



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi



# L'ECONOMIA ITALIANA TRA RIALZO DEI TASSI E INFLAZIONE ALTA

**Alessandro Fontana**  
*Direttore Centro Studi Confindustria*

Centro Studi - Rapporto di previsione  
Sabato 25 marzo 2023

In collaborazione con:



Audi



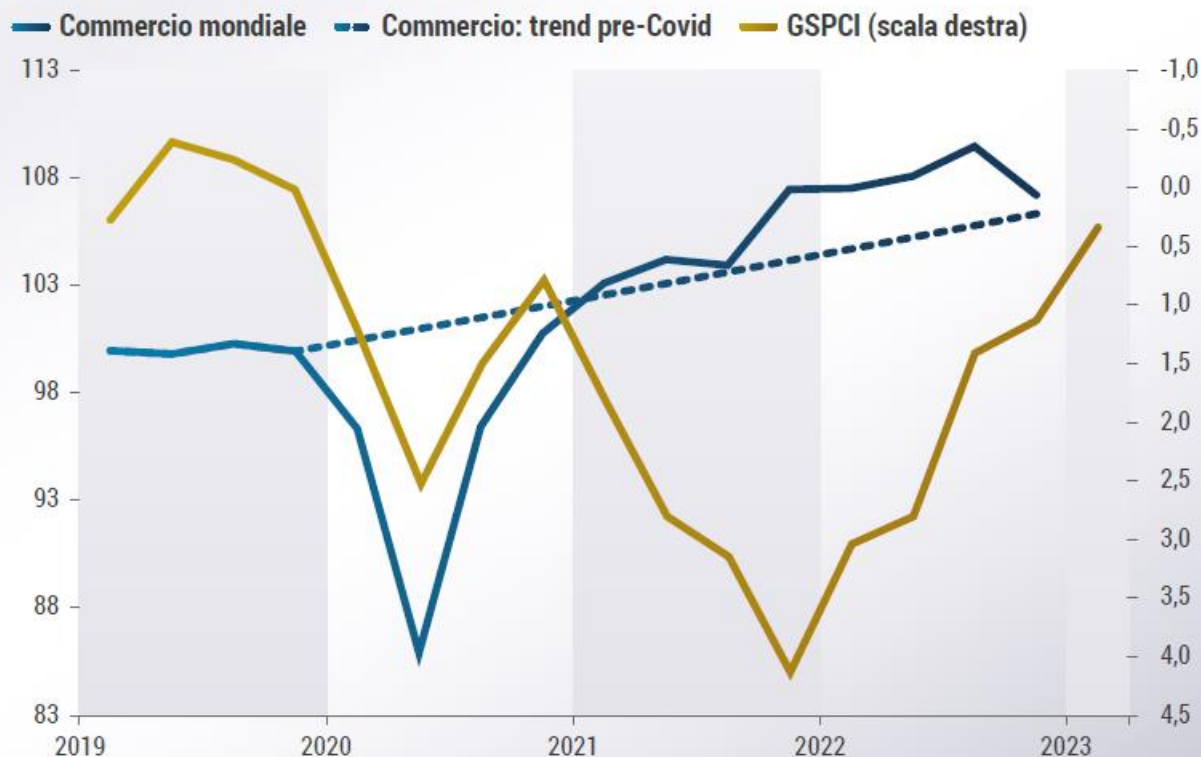
# Il contesto internazionale



# Commercio mondiale verso la normalizzazione

## Verso un ritorno alla normalità del commercio mondiale

(Dati trimestrali in volume, indice 2019=100, *Global Supply Chain Pressure Index* asse invertito)



In allentamento i vincoli all'offerta:

- Forte resilienza degli scambi al conflitto;
- Minori tensioni nelle catene globali di fornitura;
- Abbandono della politica «zero-Covid» da parte della Cina.

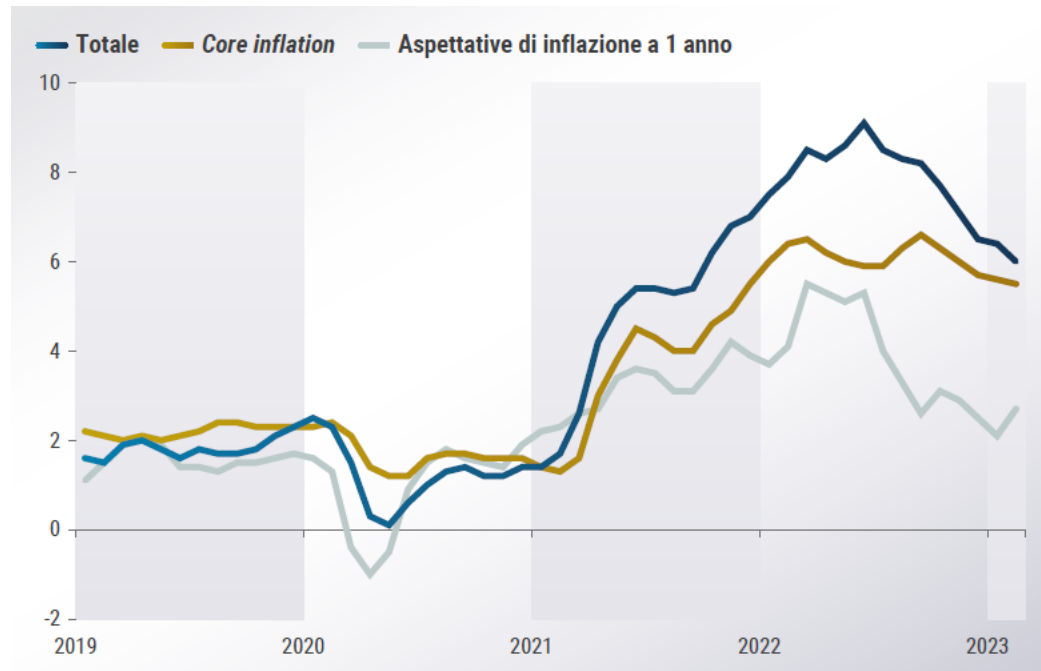
Adesso però è debole la domanda mondiale (4° trim. 2022, -2,1% scambi mondiali; indice attività portuale di container in forte rallentamento a gennaio) e questo rallenterà il commercio (+2,0% nel 2023):

- Crescita ridotta dei paesi avanzati.

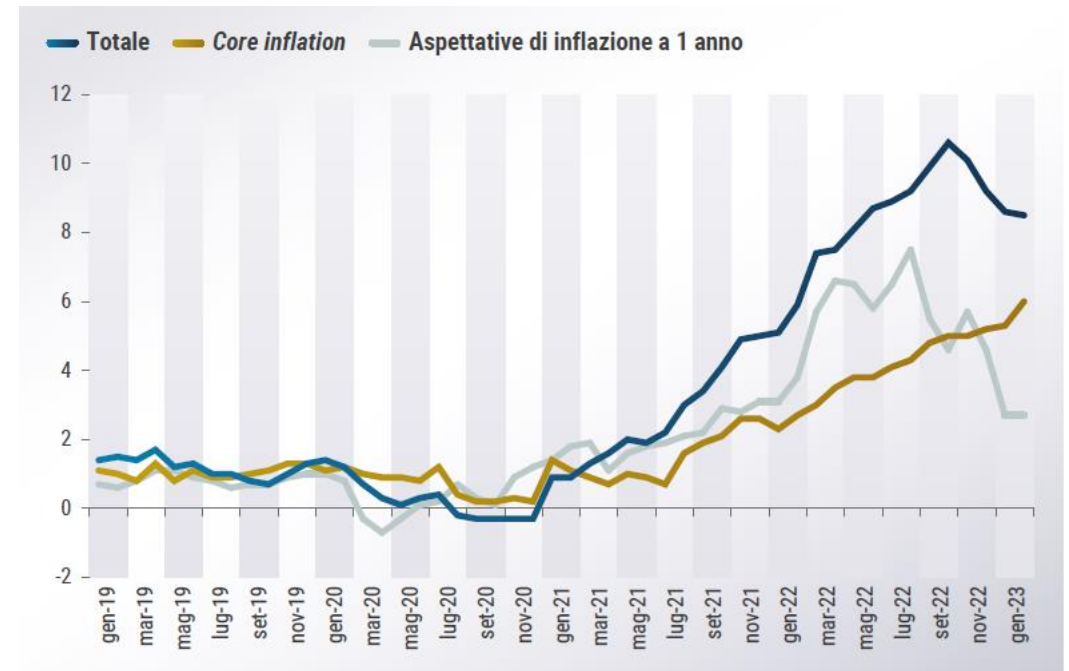
# Eurozona e USA strette da inflazione alta e tassi in rialzo

- Eurozona: inflazione +8,5% da +10,6% a ottobre, in aumento la *core inflation* +5,6%. Aspettative a 12 mesi vicine all'obiettivo: +2,7% da +7,5%.
- USA: inflazione +6,0% da 9,1% a giugno, ma 5,5% la *core* e +5,1% nel 4° le retribuzioni.

