

II. QUADRO MACROECONOMICO

II.1 L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

Il commercio internazionale e la crescita mondiale

A più di un anno dall'inizio della guerra in Ucraina, il quadro economico internazionale rimane fortemente condizionato dal conflitto. Nonostante il processo di graduale ritorno alla normalità dalla pandemia, nel 2022 la crescita dell'economia globale ha rallentato (al 3,2 per cento, dal 6 per cento del 2021) a causa dell'elevata incertezza, della crisi energetica e delle crescenti pressioni inflazionistiche che hanno limitato il commercio mondiale (in crescita al 3,3 per cento, dal 10,5 per cento dell'anno precedente).

Tuttavia, rispetto alle aspettative formulate immediatamente dopo lo scoppio del conflitto, le sanzioni adottate nei confronti della Russia hanno influito in misura meno ampia sul commercio e sulla cooperazione globale¹. L'andamento degli scambi commerciali è stato più robusto delle attese, grazie a molteplici fattori, tra cui una domanda relativamente sostenuta, la resilienza del mercato del lavoro nelle economie avanzate e l'avvio di una fase di sostituzione della Russia con altri produttori come fornitore di alcune categorie di beni, soprattutto nel settore energetico. D'altra parte, se le maggiori economie avanzate hanno operato tale sostituzione, altri Paesi emergenti (Cina, India e Turchia) sono diventati importanti mercati di sbocco per le merci russe. Tale processo ha determinato l'instaurarsi di nuove relazioni commerciali o il rafforzamento di quelle già in essere, come conseguenza delle tensioni geo-politiche derivanti dalla guerra in Ucraina.

Il principale impatto del conflitto è stato, tuttavia, l'ulteriore e rilevante impulso ai fenomeni inflazionistici già in atto prima di esso. Dopo un lungo ciclo al rialzo, iniziato con le prime riaperture dopo la pandemia² e intensificatosi con l'avvio del conflitto, negli ultimi mesi i prezzi delle materie prime energetiche e dei beni alimentari hanno intrapreso un percorso discendente.

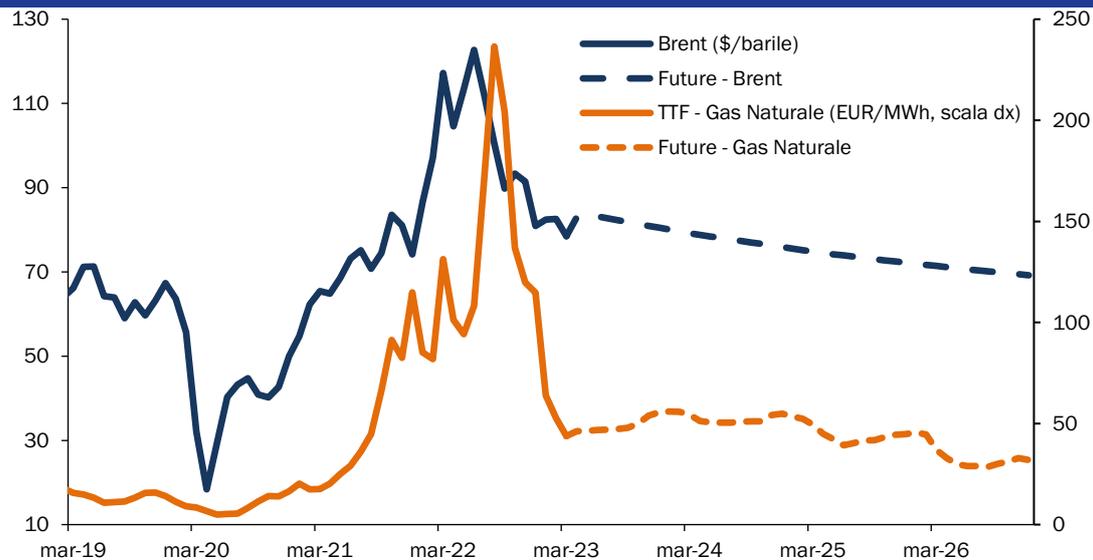
Secondo l'indice mondiale del FMI, in aggregato i prezzi delle materie prime tra novembre 2020 e agosto 2022 sono raddoppiati; successivamente hanno iniziato a ridursi fino a collocarsi, secondo gli ultimi dati disponibili, a un livello inferiore

