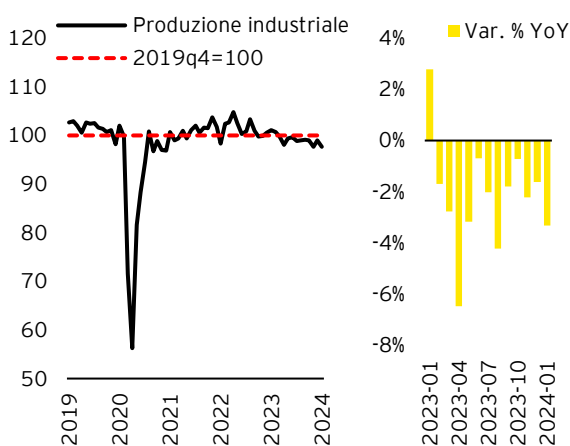
⁷³ Firat, M., & Hao, O. (2023). "Demand vs. Supply Decomposition of Inflation: Cross-Country Evidence with Applications".

L'economia italiana

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

L'attività industriale in Italia continua a mantenere un profilo di contrazione intervallato da momenti di crescita. Dopo la crescita congiunturale (rispetto al mese precedente) registrato a dicembre (1,2%), l'indice della produzione industriale ha mostrato una contrazione dell'1,2% a gennaio 2024. Al dato congiunturale si affianca inoltre un dato tendenziale (dato rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) in calo: nei mesi di dicembre 2023 e gennaio 2024, infatti, l'attività industriale ha mostrato una contrazione dell'1,6% e 3,3% rispettivamente, segnando il dodicesimo mese consecutivo di contrazione (da febbraio 2023).

Figura 28: Indice di produzione industriale (media 2019-Q4=100) e var. % YoY, Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: gennaio 2024.

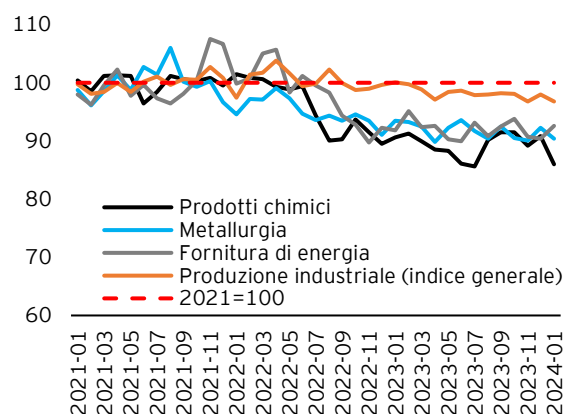
Se l'indice di produzione industriale rappresenta un indicatore riassuntivo della dinamica industriale in Italia, l'analisi della produzione dei diversi settori industriali permette di aggiungere ulteriori dettagli.

Nello specifico, l'elevato prezzo dei beni energetici sta penalizzando principalmente le

industrie energivore, ad esempio l'industria dei prodotti chimici, la metallurgia e l'industria della fornitura di energia.

Prendendo a riferimento il valore dei rispettivi indici al 2021, infatti, si nota come, se da un lato l'indice di produzione industriale complessivo è rimasto sostanzialmente vicino ai valori del 2021, anche se in calo, le industrie prima menzionate non hanno ancora raggiunto il livello di produzione registrato nel 2021 e sembrano proseguire lungo una traiettoria discendente.

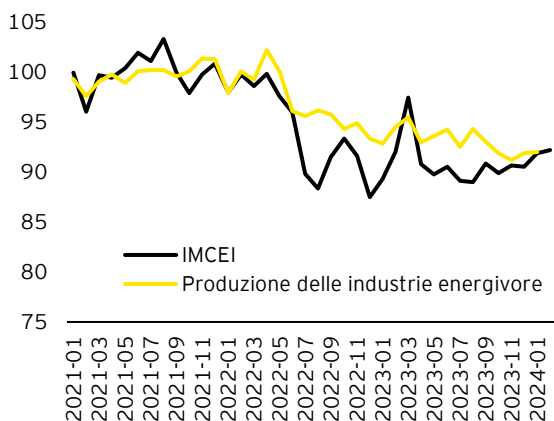
Figura 29: Indice della produzione industriale per settori specifici ed indice della produzione industriale generale, Italia - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Gli indici fanno riferimento agli indici destagionalizzati. Ultimo dato disponibile: gennaio 2024.

L'andamento sottotono dell'attività industriale in Italia si riflette anche nel minor consumo di energia registrato negli ultimi mesi. Analizzando infatti l'indice IMCEI, ovvero l'indice mensile dei consumi elettrici industriali che monitora i consumi di circa 1.000 operatori industriali in Italia connessi direttamente alla rete di trasmissione elettrica nazionale (le cosiddette industrie "energivore"), si delinea un andamento al ribasso dei consumi dal periodo immediatamente successivo alla pandemia (dal 2022 in poi circa).

Figura 30: Indice mensile dei consumi elettrici industriali (IMCEI) e indice di produzione industriale delle industrie energivore, Italia - indice, 2021=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT, Terna. Le industrie energivore comprendono la siderurgia, la fabbricazione di prodotti chimici, la produzione di cemento, calce e gesso, il trattamento e rivestimento dei metalli, la lavori di meccanica generale, la fabbricazione di mezzi di trasporto, le industrie alimentari, la fabbricazione di articoli di carta e cartone, la fabbricazione di vetro e di prodotti in vetro, la fabbricazione di altri prodotti in porcellana e in ceramica, la produzione di metalli di base preziosi e altri metalli non ferrosi, trattamento dei combustibili nucleari. Per maggiori informazioni sull'indice mensile dei consumi elettrici industriali, si faccia riferimento a <https://www.terna.it/en/electric-system/statistical-data-forecast/imcei/imcei-seasonally-adjusted>. Ultimo dato disponibile - IMCEI: gennaio 2024; Indice di produzione industriale industrie energivore: gennaio 2024.

I fattori alla base della performance non positiva dell'economia italiana sono numerosi: dall'aumento del costo dell'energia, alla debolezza dei principali partner commerciali (in primo luogo della Germania), alle pressioni lungo le catene di fornitura sperimentate negli ultimi anni. In riferimento a quest'ultimo punto, oltre alle difficoltà derivanti da fattori quali la pandemia, la frammentazione geoeconomica gioca un ruolo particolarmente importante.

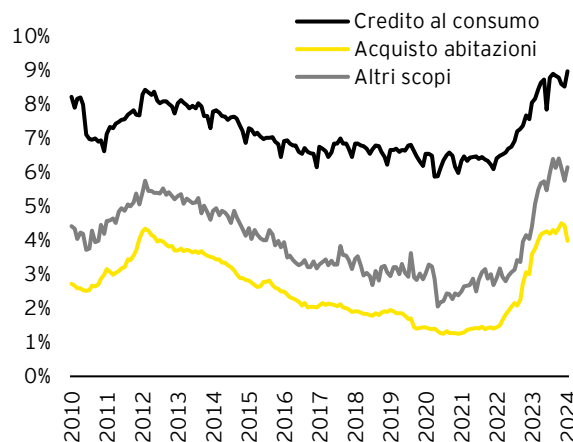
Gli effetti della frammentazione geoeconomica sull'economia di un paese dipendono principalmente da due dimensioni, ovvero il grado di sostituibilità dei beni provenienti dall'estero, e la presenza di elementi peculiari d'impresa (quali l'esposizione a shock esterni e la spesa in beni provenienti dall'estero). Un recente studio sulle aziende italiane ha stimato che, quando il grado di sostituzione è basso, per cui

non è semplice sostituire i beni provenienti dall'estero con altri beni prodotti all'interno del paese in cui si opera, la diminuzione del valore aggiunto raggiunge generalmente il 35%; al contrario, in caso di elevata sostituibilità, l'effetto sul valore aggiunto prodotto è significativamente contenuto (circa il 2%).⁷⁴

Un ulteriore elemento di debolezza dell'industria è dato dal maggiore costo del denaro, ovvero un livello di tassi di interesse significativamente più elevato rispetto a quanto sperimentato negli anni passati, che reprime la domanda di beni e servizi da parte delle aziende e delle famiglie.