## USA: inflazione verso i valori della *core* (Indici CPI, var. % a 12 mesi, dati mensili)

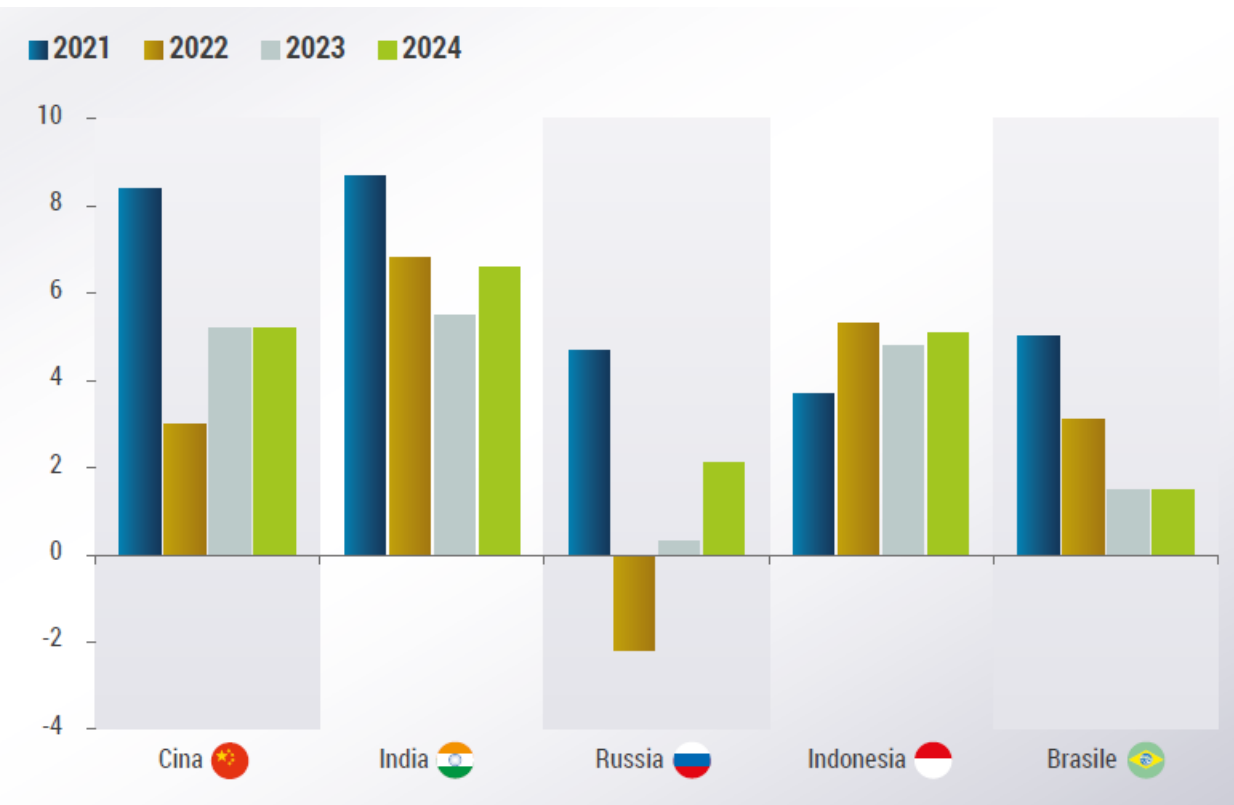


## Eurozona: aspettative d'inflazione quasi rientrate (Indici IPCA, var. % a 12 mesi, dati mensili)



# Emergenti baricentro della crescita mondiale

## L'andamento atteso per i principali paesi emergenti (Tassi di crescita del PIL a prezzi costanti)



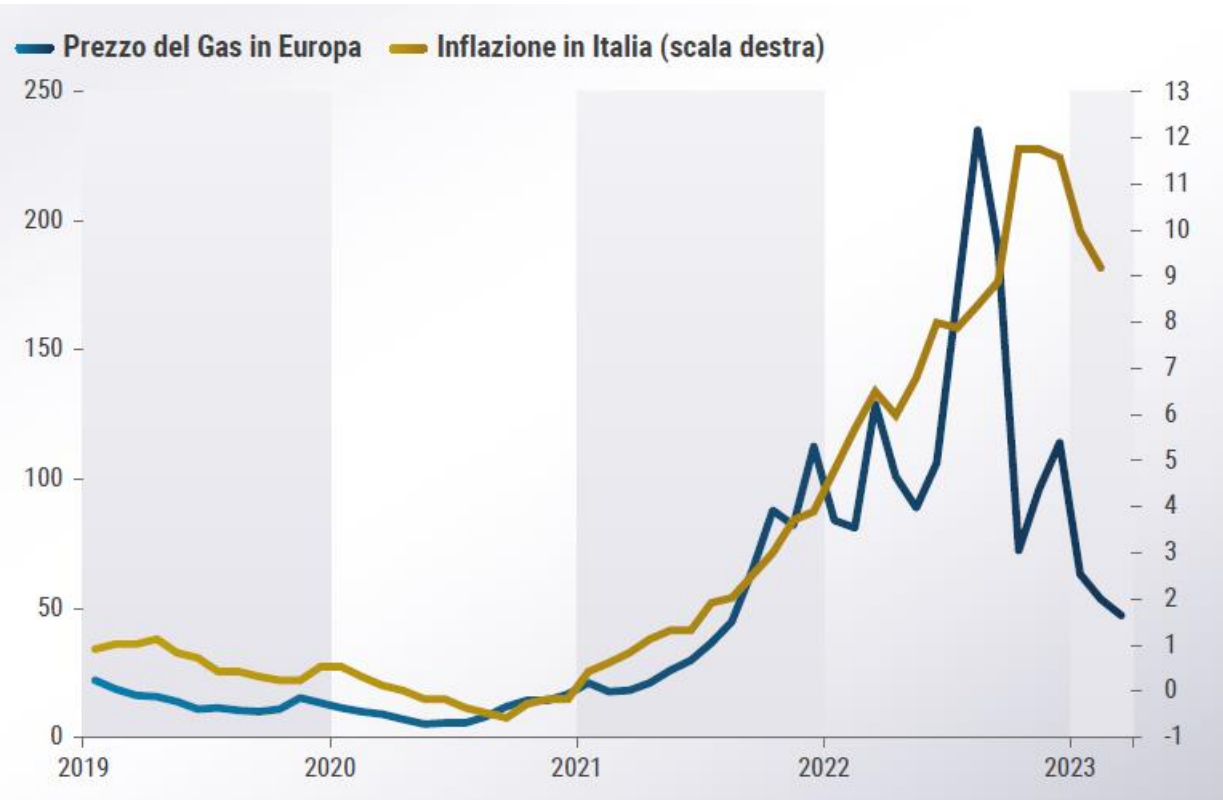
- PIL emergenti: +3,9% nel 2022, +4,1% nel 2023, +4,5% nel 2024 (3/5 da Cina e India). Cina +5,0% nel biennio (da +3,0%).
- Emergenti asiatici: crescita sostenuta e inflazione sotto controllo.
- Emergenti europei: inflazione alta, vicini alla guerra, forti legami con la Germania.
- Seppur in calo, i prezzi degli idrocarburi sostengono i paesi che li esportano.