¹ Secondo l'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), il numero delle misure di restrizione all'esportazione, collegato al conflitto russo-ucraino, è aumentato soprattutto dall'autunno del 2022, pur rimanendo inferiore a quello rilevato durante la crisi dei prezzi dei beni alimentari del 2007-2008. Al 17 febbraio 2023, sono in vigore 95 misure restrittive delle esportazioni su generi alimentari, fertilizzanti e mangimi introdotte dall'inizio della guerra russo-ucraina, e 67 sono ancora attive per un importo di circa 85 miliardi di dollari di beni (Fonte: *World Trade Organization, 'One year of war in Ukraine. Assessing the impact on global trade and development'*, 23 febbraio 2023, https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/oneyukr_e.pdf).

² Si ricorda che la spinta iniziale era stata la conseguenza di una ripresa della domanda, sostenuta anche da una abbondante liquidità, in un contesto di ripresa economica caratterizzato da parziali strozzature nella catena del valore.

del 25 per cento rispetto al picco³. Tra i beni energetici, le quotazioni del gas hanno mostrato le oscillazioni più pronunciate. Lo scorso agosto il prezzo *spot* nell'*hub* olandese TTF ha raggiunto i 320 euro al MWh, quasi quindici volte il prezzo medio nel decennio 2011-2021. La seguente caduta del prezzo del gas è stata altrettanto repentina: nella media di marzo 2023 il prezzo si è collocato poco sotto i 44 euro/MWh⁴, contribuendo al rallentamento dell'inflazione europea.

FIGURA II.1: PREZZI DEL BRENT E GAS NATURALE



Fonte: EIA e Refinitiv, elaborazioni MEF.

Due fattori hanno principalmente portato alla rapida discesa dei prezzi del gas. In primo luogo, i Paesi europei hanno prontamente diversificato le forniture di gas⁵, dopo l'iniziale corsa all'accaparramento delle scorte che aveva portato al balzo estivo dei prezzi. Come risultato, le importazioni dell'Unione europea dalla Russia sono scese al 7 per cento del totale, da un livello iniziale del 40 per cento. Inoltre, la domanda europea di gas è scesa per l'intero 2022 del 13 per cento rispetto all'anno precedente⁶. Un così consistente calo, concentrato essenzialmente nella seconda parte dell'anno, è stato reso possibile, nel caso dell'utilizzo domestico, dalle temperature particolarmente miti registrate nei mesi autunnali e nella prima parte dell'inverno, ma anche da un comportamento più attento dei consumatori e dal proseguimento del processo di efficientamento energetico degli edifici. Al calo della domanda di gas per uso domestico si aggiungono la riduzione dell'utilizzo nelle industrie energivore e il passaggio ad altre forme di combustibili. Questi fattori hanno contribuito a mantenere elevato il livello di riempimento degli impianti di stoccaggio, che a fine marzo risulta superiore nella media europea al 50 per cento,

³ Bloomberg, 'IMF World Commodity Price Index'.

⁴ Bloomberg, 'TTF Natural Gas Day Ahead Index'.

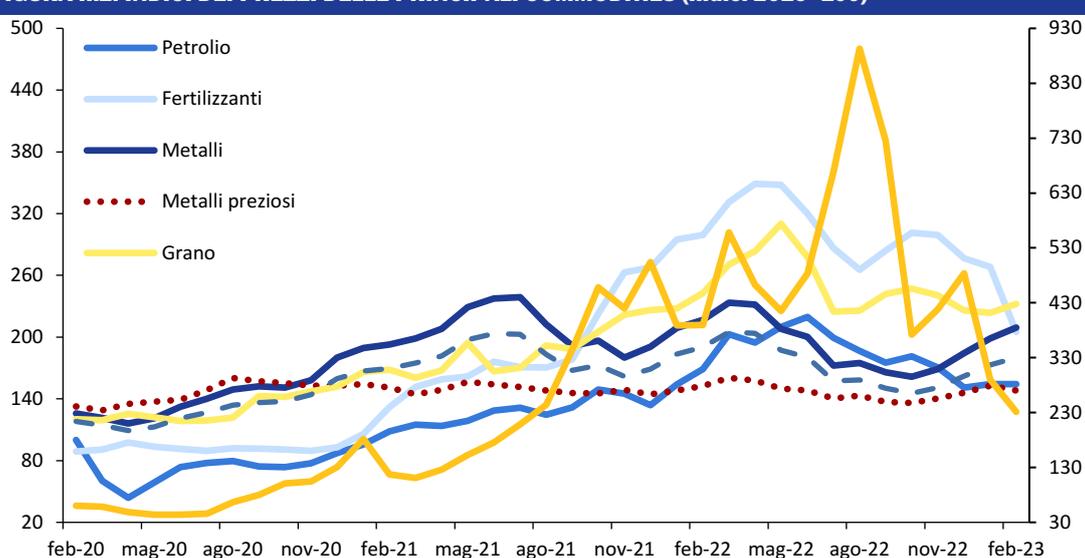
⁵ Sono infatti aumentate le forniture dal Regno Unito, dalla Norvegia e ancor di più le importazioni di gas naturale liquefatto (GNL), queste ultime favorite da una domanda più debole dei paesi asiatici e da una loro capacità di sostituirlo con altre fonti energetiche.