Si consideri a questo proposito il costo dei nuovi prestiti bancari per le famiglie: da dicembre 2019 (rappresentativo dell'andamento economico pre-pandemia) a gennaio 2024 si è registrato un incremento compreso tra i 2,5 punti percentuali (nel caso del credito per acquisto di abitazioni) e i 3,3 punti percentuali (prestiti per altri scopi), superando i picchi raggiunti nel 2012.

Figura 31: Tassi di interesse bancari sui prestiti in euro alle famiglie (nuove operazioni), Italia



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia. Si fa riferimento ai tassi d'interesse armonizzati. Ultimo dato disponibile: gennaio 2024.

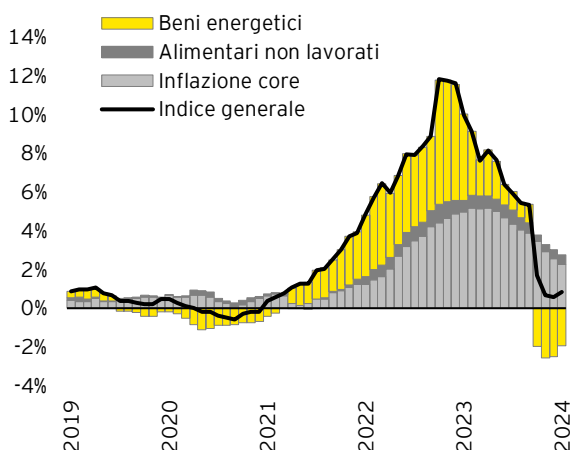
impatto fanno riferimento ad uno scenario di riduzione del 50% della fornitura/acquisto di prodotti dall'estero, e considera solo le imprese del settore manifatturiero.

⁷⁴ Borin, A., Cariola, G., Gentili, E., Linarello, A., Mancini, M., Padellini, T., Panon, L. and Sette, E. (2023). "Inputs in geopolitical distress: a risk assessment based on micro data" (No. 819). Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area. Le stime di

L'andamento dei prezzi in Italia

Nel mese di gennaio la variazione dell'indice dei prezzi al consumo ha registrato una leggera inversione rispetto all'andamento descritto nei mesi precedenti. L'inflazione ha infatti registrato un valore pari a 0,8%, superiore rispetto allo 0,6% di dicembre 2023, ma in ogni caso inferiore rispetto al target di stabilità dei prezzi (2%). La moderata accelerazione del ritmo di crescita dei prezzi riflette l'andamento dei prezzi dei beni energetici regolamentati, la cui riduzione su base tendenziale (ovvero rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) risulta, a gennaio, attenuata a causa dell'effetto statistico dovuto al confronto con gennaio 2023, così come commentato dall'Istituto Nazionale di Statistica italiana.⁷⁵ Nel complesso la componente energetica risulta comunque essere un fattore di riduzione del tasso di inflazione *headline*.

Figura 32: Inflazione e componenti, Italia - var. % YoY



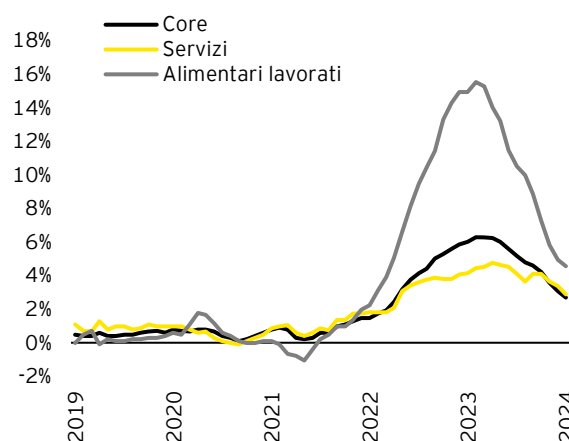
Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: gennaio 2024.

Più persistente invece la componente di fondo, che continua la sua discesa ma a ritmi diversi rispetto all'inflazione *headline*.

Il dato di gennaio, infatti, mostra una variazione annuale della componente di fondo pari a 2,7%, circa 0,4 punti percentuali in meno rispetto a quanto registrato a dicembre. Se da un lato la traiettoria si mostra discendente, l'analisi delle due componenti principali, ovvero la componente dei servizi e dell'energia, offrono degli ulteriori dettagli di interesse. Il calo

dell'inflazione di fondo, infatti, è dovuto ad un rallentamento dell'aumento dei prezzi degli alimentari lavorati negli ultimi mesi, che si aggiunge ad un rallentamento della crescita del livello dei prezzi dei servizi, a gennaio intorno ai livelli di metà 2022. Nel valutare il ruolo dell'andamento dei prezzi dei servizi e dei beni alimentari lavorati sull'inflazione core, è importante ricordare che i primi rappresentano circa il 50% della composizione del paniere dell'indice dei prezzi core, mentre i secondi ne rappresentano circa il 14%.

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

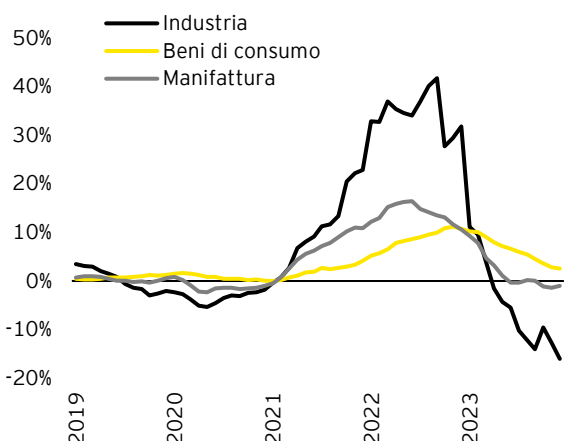


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: gennaio 2024.

L'andamento dell'indice dei prezzi al consumo potrebbe essere spiegato in parte anche dall'andamento dell'indice dei prezzi alla produzione. L'indice dei prezzi alla produzione per l'industria, infatti, registra valori negativi sempre maggiori dall'aprile del 2023, principalmente trainati dall'andamento dei prezzi alla produzione per l'energia.

⁷⁵ Prezzi al consumo, Gennaio 2024, ISTAT. Per maggiori informazioni, https://www.istat.it/it/files//2024/02/CS_Prezzi-al-consumo_Prov_Gennaio2024.pdf.

Figura 34: Indice dei prezzi alla produzione - Italia, var. % YoY



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

In contrazione anche l'indice dei prezzi alla produzione per la manifattura, che a dicembre 2023 mostrano una riduzione tendenziale dell'1% (rispetto quindi allo stesso mese dell'anno precedente), dopo una variazione tendenziale del -1,4% registrato a novembre 2023. Al 2,5% invece la variazione tendenziale a dicembre 2023 (rispetto allo stesso mese dell'anno precedente), in calo rispetto al 2,8% di novembre 2023.

Il tema dei prezzi è inoltre un tema strettamente collegato al tema del mercato del lavoro: si pensi ad esempio che un aumento del livello dei prezzi si traduce, generalmente, in una richiesta di adeguamento salariale, che a sua volta si traduce in un mantenimento costante o aumento dei consumi delle famiglie, spingendo in alto il livello dei prezzi.

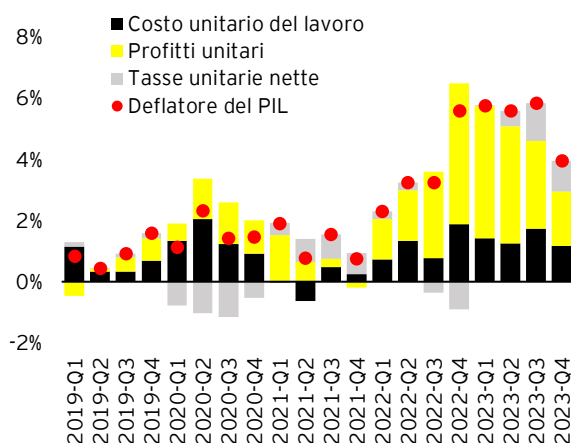
Scomponendo il deflatore del PIL⁷⁶ per le sue componenti dal lato del reddito,⁷⁷ è possibile individuare alcuni aspetti interessanti che hanno caratterizzato gli ultimi trimestri dell'economia italiana. Dallo scoppio della pandemia, infatti, le catene di approvvigionamento globali sono state soggette a forti pressioni e i prezzi dell'energia

⁷⁶ Un deflatore è un valore che esprime la variazione dei prezzi in un periodo di tempo per un prodotto o un paniere di prodotti, utilizzato per deflazionare (aggiustare i prezzi) una misura delle variazioni di valore per lo stesso periodo (ad esempio le vendite di questo prodotto o paniere), eliminando così gli aumenti o le diminuzioni di prezzo e lasciando solo le variazioni di volume. Per maggiori informazioni, <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Deflator>.