# L'economia italiana



# Prezzo del gas in calo, ma inflazione ancora alta...

## Gas in netto calo, ma inflazione ancora alta (Quotazioni internazionali e indice NIC, medie mensili)

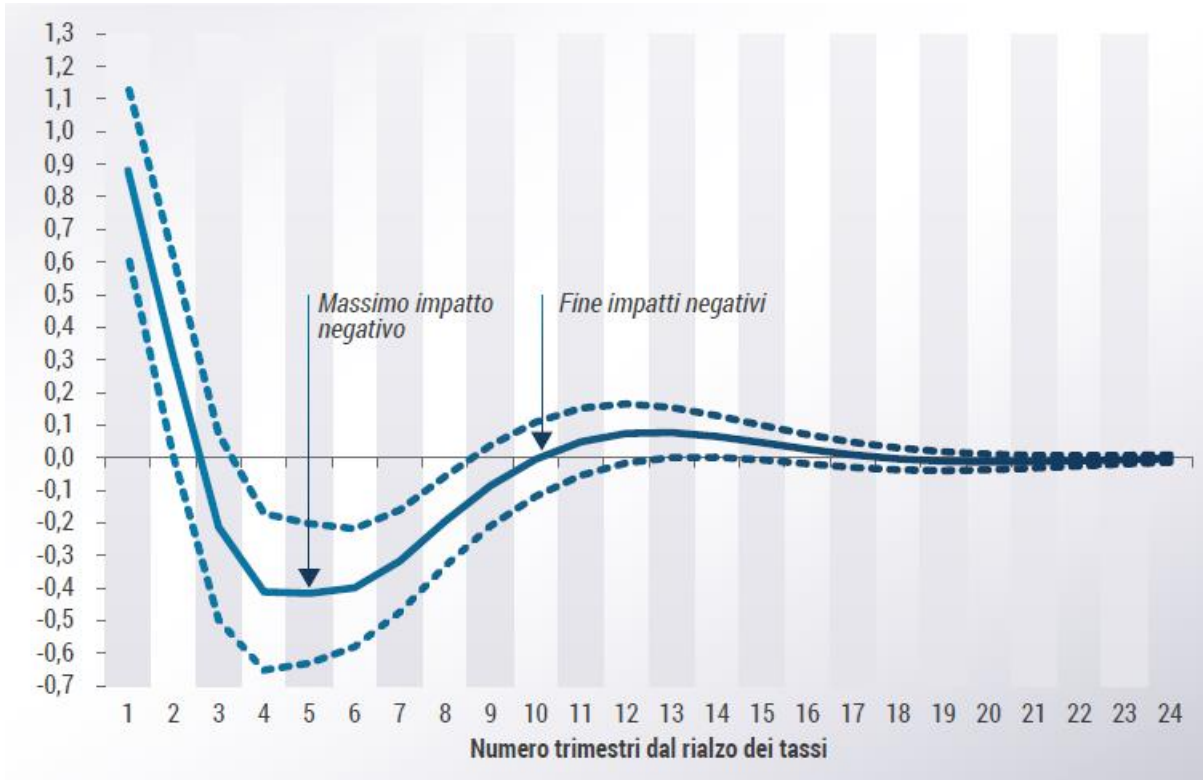


- Prezzo del gas in calo in Europa da fine 2022: sotto i 50 euro/mwh da inizio 2023; riduce i costi delle imprese, accelera il rientro dell'inflazione.
- È alto rispetto ad altre aree (7 volte quello negli USA) e questo pone un **problema di competitività** dell'industria anche perché i sostegni si stanno esaurendo.
- **L'inflazione ancora alta**: 9,1% a febbraio (da 11,8% a ottobre-novembre); frena i consumi.
- **Inflazione core** (+4,9% a febbraio) ancora in aumento per tutto il 2023 causa effetti a cascata.



# ...e impatti consistenti e ancora non pieni della stretta sui tassi

La risposta del PIL italiano a un rialzo dei tassi: stima VAR  
(Valori %, dati trimestrali)



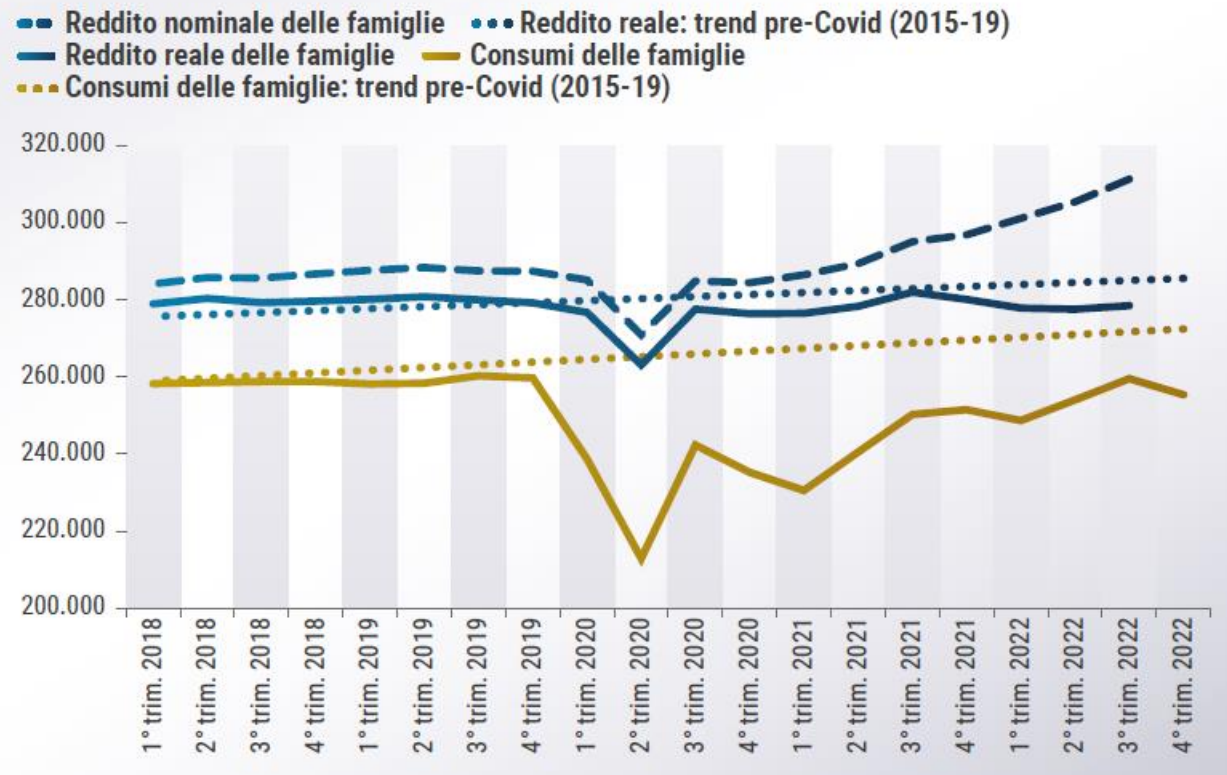
Due diverse analisi econometriche CSC evidenziano che:

- la piena risposta del PIL italiano ai rialzi dei tassi richiede **5 trimestri**;
- Dato che i rialzi BCE sono partiti a inizio del 3° trim. 2022, il pieno impatto si vedrà entro il **2023**.
- Un aumento dell'**1,0%** del tasso di politica monetaria determina una contrazione del PIL di circa **-0,6%**.



# Consumi in rallentamento...

## La perdita di potere d'acquisto colpisce i consumi (Italia, milioni di euro, dati destagionalizzati)



➤ Nel 2022 i consumi delle famiglie sono cresciuti (+4,6%) grazie a:

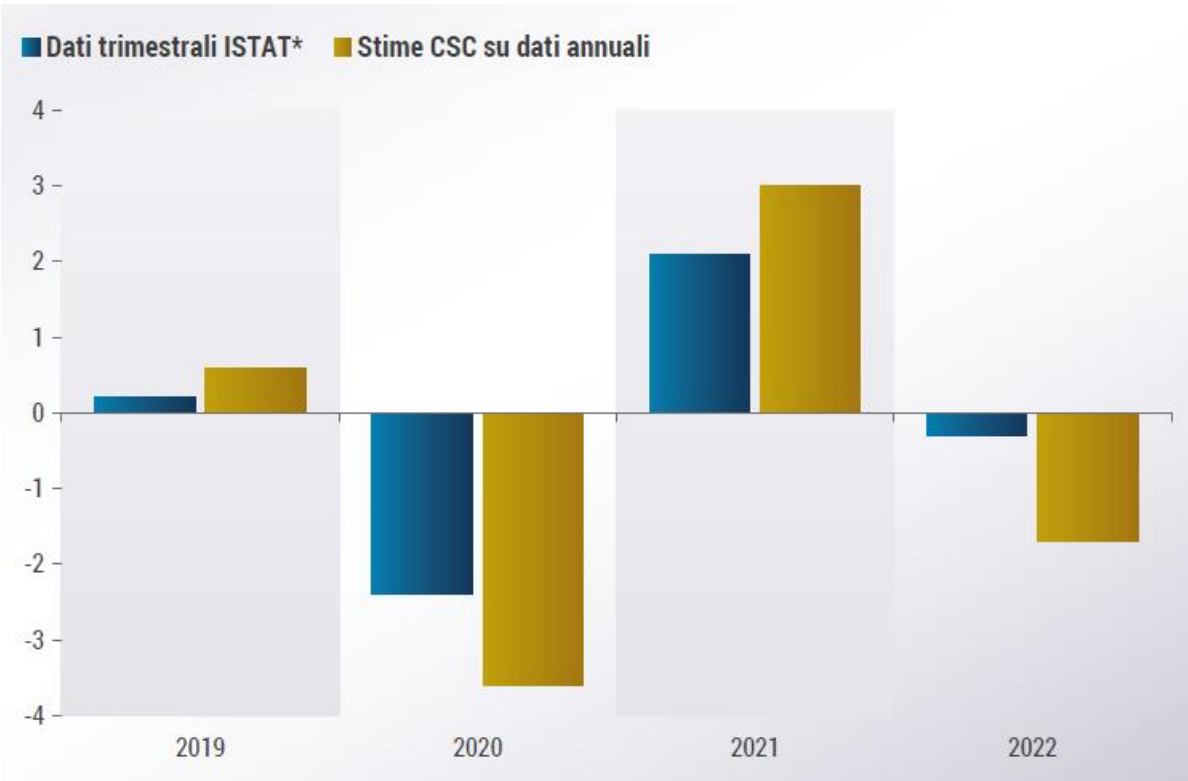
A. Extra-risparmio accumulato nei due anni precedenti;

B. Tenuta del reddito disponibile reale delle famiglie.

➤ Questa performance positiva si è interrotta nel 4° trimestre (-1,6%), per effetto del ridimensionamento del reddito e di pressioni inflazionistiche su beni alimentari e servizi.