⁶ Eurostat, 'Inland consumption'.

un livello doppio rispetto all'anno precedente, agevolando così il processo di riempimento in vista del prossimo anno termico.

Diversamente da precedenti crisi energetiche, la dinamica del prezzo del petrolio è risultata più contenuta⁷. Dai valori massimi decennali toccati a giugno dello scorso anno, il prezzo del petrolio è costantemente diminuito fino a dicembre, con una riduzione del 30 per cento, per poi stabilizzarsi fino allo scoppio delle recenti turbolenze finanziarie, che ne hanno causato un ulteriore ribasso, portandolo sui valori antecedenti alla guerra in Ucraina. Nonostante la domanda di petrolio sia aumentata rispetto al 2021, la dinamica discendente del prezzo è stata favorita da un eccesso di offerta, portando le scorte mondiali a superare il picco registrato a settembre 2021⁸.

FIGURA II.2: INDICI DEI PREZZI DELLE PRINCIPALI COMMODITIES (indici 2016=100)



Fonte: IMF, Commodity Data Portal.

L'aumento dei prezzi delle materie prime ha generato un processo inflattivo su larga scala che ha coinvolto immediatamente i prezzi alla produzione e poi quelli al consumo, i cui ritmi di crescita hanno iniziato a rallentare nella seconda parte del 2022 in concomitanza con la deflazione dei prezzi delle materie prime e con i primi effetti delle politiche monetarie.

In media d'anno, nei Paesi dell'area dell'OCSE l'inflazione al consumo complessiva ha raggiunto il 9,6 per cento (dal 4,0 per cento del 2021), con incrementi significativi nell'Eurozona e negli Stati Uniti. La dinamica della componente di fondo (al netto dell'energia e degli alimentari freschi) si è collocata su livelli elevati (al 6,8 per cento dal 3,0 per cento dell'anno precedente) e risulta ancora piuttosto persistente⁹.

⁷ Le serie storiche del *Primary Commodity Price System* del Fondo Monetario Internazionale iniziano dal 1992, <https://data.imf.org/>.

⁸ IEA, 'Oil Market Report', marzo 2023, <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-march-2023>.

⁹ OECD, 'Consumer Price Index', News release, 7 marzo 2023, <https://www.oecd.org/sdd/prices-ppp/consumer-prices-oecd-03-2023.pdf>.

Gli effetti umanitari della guerra in Ucraina e le sanzioni verso la Russia

Il costo umanitario della guerra ha continuato a crescere: secondo i dati dell'agenzia dell'ONU per i rifugiati (UNHCR), dal 24 febbraio scorso a fine marzo del 2023, circa 19,7 milioni di rifugiati dall'Ucraina si sono diretti verso i Paesi confinanti in cerca di sicurezza e di questi quasi 11,2 milioni sono successivamente rientrati in patria a seguito del miglioramento della situazione nelle regioni centro-occidentali dell'Ucraina¹⁰. L'ONU stima che circa 17,6 milioni di persone abbiano immediato bisogno di protezione e assistenza umanitaria¹¹.