⁷⁷ L'analisi del prodotto interno lordo (PIL) dal lato del reddito considera i redditi da lavoro dipendente, le imposte sulla produzione e sulle importazioni meno i sussidi alla produzione, il risultato lordo di

hanno subito un'impennata straordinaria, causando un significativo aumento del costo dei fattori produttivi. In generale, le imprese possono reagire a tale aumento in due modi: trasferendolo ai consumatori per evitare una riduzione dei profitti e dei margini, oppure riducendo la produzione con conseguente perdita di posti di lavoro, rallentamento della crescita economica e possibili ripercussioni sul settore finanziario e sulle finanze pubbliche. Nonostante le pressioni sui costi, le imprese sembrano essere state in grado di resistere mantenendo in linea, se non aumentando, i profitti nominali.⁷⁸ hanno in parte aumentato i prezzi dei loro prodotti finali, compensando così l'aumento dei costi (con una notevole eterogeneità tra i diversi settori) in un periodo di rallentamento dell'attività economica.⁷⁹

Figura 35: Contributi alla crescita del deflatore del PIL, Italia (punti percentuali)



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. I contributi sono calcolati come somma pesata delle variazioni dei singoli componenti del PIL dal lato del reddito. I pesi sono dati dal rapporto dei valori delle singole componenti in termini reali sul PIL nominale. Le tasse unitarie nette sono date dalla differenza delle tasse su prodotti e importazioni meno i sussidi.

L'aumento dei profitti aziendali rappresenta quasi la metà dell'incremento dell'inflazione in Europa negli ultimi due anni, poiché le aziende hanno aumentato i prezzi più dei crescenti costi

gestione e gli altri redditi. L'approccio basato sul reddito mostra come il PIL sia distribuito tra i diversi partecipanti al processo produttivo. Per maggiori informazioni, https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:income_approach.

⁷⁸ ECB, Inflation and monetary policy, maggio 2023, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230508-7014c100eb.en.pdf?57d7ec165307b4e2182ad256dca0d992>.

⁷⁹ Firms' profits: cure or curse?, <https://www.esm.europa.eu/blog/firms-profits-cure-or-curse>.

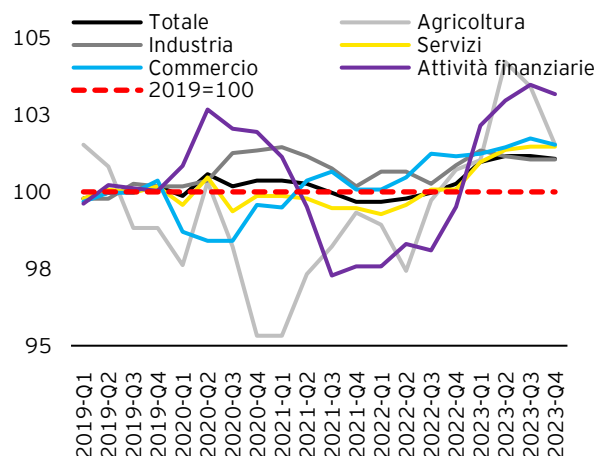
dell'energia importata. Ora che i lavoratori stanno cercando aumenti salariali per recuperare il potere d'acquisto perso, le aziende potrebbero dover accettare una quota di profitto più piccola se si vuole che l'inflazione rimanga su livelli intorno all'obiettivo del 2%. Questi movimenti di aggiustamento delle quote di profitto sono fenomeni fisiologici e piuttosto lenti, ma tendono a riportare il sistema in "equilibrio". Le imprese sono state finora quindi più "protette" rispetto ai lavoratori dallo shock dei costi avversi, il che non significa necessariamente che la redditività sia aumentata: mentre gli utili nominali sono aumentati, ciò non è necessariamente vero per la redditività (aumento del markup o del margine di profitto). Uno studio condotto dalla Banca d'Italia⁸⁰ analizza attentamente la relazione tra la quota di profitto e il markup e illustra le condizioni in cui possono muoversi in direzioni opposte. Le imprese nel breve periodo possono però godere della maggior flessibilità al rialzo dei prezzi rispetto ai salari: le aziende sono in grado di regolare rapidamente i prezzi per proteggere la loro redditività, mentre i salari sono soggetti a più rigidità, perché spesso fissati da precedenti negoziazioni salariali.⁸¹ Il fenomeno di norma poi tende tuttavia a compensarsi nel medio periodo; è questo il motivo di un'attenzione particolare anche da parte della politica monetaria agli aumenti salariali e alle possibili conseguenze attraverso effetti di secondo ordine sul livello dei prezzi.

Analizzando più nello specifico l'andamento dei markup per branca di attività, si evidenziano forti eterogeneità settoriali.

Se nel complesso si nota, infatti, una ripresa dei markup dalla fine del 2022 per il totale dei settori economici, preceduto da una riduzione nel periodo successivo al COVID (2021-2022), dall'altro si notano delle diverse dinamiche all'interno dei settori dell'economia italiana soprattutto durante e immediatamente dopo la pandemia.

Durante la pandemia (2020) il commercio e l'agricoltura hanno scontato la riduzione più significativa dei markup, scesi sotto i livelli registrati nel 2019; al contrario, le attività finanziarie e, in parte, l'industria, hanno registrato un aumento rispetto al periodo precedente la pandemia. Negli anni successivi alla pandemia (2021 e 2022) i markup delle attività finanziarie si sono ridotti, diversamente da quelli del settore del commercio (in crescita fino al superamento dei livelli del 2019) e dell'industria, anche se questi ultimi si sono riavvicinati ai livelli precedenti la pandemia. Dal 2023, invece, sostanzialmente tutti i settori hanno visto i loro mark-up aumentare in modo importante: si distinguono in questo caso le attività finanziarie e l'agricoltura, fenomeno probabilmente legato alla riduzione sperimentata precedentemente.

Figura 36: Markup per branca di attività, Italia - indice, 2019=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Il markup è calcolato come rapporto tra il deflatore dell'output e i costi unitari variabili. In riferimento ai settori: per l'agricoltura si fa riferimento al settore "agricoltura, silvicoltura e pesca"; per l'industria si fa riferimento al settore "attività estrattive, attività manifatturiere, fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata, fornitura di acqua, reti fognarie, attività di trattamento dei rifiuti e risanamento, costruzioni"; per il commercio si fa riferimento al settore "commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli, trasporti e magazzinaggio, servizi di alloggio e di ristorazione, servizi di informazione e comunicazione"; per le attività finanziarie si fa riferimento al settore "attività finanziarie e assicurative, attività immobiliari, attività professionali, scientifiche e tecniche, amministrazione e servizi di supporto"; per i servizi, si fa riferimento a tutti gli altri servizi.

⁸⁰ Colonna, F., Torrini, R. and E. Viviano, 2023, "The profit share and firm mark-up: how to interpret them?" Banca d'Italia Occasional Papers, May 2023.

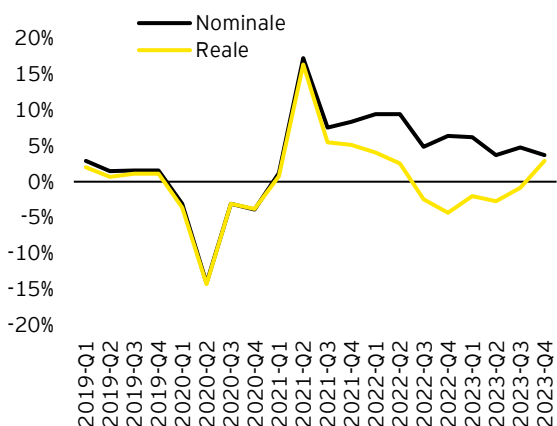
⁸¹ Hansen, N. J., Toscani, F., & Zhou, J. (2023). Euro area inflation after the pandemic and energy shock: Import prices, profits and wages.