## ... e reddito disponibile reale in ripiegamento

### Una stima del reddito disponibile reale delle famiglie (Italia, variazioni % annue)



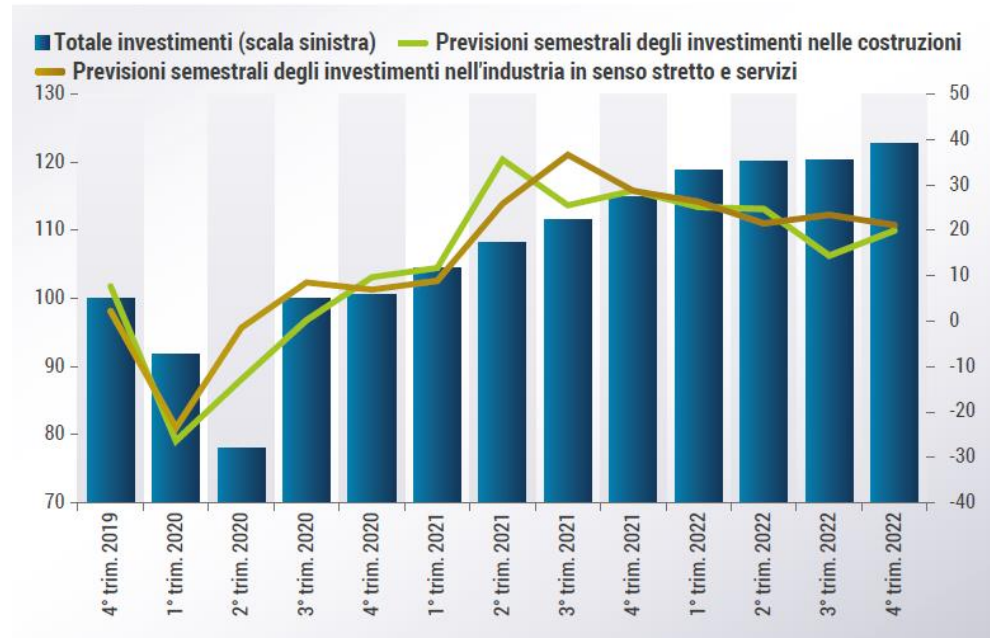
- Nel 2022 il reddito disponibile reale delle famiglie italiane è diminuito poco oltre il -1,5% annuo.
  - Calo di retribuzioni reali pro-capite in parte compensato da aumento numero di occupati;
  - aumento dei redditi non da lavoro (interessi);
  - trasferimenti dalla PA (misure per caro-energia).
- Nel 2023, l'occupazione non manterrà la dinamica elevata del 2022; l'inflazione alta ridurrà le retribuzioni reali pro-capite: reddito disponibile reale non recupera. Meglio nel 2024, grazie al rientro dell'inflazione.

# Ancora traino dagli investimenti ma con meno slancio

- Nel 2022 gli investimenti hanno continuato a guidare la crescita italiana (+9,4%); soprattutto costruzioni (+11,6%) e impianti, macchinari e mezzi di trasporto (+8,5%).
- Il venir meno della credibilità delle agevolazioni fiscali in campo edilizio determinerà una flessione degli investimenti in abitazioni, solo in parte compensati dai fabbricati non residenziali in aumento grazie al PNRR.

## Investimenti in crescita, ma con meno slancio

(Italia, indice 4° trim. 2019 = 100, saldi risposte delle imprese)



## Risparmi dalla revisione contabile delle agevolazioni edilizie

(Miliardi di euro)

	Totale	2020	2021	2022	2023	2024	2025-2036
<b>Aggiornamento stima su stanziamenti totali* (NaDEF 2022)</b>							
Vecchia classificazione (minori entrate) (A)	110,0	0,1	1,8	8,7	17,8	23,0	58,6
cumulato			1,9	10,6	28,4	51,4	110,0
Nuova classificazione (maggiori spese) (B)	102,2	2,4	36,5	53,2	10,0**	-	-
cumulato			38,9	92,2	102,2	-	-
<b>Impatto della revisione contabile sul deficit (A-B)</b>	<b>7,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-34,7</b>	<b>-44,5</b>	<b>7,8**</b>	<b>23,0</b>	<b>58,6</b>

\* Include gli stanziamenti per il Superbonus, bonus facciate e ristrutturazioni edilizie.

\*\* In assenza di DL 11/23 le maggiori spese sul 2023 sarebbero state pari a 17,8 miliardi. I 7,8 miliardi in meno sono l'impatto stimato dal CSC del blocco della credibilità.

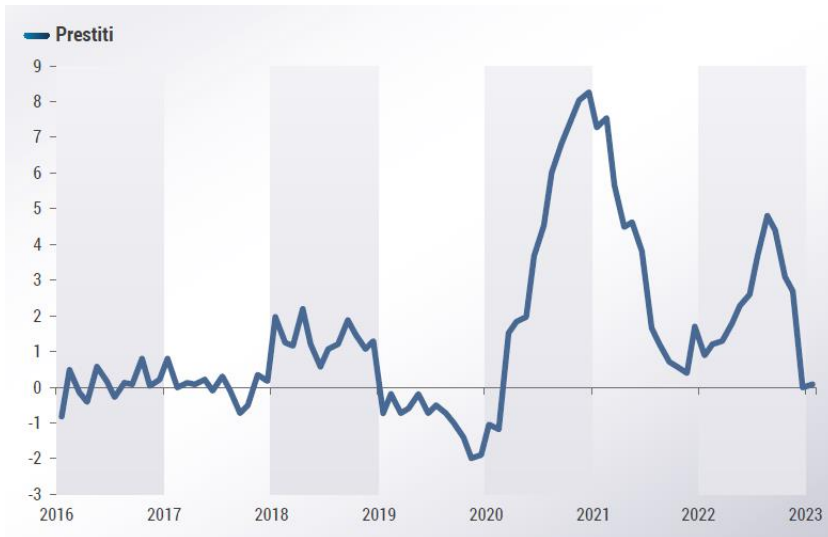
Fonte: elaborazioni e ipotesi Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, ENEA e documenti governativi.

# Prestiti per investimenti in caduta, perché più costosi

- La dinamica dei prestiti bancari alle imprese italiane si è fermata a fine 2022, perché:
  1. con i rincari, era alto il fabbisogno di liquidità, ora sceso;
  2. in salita il costo del credito: 3,42% a gennaio da 0,89% a fine 2021 per le grandi;
  3. offerta di credito più selettiva (oneri addizionali, più garanzie, limiti alle scadenze).

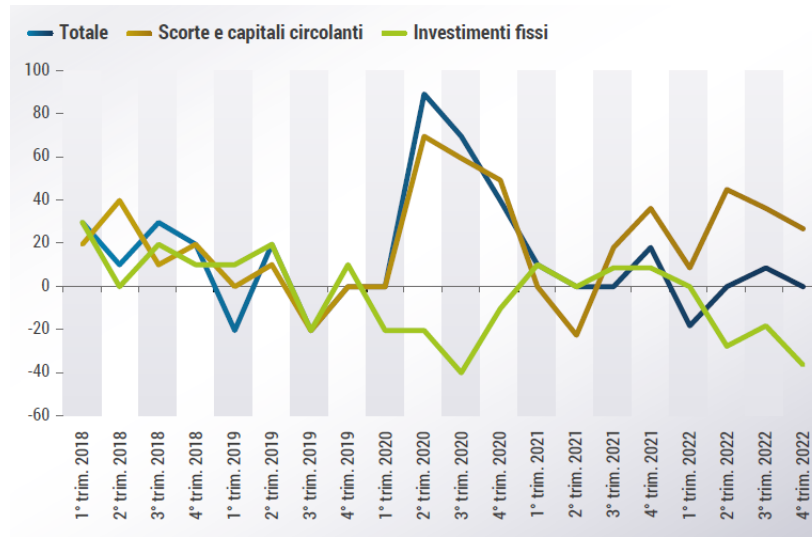
## Prestiti alle imprese: improvviso stop

(Italia, variazioni % annue\*, dati mensili)