Per isolare finanziariamente e indebolire l'economia della Russia, l'UE e altri Paesi del mondo hanno continuato a introdurre nuove sanzioni verso questo Paese. In particolare, dal 24 febbraio del 2022, la Commissione europea ha predisposto un ampio sistema di sanzioni che include 1.473 individui e 205 entità¹².

Nel corso del 2022, il Consiglio europeo ha approvato nove pacchetti di misure restrittive, ampliando la lista delle persone e delle entità assoggettate al congelamento dei beni, inserendo ulteriori divieti di esportare tecnologia a doppio utilizzo (bellico e civile) e nuovi divieti alle transazioni bancarie¹³. Lo scorso febbraio, nell'anniversario del primo anno di guerra, è stato approvato il decimo pacchetto di sanzioni che prevede nuovi divieti in campo finanziario e commerciale, inclusi quelli all'esportazione per oltre 11 miliardi, sottraendo alla Russia beni strategici in campo tecnologico e di tipo industriale¹⁴.

Gli Stati Uniti

Gli Stati Uniti hanno risentito in modo più limitato, degli effetti della crisi energetica, essendo un produttore ed esportatore netto di combustibili fossili. Tuttavia, il repentino e robusto recupero della domanda dall'uscita dalla fase più acuta della pandemia aveva già indotto un aumento dei prezzi delle materie prime e dei costi di trasporto, che si è trasferito sui prezzi al consumo, conducendo il Paese a essere uno dei primi, insieme al Regno Unito, ad avviare una politica monetaria restrittiva.

Nel complesso del 2022, l'economia statunitense è cresciuta del 2,1 per cento, in decelerazione rispetto al 5,9 per cento registrato nel 2021. Tuttavia, nel secondo semestre del 2022 il PIL reale è tornato a crescere più rapidamente, trainato principalmente dai consumi, dalle esportazioni e dagli investimenti non residenziali.

Mentre le principali indagini qualitative presso le imprese statunitensi hanno registrato un peggioramento a partire dagli ultimi mesi del 2022, gli indicatori quantitativi tardano a mostrare segnali di rallentamento (segnalando una possibile imminente recessione). Il mercato del lavoro, in particolare, continua a fornire risultati sorprendenti dimostrandosi molto più resiliente delle attese, con i nuovi occupati che sono tornati ad accelerare in maniera consistente all'inizio del 2023.

¹⁰ UNHCR, 'Ukraine Situation Flash Update#43', 24 marzo 2023, https://data.unhcr.org/en/situations/ukraine#_ga=2.188133992.1774728928.1679913535-991509035.1679913535.

¹¹ UNHCR, <https://www.unrefugees.org/emergencies/ukraine/>.

¹² Le sanzioni verso gli individui e le entità riguardano anche la Bielorussia e l'Iran. *Infographic - EU sanctions against Russia over Ukraine (since 2014)*, 24 marzo 2023, <https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/eu-sanctions-against-russia-over-ukraine/>; EUR Lex, 'Council Regulation (EU) No 269/2014 of 17 March 2014 concerning restrictive measures in respect of actions undermining or threatening the territorial integrity, sovereignty and independence of Ukraine', aggiornamento del 25 febbraio 2023, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0269-20220315&qid=1648547512878>.

¹³ European Commission, 'Ukraine: EU agrees ninth package of sanctions against Russia', 16 dicembre 2022, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_7652.

¹⁴ European Commission, 'EU agrees 10th package of sanctions against Russia', 25 febbraio 2023, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_1185.

Anche se il tasso di partecipazione (pari al 62,5 per cento a febbraio) e il tasso di occupazione (60,2 per cento) restano ancora al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, il tasso di disoccupazione è sceso al 3,4 per cento a gennaio 2023, come negli anni 1968-69, per poi risalire al 3,6 per cento a febbraio.

Nel contesto attuale di elevata e persistente inflazione, tali risultati hanno indotto la *Federal Reserve* a proseguire con l'aumento dei tassi d'interesse nel tentativo di frenare l'ascesa dei prezzi. Dopo il picco toccato a giugno del 2022 (8,9 per cento a/a), l'inflazione al consumo negli Stati Uniti ha rallentato nei mesi seguenti, attestandosi in media d'anno all'8,0 per cento e raggiungendo a febbraio 2023 il 6,0 per cento. Desti maggiori preoccupazioni l'inflazione di fondo, che è scesa molto lentamente a causa di una certa inerzia dei prezzi, specialmente nei servizi, passando da una crescita media del 6,1 per cento nel 2022 al 5,5 per cento a febbraio 2023.