In riferimento all'andamento del monte salari reali, si sottolinea come nel quarto trimestre del 2023 questo abbia registrato un aumento significativo, dopo un periodo di contrazione iniziato da circa metà del 2022. Il monte salari nominali registra invece una crescita dal 2021, anche se ora in decelerazione.

Se da un lato la crescita dei valori reali si traduce in una ripresa del potere di acquisto delle famiglie, dall'altro un aumento dei salari, come sopra ricordato, può riflettersi in maggiori pressioni inflazionistiche.

Nel complesso è possibile quindi affermare che, se da un lato l'attività economica mantiene una dinamica sottotono, che si traduce in una riduzione del tasso di inflazione, dall'altro il calo dell'inflazione assieme all'aumento del monte salari nominali si traduce in una ripresa del potere d'acquisto delle famiglie. Il costo dei nuovi prestiti continua a rimanere elevato, rappresentando in ogni caso un freno all'attività economica, ai consumi delle famiglie e agli investimenti delle imprese.

Figura 37: Monte salari, Italia - var. % YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Il monte salari reale è deflazionato con il deflatore dei consumi delle famiglie e delle istituzioni senza scopo di lucro.

Approfondimento: dinamiche del commercio estero italiano

Messaggi principali:

- 1. In termini di commercio di beni, l'Italia è tornata a registrare nel 2023 un surplus di esportazioni nette di beni (differenza tra esportazioni ed importazioni di beni positiva). Il surplus è principalmente dovuto ad un miglioramento delle esportazioni nette verso i paesi extra-Unione Europea, mentre rimane una situazione di sostanziale parità nei confronti delle controparti europee (commercio intra-Unione Europea);*
- 2. Dal 2010 ad oggi, l'America e l'Europa hanno rappresentato per l'Italia un mercato di riferimento sempre più importante, crescendo in termini di quote percentuali sul totale del commercio italiano;*
- 3. Negli ultimi anni (2022-2023), i prodotti dell'industria dei metalli di base e produzione chimica hanno rappresentato una quota sempre minore sul totale del commercio di beni. Si registra inoltre una riduzione importante della quota dei beni dell'estrazione commerciati con la Russia (categoria di beni in cui sono presenti gas e petrolio);*
- 4. Dopo la pandemia, le catene di fornitura per l'Italia sono diventate più complesse ed interconnesse, con sempre più beni in entrata ed in uscita che superano più di una frontiera prima di arrivare nel mercato finale di riferimento. Questo potrebbe tradursi in una maggiore esposizione del commercio italiano a problematiche lungo le catene di fornitura.*

Gli eventi geopolitici che hanno caratterizzato l'economia mondiale negli ultimi anni giocano un ruolo importante nel ridisegnare le traiettorie commerciali globali. Dall'introduzione di politiche commerciali protezionistiche, alla pandemia, alle recenti tensioni geopolitiche derivanti dallo scoppio della guerra tra Ucraina e Russia e riaccensione delle tensioni in Medio Oriente, l'incertezza complessiva dell'attuale quadro geopolitico ha influenzato gli assetti commerciali precedenti.

Nel trattare il tema con un focus specifico sull'Italia, un primo elemento da considerare è la direzione del commercio di beni per macroaree. Ai nostri fini se ne individuano due: l'Unione Europea (commercio intra-UE), ed il resto del mondo (commercio extra-UE). Negli ultimi due anni l'Italia ha mantenuto un rapporto di sostanziale parità in termini di valore commerciale (identificato come valore totale delle importazioni e delle esportazioni) con le due aree individuate, al netto di oscillazioni di breve periodo, ovvero il valore del commercio di beni all'interno dell'Unione Europea è simile in valore rispetto a quello con il resto del mondo. Nel complesso, però, l'Italia trova nell'Unione Europea il principale mercato di riferimento da un punto di vista di commercio di beni, con circa il 50-55% degli scambi che avvengono all'interno dell'area (circa 55 miliardi di euro al mese su un totale di circa 100 miliardi di euro).

Le esportazioni nette di beni in Italia, ovvero la differenza tra beni esportati ed importati, registrano, da circa l'inizio del 2023, dei valori positivi (ovvero le esportazioni di beni risultano maggiori delle importazioni di beni), dopo i valori negativi del 2022. Se da un lato la posizione complessiva rispetto ai partner all'interno dell'Unione Europea è sostanzialmente stabile, dall'altro la posizione rispetto alle controparti extra-Unione Europea è cambiata in maniera significativa, passando da un deficit nel 2022 ad un surplus nel 2023.

Figura 38: Esportazioni nette di merci per destinazione, Italia (€, miliardi)

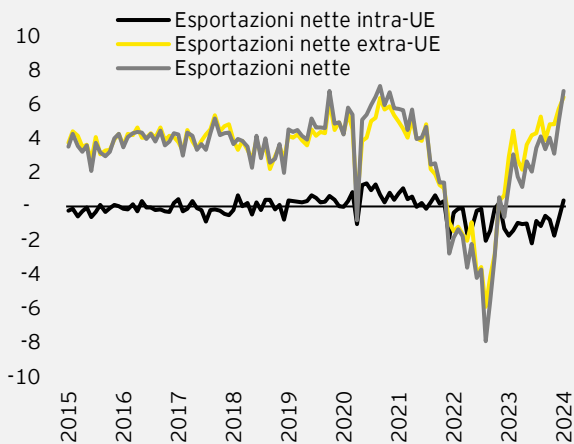
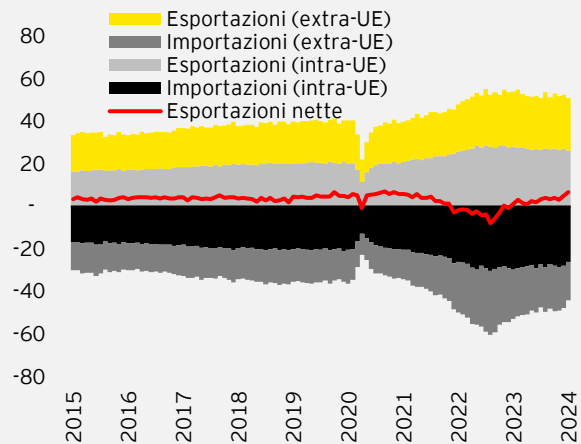


Figura 39: Importazioni, esportazioni ed esportazioni nette di merci per di destinazione, Italia (€, miliardi)



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. I dati fanno riferimento alle sole merci. Il valore del commercio è calcolato come somma di esportazioni e importazioni. Le esportazioni sono valutate al valore FOB (Free On Board) che corrisponde al prezzo di mercato alla frontiera del Paese esportatore. Questo prezzo comprende il prezzo ex-fabbrica, i margini commerciali, le spese di trasporto internazionale e gli eventuali diritti all'esportazione; le importazioni sono valutate al valore CIF (cost, insurance, freight), che comprende: il valore FOB dei beni, le spese di trasporto e le attività assicurative tra la frontiera del Paese esportatore e la frontiera del Paese importatore. Ultimo dato disponibile: dicembre 2023.

Le dinamiche globali e sfide geopolitiche hanno un effetto non solo sul valore delle esportazioni nette in Italia, ma anche sulla sua composizione. Analizzando quest'ultima nelle tre fasi storiche che hanno caratterizzato gli ultimi 10-15 anni, è possibile infatti raggiungere delle conclusioni interessanti circa la variazione della direzione del commercio di beni per l'Italia.

A questo proposito le figure 40 e 41 mostrano la variazione della composizione del paniere del commercio di beni per l'Italia in tre periodi definiti, ovvero (i) il periodo successivo alla grande crisi finanziaria fino al periodo pre-pandemia (2010-2019), (ii) il periodo della pandemia (2020-2021), (iii) il periodo post-pandemico (2022-2023). Le figure mostrano nello specifico quale sia stata la variazione complessiva del paniere del commercio di beni per area geografica, ovvero di quanto sia cambiata la direzione del commercio di beni (anche qui espressa come somma di importazioni ed esportazioni) verso le aree identificate.