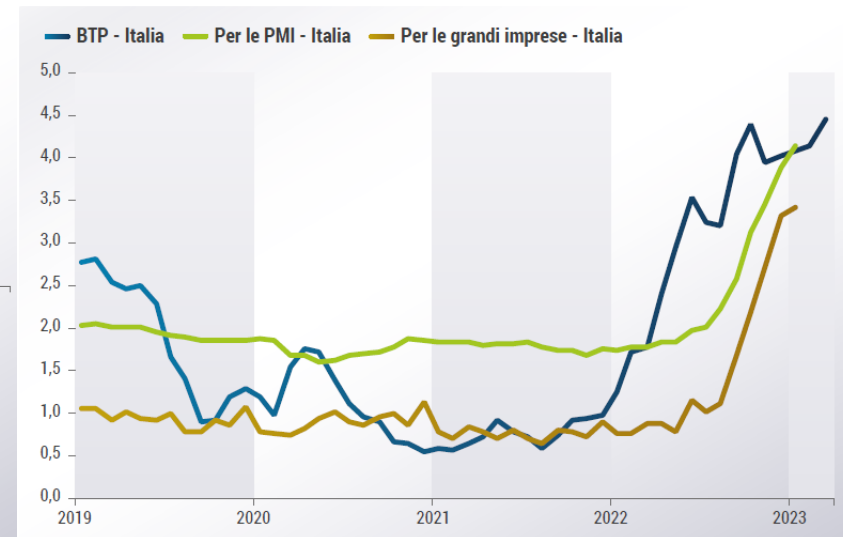
## Domanda di credito: per la liquidità, non per investire

(Italia, imprese, indagine BLS, dati trim.)



## Il rialzo dei tassi di riferimento fa impennare il costo del credito

(Tassi di interesse, valori %, dati mensili)

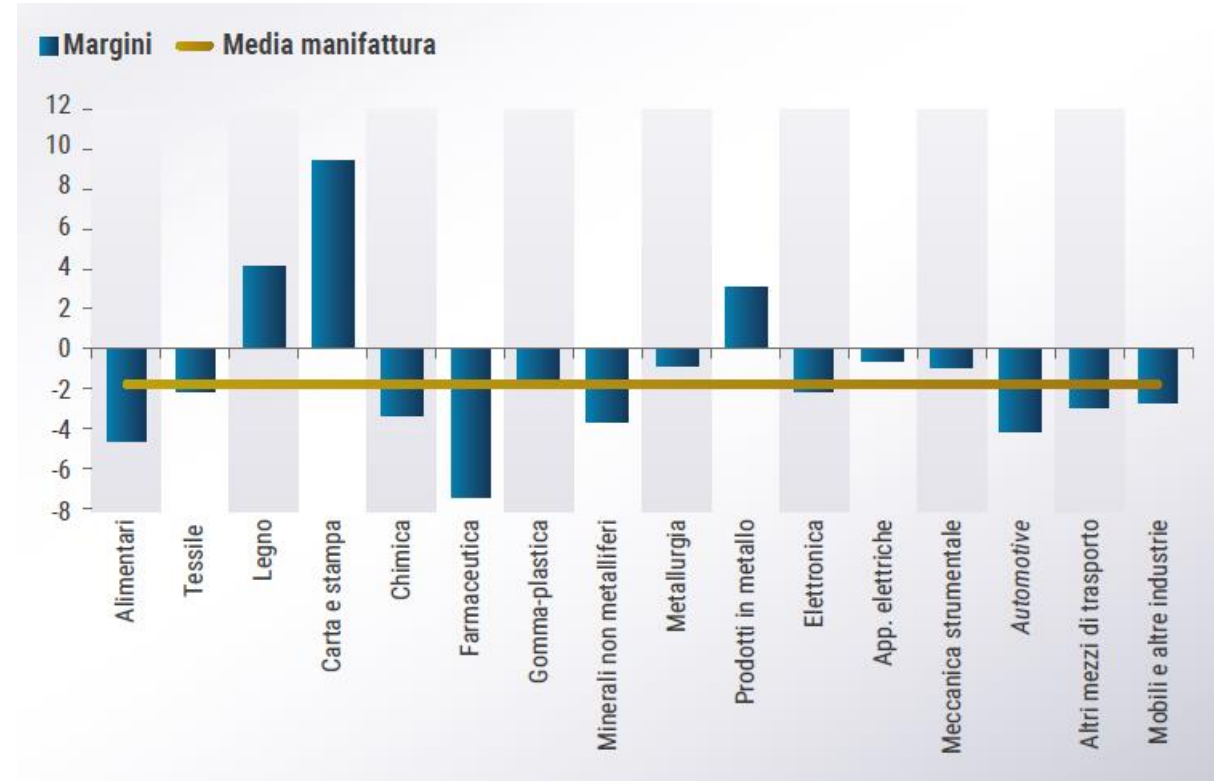


\* Corretto per l'effetto di cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti. Variazione della domanda di prestiti negli ultimi tre mesi.

# Margini della manifattura in discesa e variabili tra settori

- I rincari di energia e commodity hanno fatto **salire i costi della manifattura**, con differenze settoriali dovute alla struttura dei costi.
- Le imprese hanno **aumentato i prezzi di vendita** (+13%), con differenze settoriali (+23% nella metallurgia, +2% nella farmaceutica).
- **Calo dei margini manifatturieri** rispetto al pre-Covid (-1,8%), ma variabili per settore.
- I settori più a monte hanno ottenuto risultati meno negativi dei settori più a valle.
- Alcuni settori con margini in aumento sono sotto i livelli pre-Covid (per es. legno-carta: -6,0%, metallurgia e prodotti in metallo -1,9%).

**Andamento eterogeneo dei margini delle imprese**  
(Italia, margine operativo lordo su fatturato, variazioni 2022 da 2018-19 in punti %)





## Export manifatturiero: Italia meglio di Germania e Francia in quasi tutti i settori

(Export settoriale, peso % sul totale manif. e var. % a prezzi cost.)

	Prima Destinazione	Italia		Germania	Francia
		Peso % (2022)	Var. % (2019-22)	Var. % (2019-22)	Var. % (2019-22)
Prodotti farmaceutici	Belgio	8,1	41,3	35,7	3,7
Prodotti petroliferi	Stati Uniti	4,2	38,3	17,0	-22,9
Altri mezzi di trasporto	Stati Uniti	2,7	32,6	-31,4	-30,7
Alimentari e bevande	Germania	9,0	19,5	-1,3	6,3
Elettronica e ottica	Spagna	3,6	18,4	6,6	5,1
Apparecchi elettrici	Germania	5,3	14,6	7,9	8,9
Altro manifatturiero	Stati Uniti	5,9	12,6	7,2	-4,0
Prodotti chimici	Germania	7,1	9,9	4,1	7,0
Legno, carta e stampa	Francia	2,1	9,5	1,0	4,8
Gomma, plastica e altri minerali	Germania	5,9	6,6	0,2	2,2
Tessile, abbigliamento e pelle	Francia	11,1	4,4	5,8	21,3
Autoveicoli	Stati Uniti	6,7	0,3	-1,7	-16,0
Metalli e prodotti in metallo	Germania	12,6	0,1	-6,4	-3,5
Macchinari e impianti	Stati Uniti	15,6	-0,2	-4,4	-1,0
<b>Manifatturiero</b>	<b>Germania</b>	<b>100,0</b>	<b>9,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,8</b>