In prospettiva, è ancora possibile che l'economia statunitense incorra in una recessione nella seconda metà dell'anno, risentendo degli effetti della stretta monetaria cui si somma il graduale venir meno del sostegno governativo introdotto durante la pandemia¹⁵. Secondo l'OCSE, anche l'impatto complessivo sulla domanda aggregata dell'*Inflation Reduction Act* sarà contenuto fino al 2024, poiché l'introduzione di una imposta minima sulle società¹⁶ compenserà l'effetto degli incentivi agli investimenti volti alla mitigazione dei cambiamenti climatici e all'innovazione energetica e dell'estensione dei sussidi per l'assistenza sanitaria¹⁷.

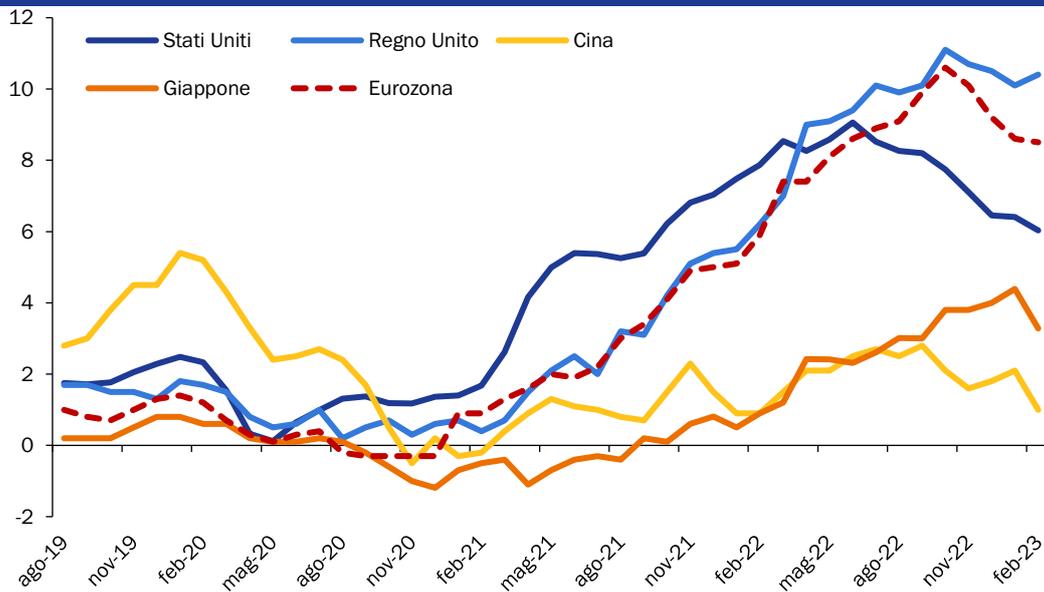
La Cina

Nel continente asiatico, l'attività economica nel 2022 è stata in larga parte influenzata dall'andamento dei contagi da *Covid-19*. L'economia cinese, in particolare, ha risentito delle rigide restrizioni per fronteggiare le ripetute ondate di *Covid-19* e, alla fine dell'anno, ha mostrato ancora segnali di debolezza sia dal lato della produzione sia da quello della domanda, registrando nel 2022 una crescita del 3,0 per cento. I primi segnali di ripresa dell'attività economica si osservano nel bimestre gennaio-febbraio 2023, con il recupero della spesa per consumi (3,5 per cento a/a) e l'accelerazione della produzione industriale (2,4 per cento a/a).

¹⁵ Alcuni trasferimenti devono ancora essere spesi completamente e alcune famiglie conservano ancora i risparmi accumulati grazie ai programmi fiscali; tuttavia, a febbraio si sono intravisti i primi segnali di indebolimento della spesa per consumi, con il calo delle vendite al dettaglio (-0,4 per cento m/m).