Le informazioni espresse in queste due figure sono numerose: da un lato è possibile affermare che nel periodo precedente la pandemia (2010-2019) il commercio di beni italiano sia stato indirizzato sempre più verso l'America e l'Europa (esclusa la Russia) a scapito della Russia, dell'Asia e dell'Africa. Nello specifico, la quota del commercio di beni con l'America è aumentata di circa 2 punti percentuali sul totale del paniere (si assume totale paniere = 100), mentre la quota del commercio verso l'Europa (esclusa la Russia) è aumentata di circa 1,6 punti. Il periodo della pandemia ha rappresentato un momento di cambiamento, anche se non di proporzioni importanti, riducendo da un lato il commercio di beni con l'America, dall'altro aumentando i flussi commerciali con l'Europa (esclusa la Russia) e l'Oceania.

Figura 40: Variazione della composizione del commercio per area geografica, Italia (totale commercio = 100)

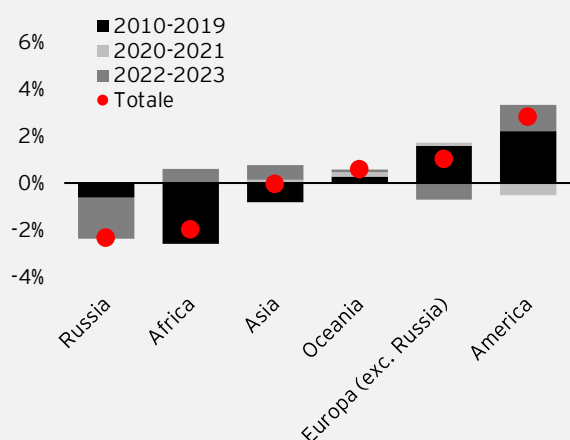
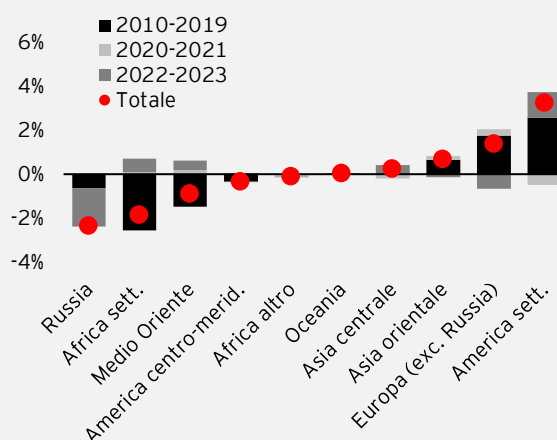


Figura 41: Maggior dettaglio della variazione della composizione del commercio per area geografica, Italia (totale commercio = 100)



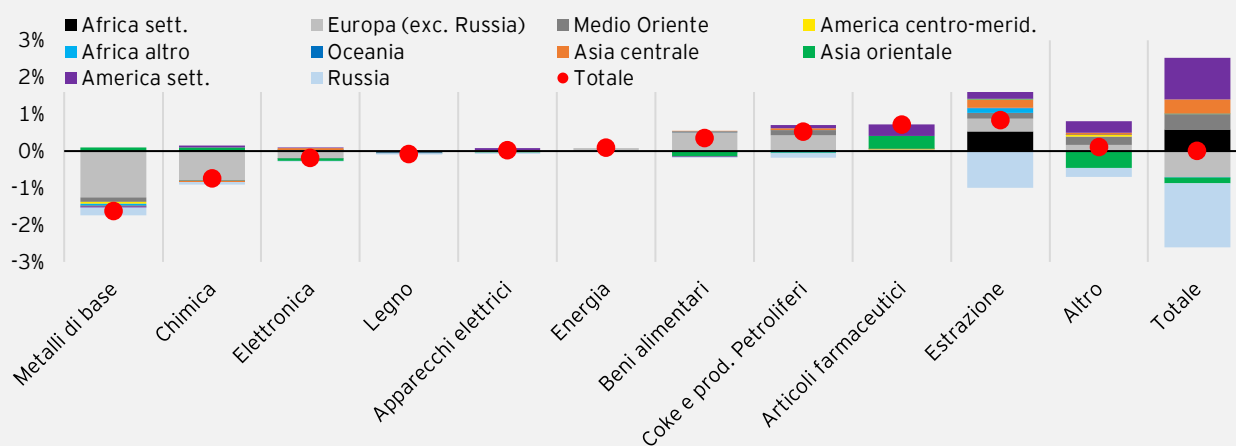
Fonte: Elaborazioni EY su dati COEWEB. I dati fanno riferimento alle sole merci. Il valore del commercio è calcolato come somma di esportazioni e importazioni.

A seguito delle complicazioni lungo le catene di fornitura generate dalla crisi pandemica, a cui si sono aggiunte successivamente le tensioni geopolitiche dovute al nuovo conflitto tra Russia e Ucraina, e altri recenti sviluppi geopolitici globali, il commercio di beni italiano nel periodo post-pandemico sembra essere stato in parte caratterizzato da uno spostamento delle rotte commerciali verso paesi "amici". Fatto 100 il totale del paniere del commercio, infatti, gli scambi con l'America sono cresciuti di circa 1 punto percentuale, a scapito di una riduzione del commercio nei confronti della Russia (-1,7 punti percentuali) e in parte dell'Europa (esclusa la Russia) e dell'Asia Orientale. Anche il commercio con L'Africa settentrionale è cresciuto nel periodo post-pandemico.

Questa semplice analisi della composizione del commercio di beni italiano sembrerebbe quindi supportare solo in parte la narrativa di un recente *nearshoring* e *friendshoring*, ovvero da un lato del riavvicinamento delle catene di fornitura (*nearshoring*) e dall'altro dello spostamento delle catene di fornitura verso paesi considerati alleati da un punto di vista geopolitico (*friendshoring*). Partendo da questo punto, è possibile aggiungere un ulteriore grado di complessità per analizzare quali siano state le principali categorie di beni coinvolte in questi cambiamenti, con un focus specifico sugli anni post-pandemia.

Nello specifico, è possibile notare come negli ultimi due anni il commercio di beni italiano si sia ridotto specialmente in riferimento ai metalli di base, prodotti chimici ed elettronica, a fronte di un aumento della categoria dei beni alimentari, coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, articoli farmaceutici e beni dell'estrazione. In quest'ultima categoria rientrano i più importanti beni energetici, quali il gas naturale e il petrolio, il cui commercio con la Russia si è significativamente ridotto, a fronte di un aumento da altre regioni e partner commerciali.

Figura 42: Variazione della composizione del commercio per area geografica e categoria di beni, Italia - 2022-2023, totale commercio=100



Fonte: Elaborazioni EY su dati COEWEB. I dati fanno riferimento alle sole merci. Il valore del commercio è calcolato come somma di esportazioni e importazioni per singola categoria di beni.

Infine, un ulteriore elemento di interesse che ha caratterizzato il commercio di beni italiano negli ultimi anni è la variazione della complessità delle proprie catene di fornitura. Il commercio totale può essere infatti scomposto in commercio di beni che superano una sola frontiera (commercio tradizionale) e commercio che supera più di una frontiera (Global Value Chains, GVC), quest'ultimo rappresentativo di relazioni commerciali più complesse rispetto al primo punto. Scomponendo quindi il commercio italiano in commercio tradizionale e commercio in Global Value Chains, si nota come, mentre negli anni passati si è registrato un sostanziale equilibrio tra le due tipologie di commercio, negli anni della pandemia e successivi si è assistito ad un aumento significativo del commercio che supera più di una frontiera.

Per capire le ragioni sottostanti questo aumento importante registrato negli ultimi anni, è opportuno scomporre il commercio di beni lungo le GVC nelle sue tre componenti, ovvero una componente di importazioni (*backward*, ovvero il valore dei beni importati dal paese di riferimento e successivamente esportati verso il paese di destinazione), di esportazioni (*forward*, ovvero il valore aggiunto in beni interamente generato all'interno delle filiere nazionali - senza alcun passaggio di frontiera - esportato verso il partner commerciale che, a loro volta, lo riesporta in altri mercati) e bidirezionale (*mix*, ovvero il valore dei beni e servizi prodotti con input importati, esportati verso il partner commerciale che, a loro volta, li riesporta in altri mercati).⁸²

Questa scomposizione ci permette quindi di individuare quale direzione del commercio lungo le GVC sia aumentata maggiormente negli ultimi anni: se da un lato la percentuale della componente di esportazioni *forward* sul totale del commercio di beni è rimasta sostanzialmente costante o in moderata crescita, dall'altro si è assistito ad un incremento importante della componente di importazioni e bidirezionale. Questo vuol dire che i beni scambiati dall'Italia con i propri partner commerciali sono prodotti con beni importati la cui catena del valore è sempre più complessa e coinvolge sempre più paesi (anche se nulla ci dice in relazione alla distanza della catena di fornitura). A confermare questo messaggio è anche la crescita significativa della componente bidirezionale.