## Export migliore in Europa...

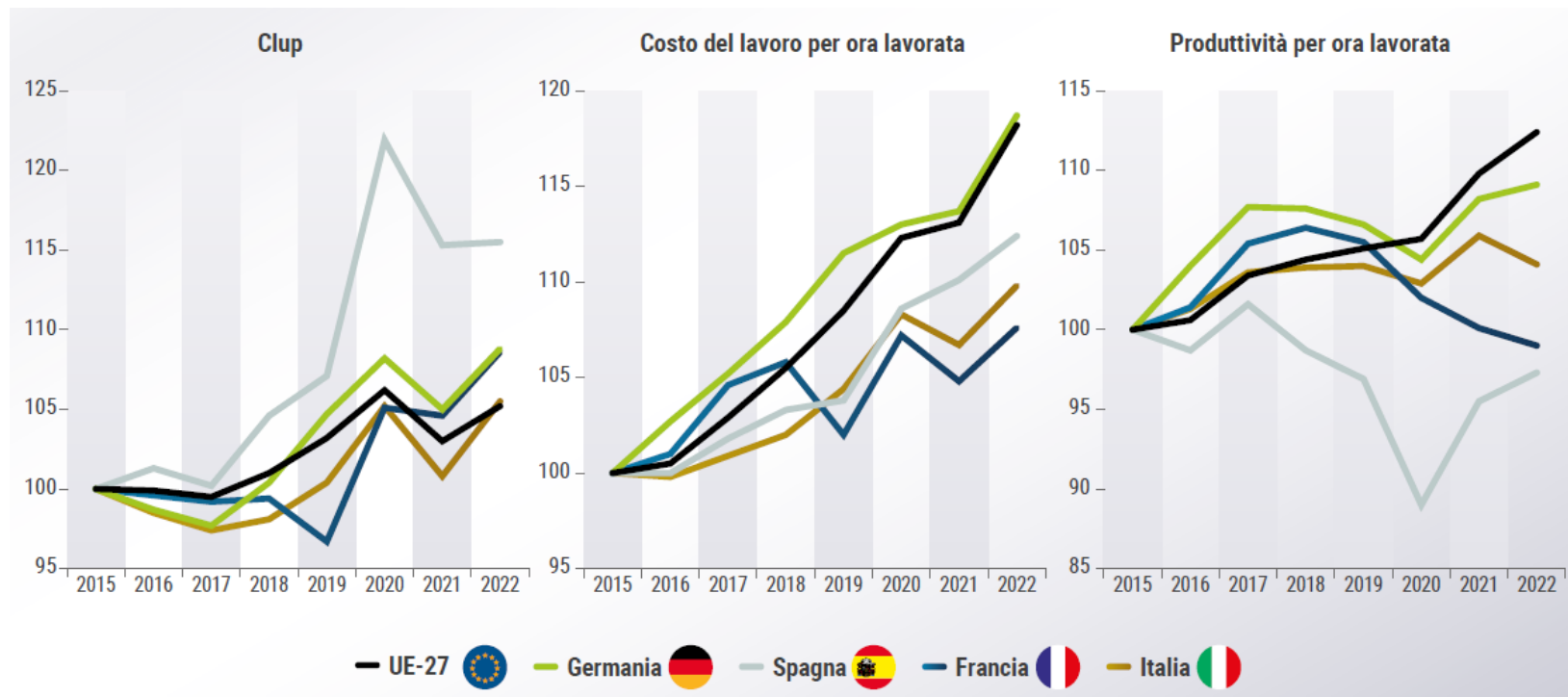
- L'export di beni e servizi nel 2022 è cresciuto del **9,4% a prezzi costanti**, meglio degli altri competitor europei.
- Quasi tutti i settori fanno meglio dei rispettivi comparti tedeschi e francesi.
- Negli ultimi 4 anni: +13,8% l'export di beni; Germania -2,0%; Francia -4,7%.
- Diversi fattori **congiunturali** hanno sostenuto l'export: ottime performance di alcuni settori; specializzazione geografica dell'export, cambio euro/dollaro favorevole.
- Ma soprattutto **fattori strutturali**.

Le var. % sono calcolate per i mesi gen.-nov. 2022 (sullo stesso periodo 2019).  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat, ISTAT.

## ...grazie al miglioramento della competitività di costo...

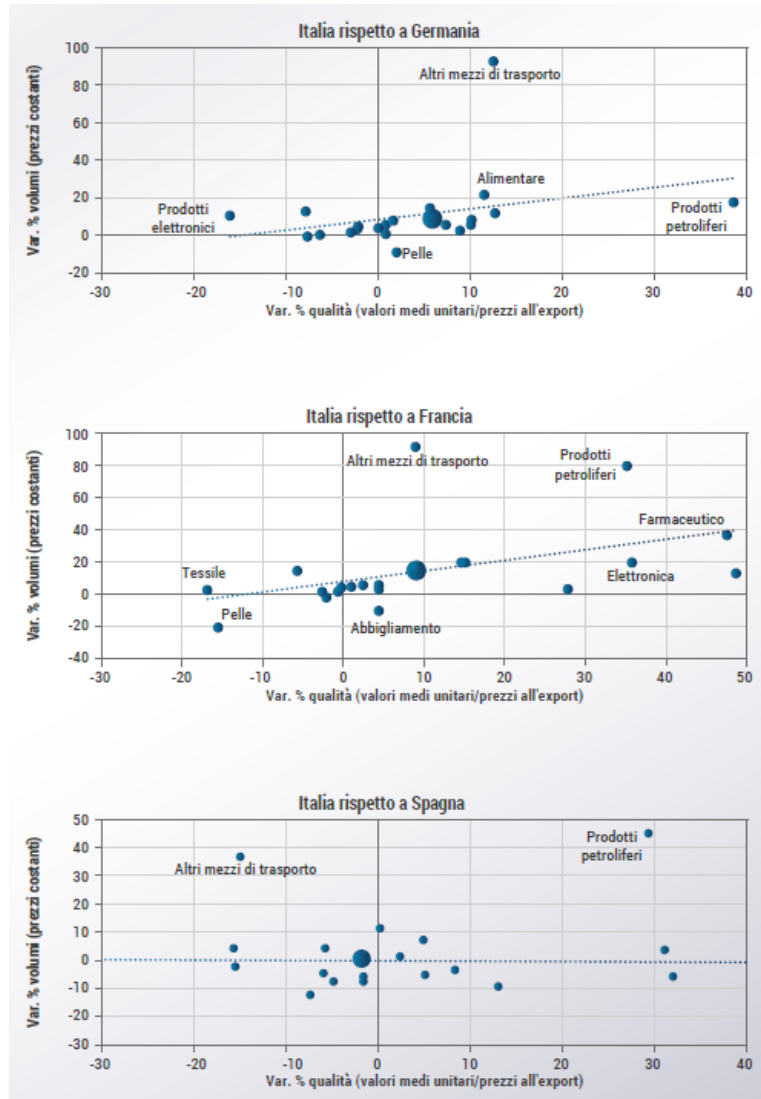
- Base produttiva ridotta ma rafforzata nella dimensione e nell'internazionalizzazione, più diversificata.
- La dinamica del Clup, rispetto agli altri principali paesi europei, più favorevole dal 2015, pur non recuperando i precedenti aumenti.

### Manifatturiero italiano: qualche guadagno di competitività accumulato dal 2015 (Clup e sue componenti, indici 2015=100)





## Export italiano sostenuto da una ricomposizione qualitativa (Export manifatturiero, var. % cumulate 2019-2022 dei settori italiani rispetto ai corrispondenti esteri)



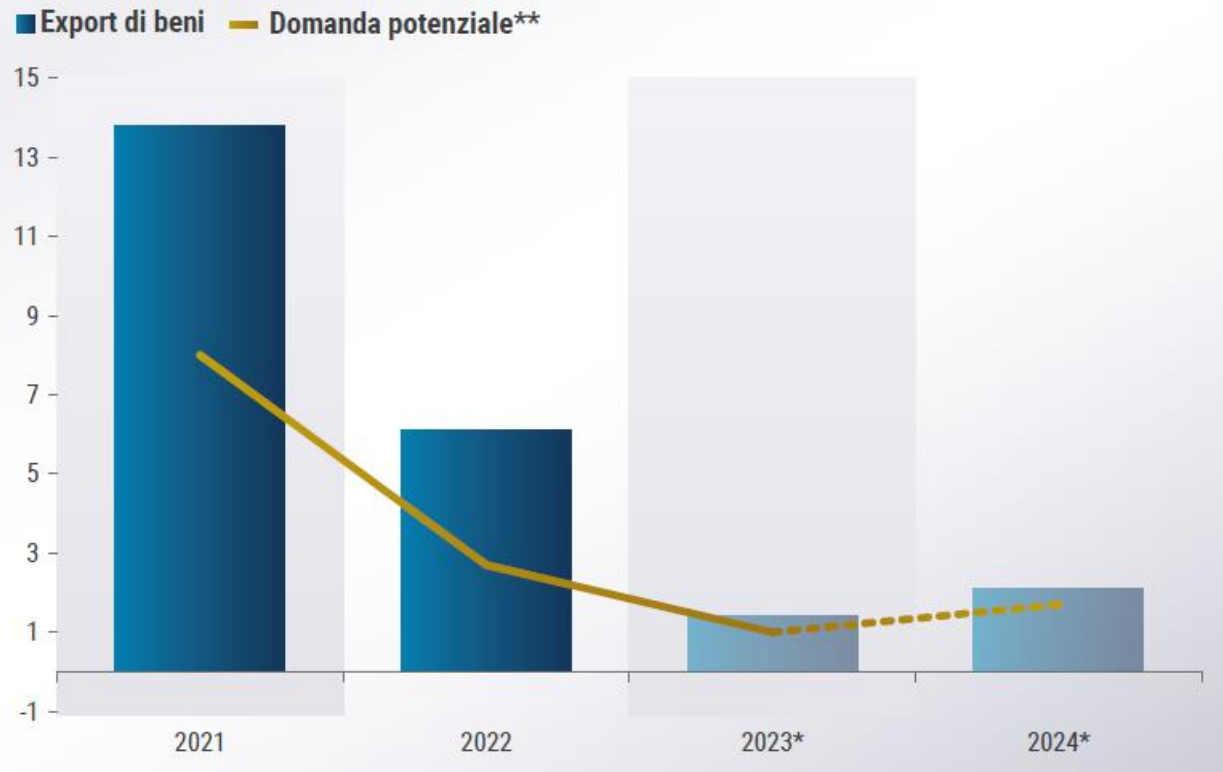
## ...ma soprattutto al miglioramento qualitativo

- Ricomposizione verso prodotti di qualità, a maggiore valore aggiunto, più rapida di quella tedesca e francese.
- A livello settoriale, a guadagni di qualità più elevati è associata una migliore performance dell'export, rispetto agli stessi comparti tedeschi e francesi.
- La dinamica settoriale rispetto alla Spagna, invece, è spiegata da quella dei prezzi relativi.