¹⁶ L'*Inflation Reduction Act* del 2022 (IRA) è una legge federale degli Stati Uniti approvata dal Congresso il 16 agosto 2022 - concepita in parte poggiando sulle basi di un'altra legge approvata dalla Camera nel novembre 2021, il *Build Back Better Act* (BBBA) - il cui scopo dichiarato è ridurre il deficit e l'inflazione, aumentare la produzione nazionale di energia e ridurre del 40 per cento le emissioni di carbonio (rispetto al 2005) entro il 2030 attraverso misure di politica fiscale, climatica e sociale. L'impianto dell'IRA prevede, da un lato, maggiori spese/minori entrate per 433 miliardi di dollari. Di questi, 369 miliardi sono destinati al contrasto al cambiamento climatico (di cui 270 miliardi di dollari sotto forma di crediti d'imposta). Tra le misure più rilevanti vi sono nove programmi di sussidi alla transizione verde, per un valore totale di 231 miliardi di dollari. D'altra parte, per far fronte alle esigenze di finanziamento di tali misure, l'IRA prevede un risparmio di spesa e maggiori entrate per circa 790 miliardi di dollari. Le maggiori entrate coprono poco più di metà delle misure di finanziamento e derivano per circa due terzi da maggiori imposte sulle imprese. Di primaria importanza è in particolare l'introduzione della cd. *Corporate Alternative Minimum Tax* (CAMT) che sarà in vigore dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2022.

¹⁷ OECD *Economic Outlook*, 2022.

FIGURA II.3: INFLAZIONE AL CONSUMO DEI MAGGIORI PAESI (variazioni percentuali a/a)

Fonte: Refinitiv.

Le prospettive di mantenere un ritmo di ripresa sostenuto sono ancora incerte a causa del rallentamento dell'economia globale. Diventa cruciale l'orientamento della politica monetaria della *People Bank of China* (PBoC), tuttora espansivo. D'altronde, l'inflazione cinese è rimasta contenuta nonostante la ripresa economica; non sussistono pressioni importanti dal lato dei costi essendo l'economia relativamente ben isolata dagli *shock* dei mercati alimentari ed energetici globali. Nella media del 2022, l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto del 2,0 per cento a/a, rallentando poi a febbraio all'1 per cento a/a. Tale andamento suggerisce che la riapertura del Paese non aumenterà le pressioni inflazionistiche globali e lascia quindi spazio alla PBoC per proseguire nella strada del sostegno monetario all'economia.

Il governo cinese si è posto un obiettivo di crescita intorno al 5 per cento per il 2023 e intende perseguirlo anche attraverso la prosecuzione di uno stimolo fiscale in continuità con quello dell'anno scorso, puntando sui consumi per guidare la ripresa. Se la Cina riuscirà a far crescere stabilmente la domanda interna, la dinamicità dell'economia cinese costituirà una spinta significativa alla domanda globale, in un contesto di indebolimento delle economie di Stati Uniti ed Europa.