⁸² WITS, GVC Data User Guide. Per maggiori informazioni, <https://wits.worldbank.org/docs/gvc-data-usage-guide.pdf>.

Figura 43: Commercio di beni tradizione e Global Value Chains, Italia (percentuale sul totale commercio)

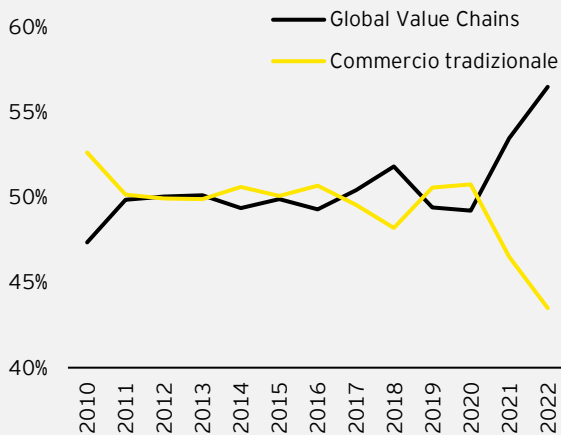
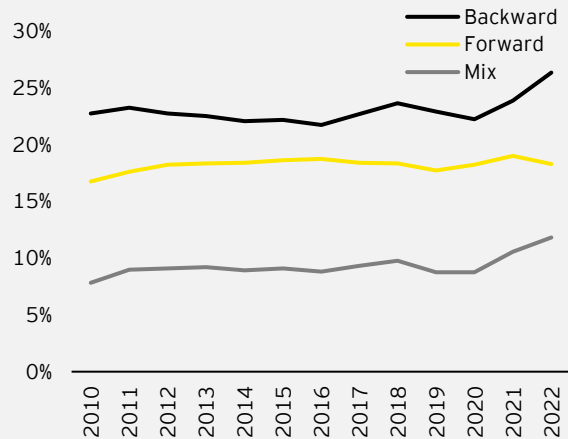


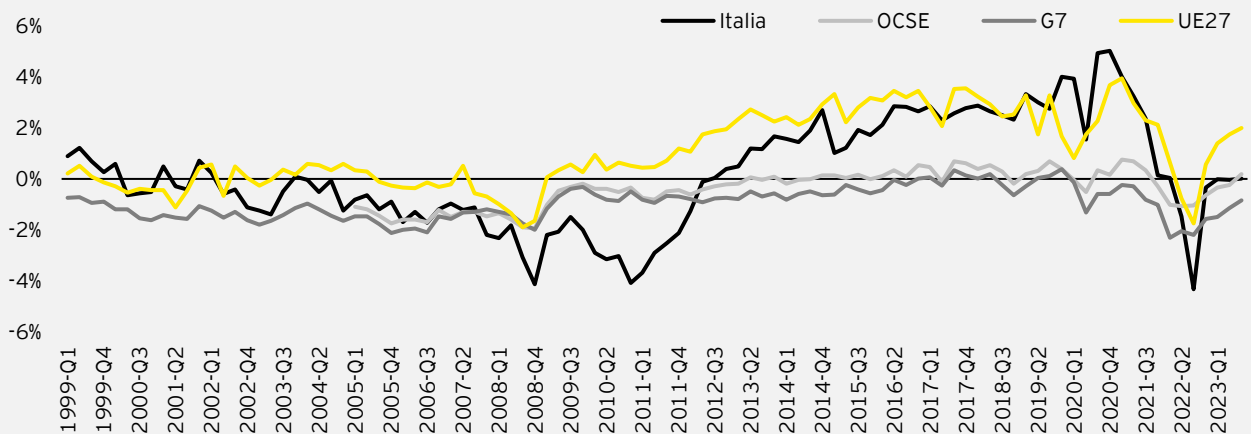
Figura 44: Direzione delle Global Value Chains, Italia (percentuale sul totale commercio)



Fonte: Elaborazioni EY su dati World Integrated Trade Solution (WITS). I dati fanno riferimento ai soli beni della manifattura. Commercio tradizionale: si fa riferimento al valore dei beni che superano un solo confine; Global Value Chains: si fa riferimento al valore dei beni che superano più di un confine; Backward: si fa riferimento al valore dei beni importati dal paese di riferimento e successivamente esportati verso il paese di destinazione; Forward: si fa riferimento al valore aggiunto in beni interamente generato all'interno delle filiere nazionali - senza alcun passaggio di frontiera - esportato verso il partner commerciale che, a loro volta, lo riesportano in altri mercati; Mix: valore dei beni e servizi prodotti con input importati, esportati verso il partner commerciale che, a loro volta, li riesportano in altri mercati.

Allargando, infine, l'analisi al commercio di beni e servizi, si nota come, dopo aver registrato un saldo commerciale negativo nel periodo immediatamente successivo alla pandemia, l'Italia è tornata sostanzialmente in pareggio. A titolo di paragone, si consideri che il complesso dei paesi dell'Unione Europea a 27 membri registrano al terzo trimestre del 2023 un saldo commerciale di beni e servizi attivo, intorno al 2%, mentre i paesi OCSE e del G7 sono rispettivamente in territorio neutro (0,2%) e negativo (-0,9%) nello stesso trimestre.

Figura 45: Saldo commerciale (beni e servizi) - % PIL



Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE. Si fa riferimento al commercio di beni e servizi.

In conclusione, quindi, è possibile affermare che, se da un lato i flussi commerciali dell'Italia dal 2010 si sono concentrati sempre più in Europa e in America (e, negli ultimi anni, specialmente in America, potenzialmente a dimostrazione di un processo di *friendshoring*), dall'altro gli ultimi anni hanno visto un maggiore livello di integrazione e complicazione delle catene di fornitura del commercio italiano, in relazione alla provenienza dei beni importati. Questo potrebbe tradursi in una maggiore esposizione del commercio italiano a rischi collegati alle problematiche lungo le catene di fornitura globali.

L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

Il quarto trimestre del 2023 ha registrato una crescita congiunturale dello 0,2%, che si riflette in una crescita tendenziale (rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) dello 0,6%. Il 2023 chiude così con una crescita dello 0,9% rispetto al 2022. La crescita congiunturale non particolarmente dinamica è la risultante, da un lato, di una frenata importante dei consumi delle famiglie residenti e istituzioni sociali private al servizio delle famiglie (-1,4% congiunturale) e, dall'altro, di un'accelerazione degli investimenti (2,4% congiunturale). Oltre agli investimenti, un contributo positivo viene dalla domanda estera netta e dalla spesa delle amministrazioni pubbliche, che hanno contribuito rispettivamente per 0,4 e 0,1 punti percentuali (i consumi privati hanno, di contro, apportato un contributo negativo sul trimestre pari a 0,8 punti percentuali).⁸³

L'andamento dei consumi trova fondamento nella riduzione del potere d'acquisto delle famiglie legata all'inflazione e all'elevato costo del denaro che scoraggia il credito al consumo. A questo si aggiunge, inoltre, un importante elemento legato alle dinamiche dei risparmi degli italiani. I risparmi accumulati durante il periodo pandemico, infatti, hanno potenzialmente sostenuto i consumi privati nei trimestri successivi di rientro alla normalità, nonostante le condizioni economiche non sempre favorevoli ed un'incertezza elevata a causa del contesto geopolitico. Il progressivo assottigliamento, fino ad esaurirsi, dell'"extra-risparmio" accumulato durante il periodo della pandemia ha comportato in questi ultimi mesi un minore sostegno ai consumi privati.