Il cerchio più grande rappresenta l'aggregato manifatturiero  
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat, ISTAT.

# Ma export previsto in linea con la domanda potenziale

## L'export di beni in linea con la sua domanda potenziale (Italia, tassi di crescita a prezzi costanti)

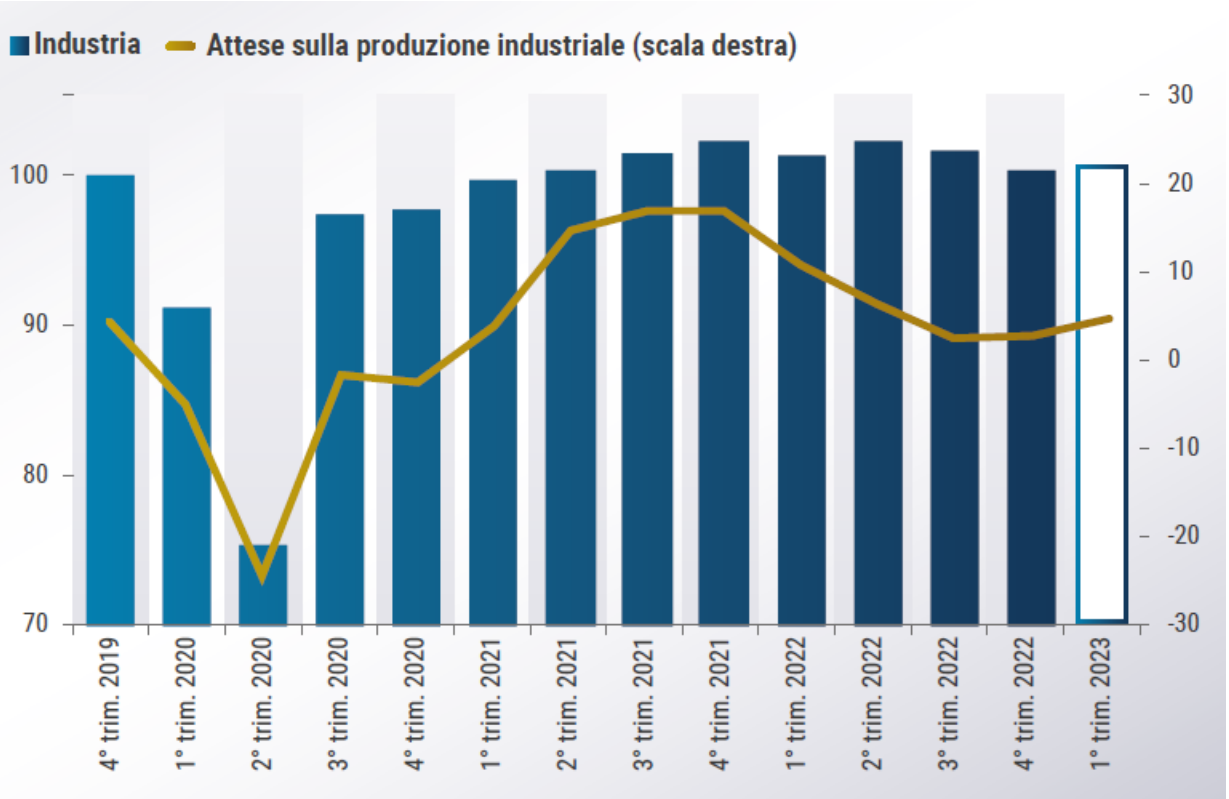


➤ In prospettiva la dinamica sarà limitata da quella della domanda potenziale in rallentamento:

- frenata dell'attività in Europa e USA, i nostri principali mercati di sbocco;
- alti prezzi dell'energia rispetto a USA, Cina, Giappone e fine dei relativi sostegni pubblici;
- riequilibrio del cambio euro-dollaro.

# Tiene l'industria...

## Tiene l'industria italiana, attese sulla produzione favorevoli (Italia, indice 4° trim. 2019 = 100, saldi delle risposte)



- Nel 2022 l'attività produttiva dell'industria italiana è aumentata di +0,4% rispetto al 2021...ed è stata l'unica ad aver recuperato i livelli pre-pandemici (+1,3%), a fronte di un *gap* ancora negativo per Spagna (-0,5%) e soprattutto Germania e Francia (rispettivamente -3,8% e -4,5%).
- Significativa l'eterogeneità tra i diversi raggruppamenti industriali coerentemente con la natura dello shock energetico.

## ...e scende l'intensità energetica...

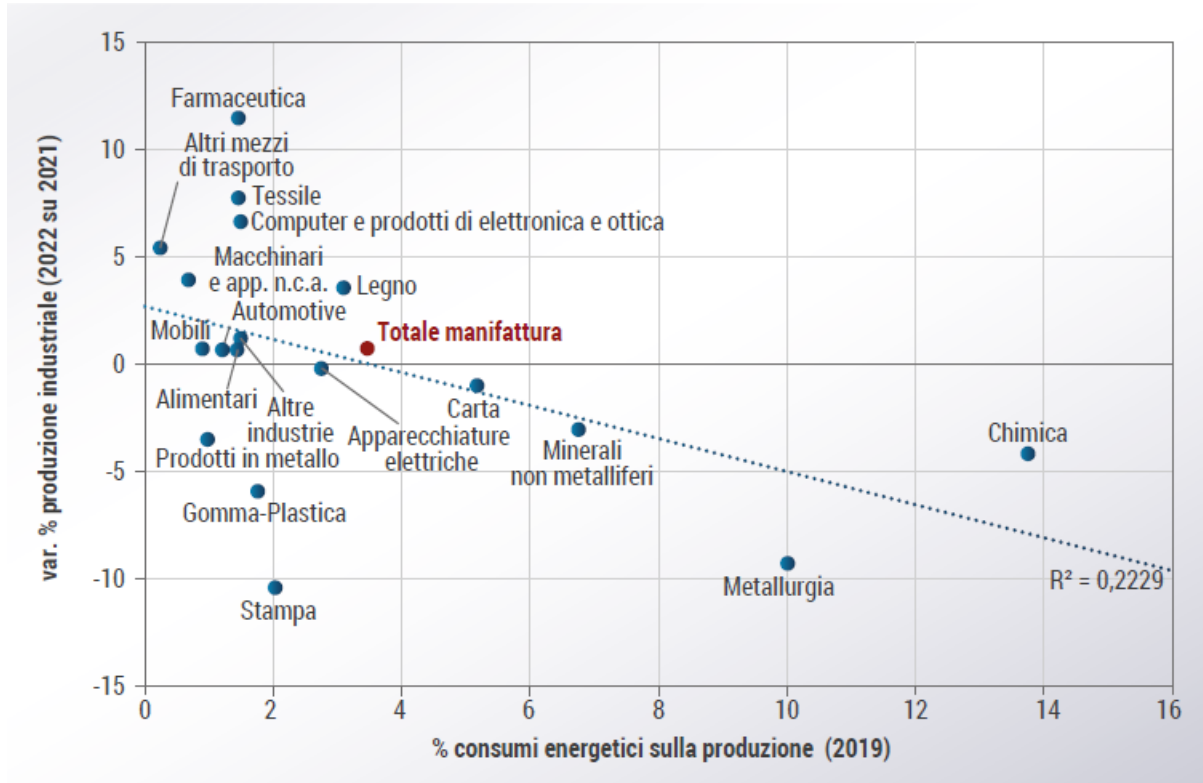
**Scende l'intensità energetica dell'industria italiana**  
(Tonnellate equivalenti di petrolio per milione di euro di valore aggiunto a valori concatenati 2015= 100\*)



- È diminuito l'uso complessivo di energia, sia in assoluto (-9,2% nel 2022 su 2021), sia per unità di prodotto.
- In particolare, gas naturale (-14,9%) ed elettricità (-5,6%), come risposta ai rincari inediti.
- L'intensità energetica è scesa a 79,9 tonnellate equivalenti di petrolio per milione di euro di valore aggiunto, riducendosi di circa il 10% rispetto al 2021.