Figura 46: Componenti del PIL, Italia - contributi alla crescita, punti percentuali

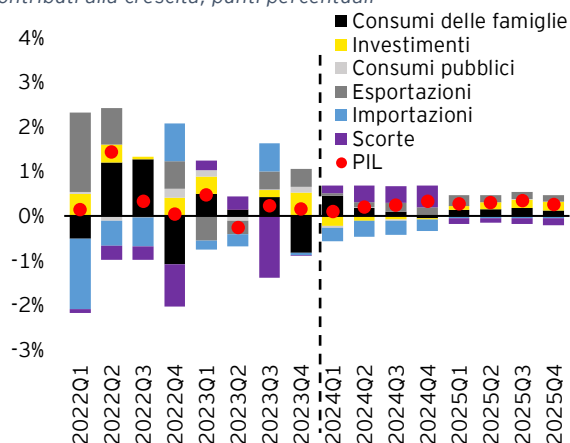
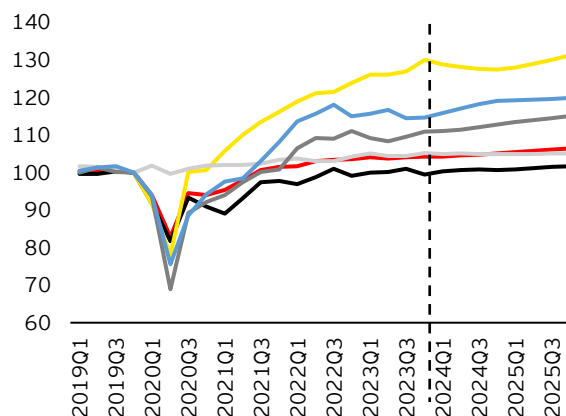


Figura 47: Componenti del PIL, Italia - indice, 2019-Q4 = 100



Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat e previsioni EY. Le previsioni EY cominciano dal primo trimestre 2024. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, 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 di EY per l'economia italiana. Dopo la debole crescita registrata nel quarto trimestre 2023, ci si attende una crescita del PIL nel primo trimestre del 2024 dello 0,1%, seguita poi da una crescita leggermente più dinamica nel resto del 2024 (compresa tra lo 0,2% e lo 0,3%) fino ad una chiusura dell'anno allo 0,7%. Il 2025 sarà invece caratterizzato da una crescita più dinamica (1,2%).

⁸³ ISTAT, Conti economici trimestrali, IV trimestre 2023. Per maggiori informazioni, https://www.istat.it/it/files//2024/03/CET_23q4.pdf.

Si stima che la performance del 2024 sarà legata ad un andamento sottotono dei consumi (0,4%) e degli investimenti (0,6%), a cui si aggiunge un leggero contributo positivo delle esportazioni nette (circa 0,1 punti percentuali). Il 2025 sarà invece caratterizzato da una lieve accelerazione dei consumi (0,7% la crescita stimata rispetto all'anno precedente) e da una ripartenza degli investimenti (1,2%), principalmente grazie ad una riduzione attesa del livello dei tassi di interesse a seguito di una normalizzazione del tasso di inflazione.

Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PIL, var. %	-9,0%	8,3%	4,1%	0,9%	0,7%	1,2%
Consumi delle famiglie, var. %	-10,4%	5,5%	4,9%	1,2%	0,4%	0,7%
Investimenti, var. %	-8,0%	20,3%	8,9%	4,9%	0,6%	1,2%
Esportazioni, var. %	-14,3%	14,1%	11,0%	0,5%	2,1%	2,2%
Importazioni, var. %	-12,7%	15,6%	13,5%	-0,2%	1,9%	1,7%
Tasso di disoccupazione	9,4%	9,5%	8,1%	7,7%	7,5%	7,2%
Indice dei prezzi al consumo, var. %	-0,1%	1,9%	8,2%	5,6%	1,9%	1,8%
Deficit, % del PIL	-9,5%	-8,8%	-8,4%	-6,8%	-4,7%	-3,5%
Debito pubblico, % del PIL	155,1%	147,3%	140,4%	137,0%	139,9%	139,1%

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. La voce "Investimenti" fa riferimento agli investimenti pubblici e privati, e comprendono gli investimenti fissi lordi, le acquisizioni meno le cessioni di oggetti di valore e gli ammortamenti.

In riferimento al mercato del lavoro, questo si presenta in salute e mostra un tasso di disoccupazione nei due anni di analisi (2024 e 2025) in riduzione da valori più vicini all'8% a valori più prossimi al 7%. In miglioramento anche le stime riguardanti l'inflazione, che si prevede ridursi dal 5,6% del 2023 all'1,9% nel 2024 all'1,8% nel 2025.

Il deficit pubblico è atteso al 4,7% nel 2024 e 3,5% nel 2025, mentre il rapporto del debito pubblico sul PIL risentirà della scarsa crescita del PIL nominale, attestandosi intorno al 139% nel 2025. 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.

Scendendo nel dettaglio degli investimenti, agli elevati tassi di interesse si aggiunge anche la riduzione degli incentivi posti in essere nei trimestri passati, con conseguente effetto negativo sugli investimenti privati. Nello specifico, nel 2024 e 2025 gli investimenti privati in abitazioni sono previsti registrare una forte contrazione (-4,3% e -13,4% rispettivamente); dinamica simile, anche se più attenuata, per gli investimenti privati in fabbricati e in macchinari nel 2024 (-0,3%), in ripresa nel 2025 (5,6%). Un diverso *trend* invece si registra per i beni intangibili, che rappresentano sempre più un elemento chiave e distintivo delle imprese per mantenere la loro competitività sul mercato. Tali investimenti (che includono ad esempio investimenti in ricerca e sviluppo, software) continuano infatti a crescere, anche se l'ammontare complessivo rimane ancora ridotto rispetto al totale degli investimenti e quindi il loro "effetto traino" è nel complesso ancora poco rilevante, benché il loro apporto sia fondamentale per il sistema economico (ad esempio in riferimento alla produttività).⁸⁴ In uno scenario di investimenti privati in contrazione, gli investimenti pubblici, previsti crescere al 6,7% nel 2024 e 3,0% nel 2025, rappresentano quindi il vero motore degli investimenti nazionali.

⁸⁴ Greco, R. (2023). A structural analysis of productivity in Italy: a cross-industry, cross-country perspective. Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper, Number 825, December 2023.

A questo proposito è quindi importante sottolineare il ruolo del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) per la crescita non solo nel medio-lungo periodo, grazie ad un innalzamento della crescita potenziale in parte dovuto al complesso programma di riforme parte del Piano, ma anche nel breve periodo, rappresentando un elemento importante propulsivo in un contesto di investimenti privati frenati dagli elevati tassi di interesse.

Le previsioni appena descritte assumono, infatti, l'effettiva implementazione delle riforme e dei progetti del PNRR secondo le informazioni disponibili nella Terza Relazione sullo stato di attuazione del PNRR di luglio 2023.⁸⁵ La Quarta Relazione sullo stato di attuazione del PNRR di febbraio 2024, mostra una spesa complessiva tra il 2020 e il 2023 di circa 43 miliardi sui 58 pianificati nel cronoprogramma descritto nella Terza Relazione.⁸⁶ Sulla base di questa informazione, è possibile assumere che la differenza tra quanto speso e quanto ottenuto alla fine del 2023 venga utilizzato negli anni successivi.

Tenuto conto del contesto appena descritto, possiamo delineare degli scenari per identificare le potenziali ripercussioni sulla crescita nel caso di parziale implementazione del piano nei prossimi anni. Nello specifico, l'esercizio di analisi degli impatti del PNRR sulla crescita nei possibili scenari di implementazione è stato svolto nel seguente modo:

1. Sulla base del cronoprogramma contenuto nella Terza relazione sullo stato di attuazione del PNRR di luglio 2023 è stato stimato un nuovo cronoprogramma che recepisce le ultime modifiche apportate al PNRR a fine 2023.⁸⁷
2. Per il 2023 sono state considerate le sole risorse effettivamente di competenza del 2023 desumibili dal confronto tra la spesa sostenuta al 31/12/2023 e la spesa sostenuta al 31/12/2022. La differenza tra le risorse effettivamente di competenza al 2023 e quelle presenti nel precedente cronoprogramma (differenza pari a circa 15 miliardi) è stata assunta di competenza degli anni successivi (dal 2024 al 2026) e distribuita negli anni in maniera equa.
3. Le somme di competenza degli anni successivi al 2023 sono state poi suddivise per categorie di spesa, tenuto conto delle quote delle diverse finalità del budget da allocare descritte nella Quarta Relazione. Nello specifico si assume la seguente distribuzione delle risorse: per acquisto di beni e servizi il 33% della spesa totale; per investimenti pubblici il 46%; per prestazioni sociali l'1%; per concessioni di incentivi ad unità produttive il 19%; e per altre finalità di spesa l'1%.
4. Si è assunto un ritardo nella spesa effettiva degli investimenti pubblici ("*time to spend*"), considerati i necessari adempimenti burocratici, di circa quattro trimestri, in linea con quanto assunto in un lavoro della Commissione Europea (Pfeiffer et al., 2021).⁸⁸
5. A questo scenario (*baseline*) si affiancano due ulteriori scenari in cui si assume un'implementazione parziale del PNRR. Nello specifico:
 - a. *Scenario 1*: implementazione del piano al 70% della stima delle risorse programmate per il 2024 e 90% al 2025;
 - b. *Scenario 2*: implementazione del piano al 50% della stima delle risorse programmate per il 2024 e 70% al 2025.

⁸⁵ PNRR - La terza relazione sullo stato di attuazione del PNRR. Per maggiori informazioni, <https://temi.camera.it/leg19/dossier/OCD18-18399/pnrr-terza-relazione-sullo-stato-attuazione-del-pnrr.html>.

⁸⁶ Quarta relazione al Parlamento sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza., Sez. I, pag. 113. Per maggiori informazioni, <https://www.italiadomani.gov.it/content/sogei-ng/it/it/strumenti/documenti/archivio-documenti/quarta-relazione-al-parlamento-sullo-stato-di-attuazione-del-pia.html>.

⁸⁷ Nello specifico si fa riferimento all'aumento delle risorse previste dal PNRR da 191,5 miliardi di euro a 194,4 miliardi di euro. Per maggiori informazioni, <https://temi.camera.it/leg19/pnrr.html>.

⁸⁸ Pfeiffer, P., & Varga, J. (2021). Quantifying spillovers of next generation EU investment (No. 144). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission. Questo lavoro fa a sua volta riferimento a Leeper, E.M., T.B. Walker, and S-C.S. Yang, 2010, Government Investment and Fiscal Stimulus, *Journal of Monetary Economics*, 57, 1000-12.

Figura 48: PIL reale e scostamento della crescita nei due scenari rispetto alla baseline, Italia (milioni di € e punti percentuali)

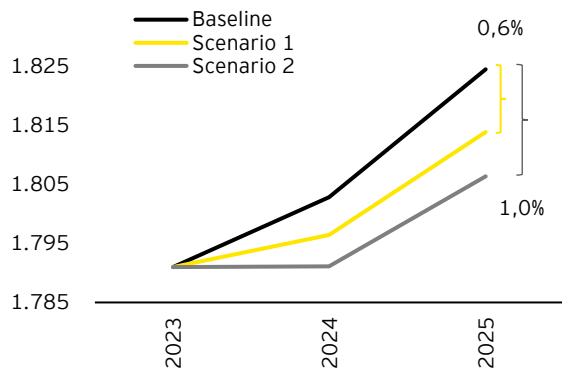


Tabella 49: Crescita del PIL reale negli scenari di simulazione, Italia - var. %

	2024	2025
Baseline	0,7%	1,2%
Scenario 1	0,3%	1,0%
Scenario 2	0,0%	0,8%

Fonte: Elaborazioni dal Modello Macroeconomico di EY Italia, "HEY-MoM". Le percentuali rappresentano lo scostamento nei due scenari rispetto allo scenario baseline (0,6% nello Scenario 1; 1,0% nello Scenario 2).

Tenendo in considerazione questi due scenari, si stima che nello Scenario 1 (implementazione del piano al 70% della stima delle risorse programmate per il 2024 e 90% al 2025), il PIL registrerebbe una crescita dello 0,3% nel 2024 ed una crescita dell'1,0% nel 2025. Ciò si tradurrebbe in una crescita cumulata al 2025 minore di 0,6 punti percentuali rispetto alla baseline.

Nello Scenario 2 (implementazione del piano al 50% per il 2024 e 70% per il 2025), l'economia italiana sperimenterebbe una crescita nulla (0,0%) nel 2024 e dello 0,8% nel 2025. Ciò si tradurrebbe in una crescita cumulata al 2025 minore di 1 punto percentuale rispetto alla baseline. Come già accennato, quindi, le risorse del PNRR rappresentano una leva importante della crescita del PIL italiano nel 2024 e nel 2025, in un contesto di elevati tassi di interesse che scoraggiano consumi ed investimenti privati. L'elemento cruciale è che tali risorse vengano spese in maniera produttiva anche per stimolare la crescita di medio-lungo periodo.



Assunzioni a sostegno delle previsioni

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

- ▶ **Domanda estera di beni italiani:** si ipotizza una ripresa nel 2024 della domanda estera di beni italiani, con una ulteriore accelerazione nel 2025 fino ad una crescita del 3%;
- ▶ **Gas naturale:** si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 15,0 \$/mmbtu entro la fine del 2024, e intorno ai 14 \$/mmbtu entro la fine del 2025;
- ▶ **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio intorno agli 82\$ al barile alla fine del 2024,⁸⁹ e che scenda progressivamente nel 2025 fino agli 80\$ al barile;
- ▶ **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,09;
- ▶ **Spesa pubblica:** si considerano come punto di partenza le proiezioni contenute nell'ultima Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze,⁹⁰ modificate tenuto conto delle nostre stime relative all'allocazione delle risorse del PNRR;
- ▶ **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizza una riduzione dei tassi di interesse a metà 2024, che porterà entro fine 2024 una riduzione di 1 punto percentuale dei tassi di riferimento, ed una ulteriore riduzione di mezzo punto al 2025. Ci si attende inoltre che il tasso d'interesse a lungo termine (10 anni) segua un andamento simile, ma mostrando un differenziale in progressiva riduzione con il tasso a breve termine.

Le assunzioni sono formulate sulla base dei dati disponibili al 20 marzo 2024. I dati dell'analisi sono aggiornati al 20 marzo 2024.

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

Rischi al rialzo

- ▶ **Riduzione delle tensioni geopolitiche:** le tensioni relative ai conflitti attualmente in corso, e nello specifico quello russo-ucraino ed israelo-palestinese, potrebbero ridursi nel breve/medio termine, riducendo di conseguenza l'instabilità nel quadro macroeconomico, con potenziali ripercussioni positive sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ **Mercato del lavoro:** minore pressione della componente salariale sul livello dei prezzi, riducendo il rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- ▶ **Politica monetaria:** accelerazione dell'allentamento di politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea e minore pressione sulla domanda interna;
- ▶ **Riadattamento delle catene di fornitura:** un riadattamento più veloce 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;

⁸⁹ Si fa riferimento al prezzo del Brent.

⁹⁰ Documento di economia e finanza, Nota di aggiornamento, 2023.

- ▶ Accelerazione della domanda estera: maggiore crescita economica per partner commerciali importanti quali Cina e Stati Uniti, che si tradurrebbe in un contributo maggiore del commercio estero alla crescita italiana.

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 potrebbe aggiungere un aggravarsi della questione israelo-palestinese, che, in caso di coinvolgimento di altri paesi, avrebbe ripercussioni umanitarie ed economiche ancora più significative, con potenziali conseguenze negative sulle quotazioni dei beni energetici (principalmente petrolio) ed altre *commodity*;
- ▶ Impatto più forte del previsto sull'economia reale della politica monetaria restrittiva: la BCE e le altre banche centrali mondiali potrebbero mantenere 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 può avere 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;⁹¹
- ▶ 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;
- ▶ Crescita meno sostenuta per Cina e Stati Uniti: una crescita meno sostenuta di Cina e Stati Uniti potrebbe risultare in una crescita della domanda estera di beni italiani ridotta;
- ▶ Elezioni negli Stati Uniti: le elezioni di novembre 2024 negli Stati Uniti aumentano l'incertezza circa i potenziali svolgimenti e attese future sulle principali questioni geopolitiche.

⁹¹ 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 Macroeconomy⁹²

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).⁹³ 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 microfondati e al contempo (b) attente nella applicazione di rigorose tecniche di valutazione dell'informazione statistica. Un esempio di modello ibrido è costituito da MARTIN, il modello attualmente in uso presso la Banca Centrale Australiana (cfr Cusbert e Kendall, 2018).

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

Le fondamenta economiche

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

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

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

⁹² Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

⁹³ "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.

© 2024 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