# ... ma anche la competitività dei settori *energy-intensive*











**Maggiore incidenza degli input energetici,  
minore produzione industriale**  
(Italia, valori %)



- I settori più *energy-intensive* causa rialzi dei prezzi energetici sono stati “costretti” a ridurre attività e consumi di energia.
- La riduzione dell’intensità energetica dell’industria è, quindi, il risultato di una **“forzata” ricomposizione settoriale** del sistema produttivo a svantaggio dei settori *energy intensive*.

# Le previsioni del CSC per l'Italia

(Variazioni %)

	2021	2022	2023	2024
 Prodotto interno lordo	7,0	3,7	0,4	1,2
 Consumi delle famiglie residenti	4,7	4,6	0,2	1,4
 Investimenti fissi lordi	18,6	9,4	0,2	2,0
 Esportazioni di beni e servizi	14,0	9,4	1,6	2,3
 Importazioni di beni e servizi	15,2	11,8	1,9	2,2
 Occupazione totale (ULA)	7,6	3,5	0,4	0,8
 Tasso di disoccupazione <sup>1</sup>	9,5	8,1	8,2	8,0
 Prezzi al consumo	1,9	8,1	6,3	2,3
 Indebitamento della PA <sup>2</sup>	9,0	8,0	7,9	5,0
 Debito della PA <sup>2</sup>	149,8	144,7	146,4	147,9

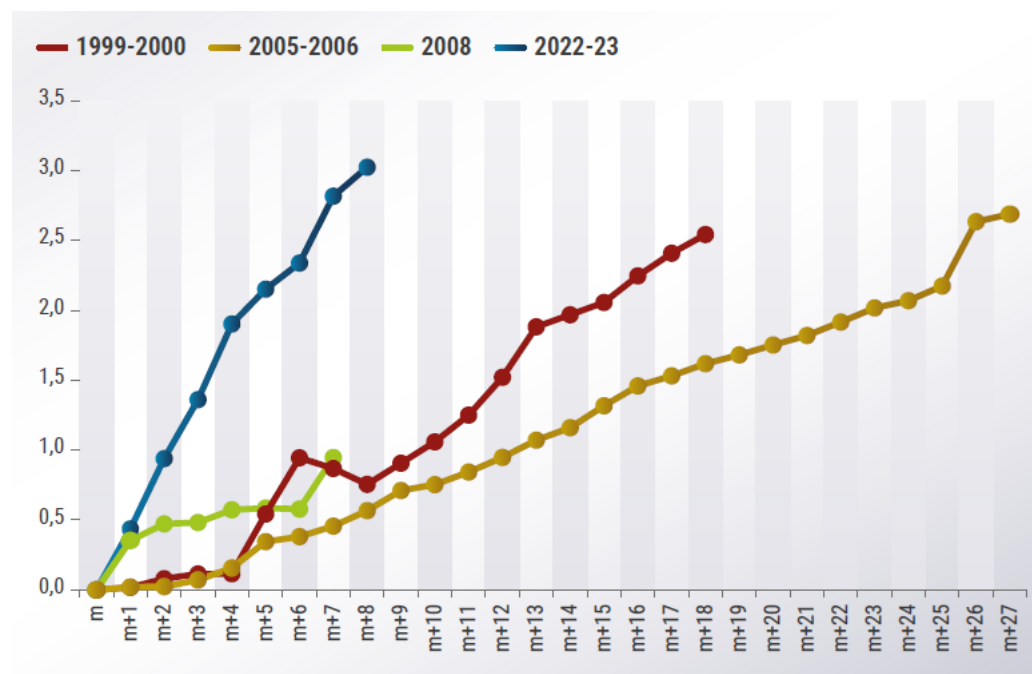
<sup>1</sup> Valori %; <sup>2</sup> valori in % del PIL. ULA = unità equivalenti di lavoro a tempo pieno.

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

# Rischi da non corretta calibrazione della politica monetaria

- Il rialzo dei tassi della BCE è già il più ampio e il più rapido dalla sua creazione nel 1999: +3,5 punti in appena 9 mesi. Nel 2005-06, ci vollero oltre 2 anni per alzare di +3,0 punti.
- Rialzi eccessivi potrebbero deprimere troppo l'economia; accrescere frammentazione e instabilità finanziaria (su banche e paesi). Al momento i rischi sono bilanciati.

**Quello in corso è il rialzo più ampio e veloce dei tassi BCE**  
(Var. dell'Euribor a 3 mesi dall'inizio dei rialzi, dati mensili, valori %)



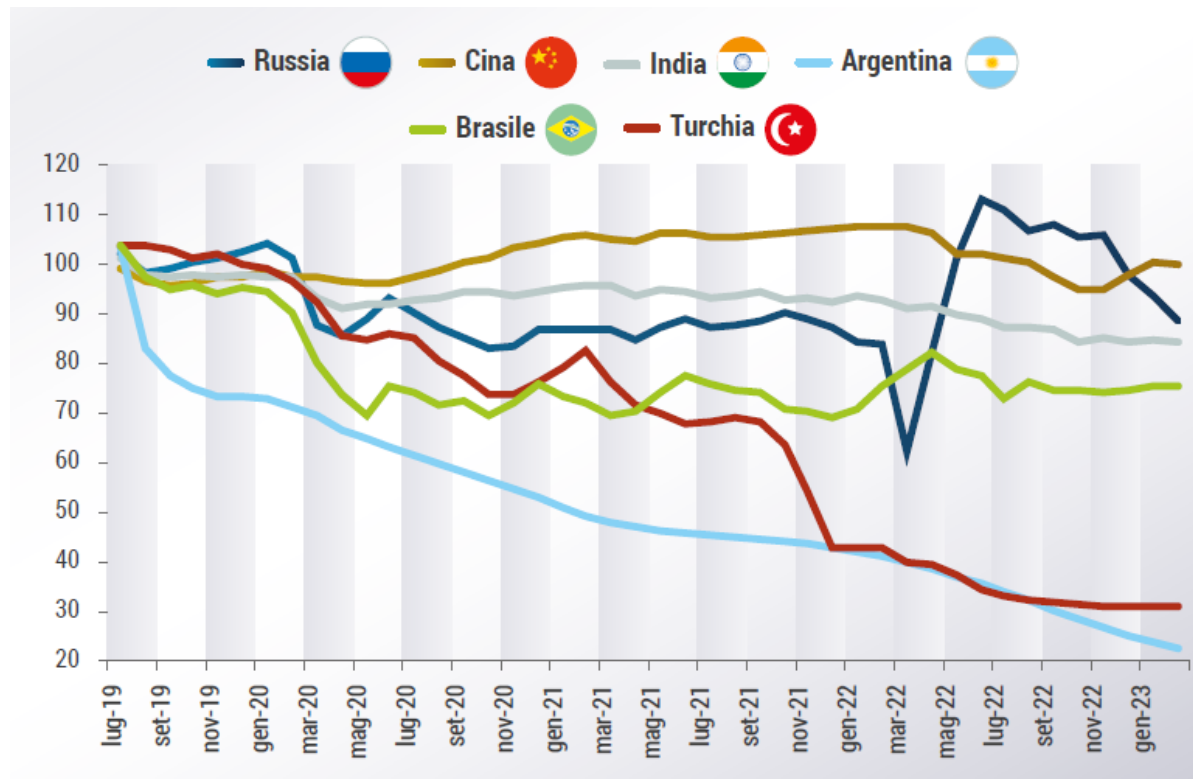


# Rischi di instabilità finanziaria nei paesi emergenti

- Peso argentino e lira turca in caduta libera. Economie con alta inflazione, deficit gemello (bilancio pubblico e commerciale), fughe di capitali anche per rialzo dei tassi nei paesi avanzati.
- Egitto, Pakistan, Thailandia e Brasile hanno deficit di bilancio pubblico e delle partite correnti.

**Peso argentino e lira turca in caduta libera e da fine 2022 si svaluta il rublo**

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



# Qualche considerazione

Indicazioni di policy:

- **Sostenere i redditi delle famiglie, soprattutto quelle meno abbienti**, per ridurre gli effetti distributivi dell'inflazione e sostenere i consumi:
  - idealmente con un taglio del cuneo fiscale e contributivo per i redditi bassi e attenuando i maggiori costi dell'energia (in bolletta).
  
- Continuare a **proteggere le imprese *energy intensive*** (che subiscono una perdita di competitività rispetto a quelle di altre macro aree):
  - proseguire con i crediti d'imposta?
  
- **Supportare gli investimenti delle imprese** soprattutto quelli per ridurre l'intensità energetica/aumentare l'efficienza energetica e per accelerare la transizione ambientale:
  - incentivi all'acquisto di impianti e macchinari più efficienti; decarbonizzazione.



**Grazie!**