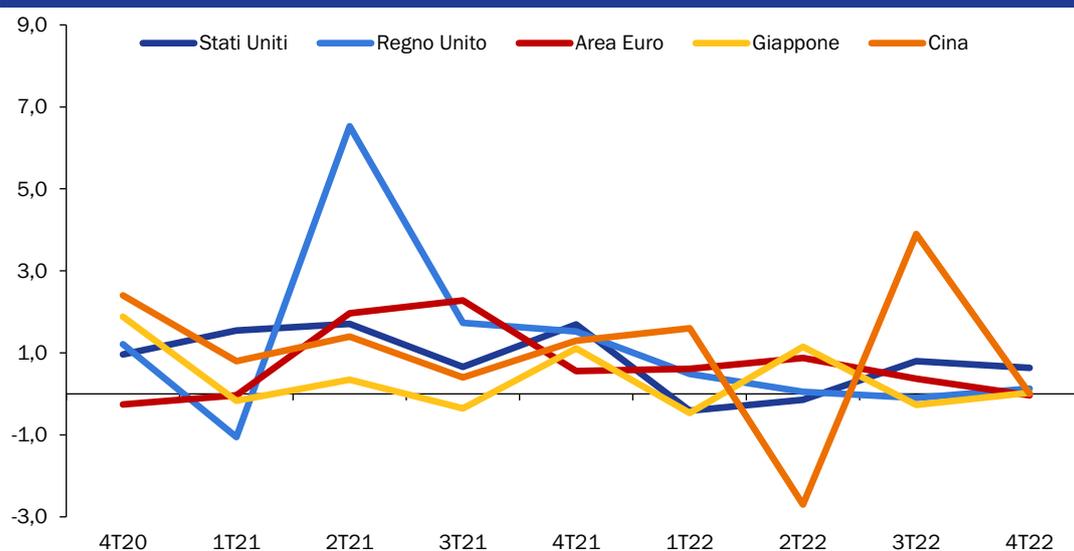
Il Giappone

Nel 2022, l'economia del Giappone ha affrontato un quadro economico complesso. La crescita del PIL è stata pari all'1 per cento, sostenuta dai consumi. A causa del forte aumento dei prezzi internazionali dell'energia, anche in Giappone si è assistito a un tasso di inflazione crescente. Secondo i dati dell'istituto di statistica nazionale, l'inflazione nella media del 2022 è risultata pari al 2,5 per cento (dal -0,2 per cento del 2021), con i primi segnali di rallentamento nel febbraio 2023 (al 3,3 per cento a/a dal 4,3 per cento a/a di gennaio). L'inflazione *core*,

invece, sembra non avere raggiunto ancora il suo punto più alto, risultando a febbraio pari al 3,5 per cento a/a (da 3,2 per cento di gennaio).

Come in molti Paesi avanzati, il mercato del lavoro giapponese si è distinto per la sua resilienza; a fronte di un'attività economica debole, il tasso di disoccupazione è in diminuzione dal 2,8 per cento del 2021 al 2,6 per cento del 2022.

FIGURA II.4: PIL REALE DELLE MAGGIORI ECONOMIE (var. % t/t)



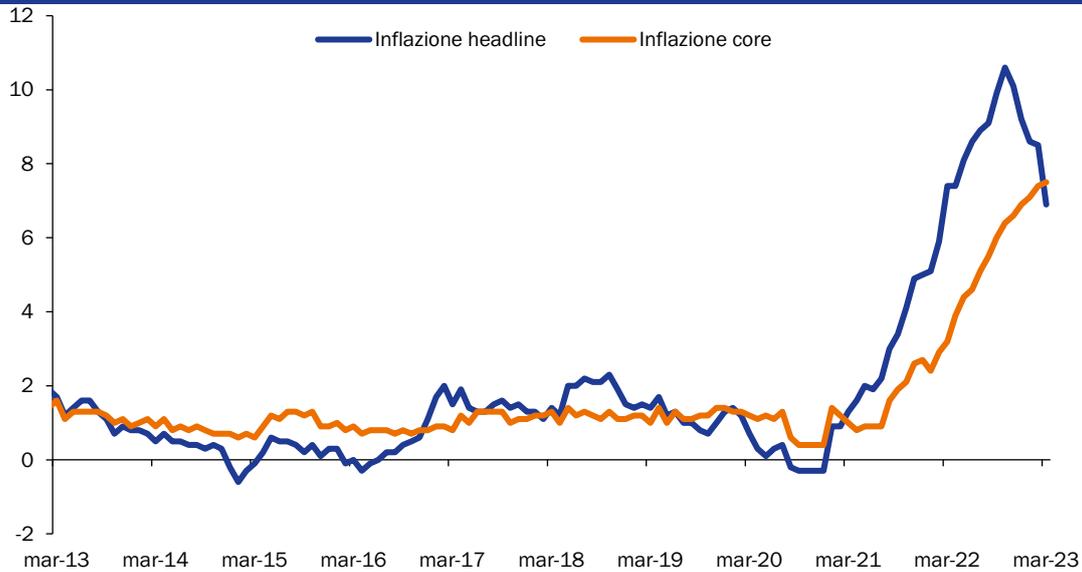
Fonte: OCSE.

L'Eurozona

Nonostante il difficile contesto globale, l'Eurozona ha registrato una buona *performance* nel 2022, crescendo del 3,5 per cento. In chiusura d'anno, il PIL è rimasto stazionario (dallo 0,4 per cento precedente).

Il tasso di disoccupazione durante il 2022 è sempre stato in lieve riduzione, ai livelli più bassi mai registrati per l'Eurozona, segnando un nuovo minimo storico a gennaio e febbraio 2023 (6,6 per cento). Per quanto riguarda i livelli di occupazione, il numero di persone occupate nell'area dell'euro è aumentato del 2,5 per cento durante il 2022. Nonostante la solidità del mercato del lavoro e l'elevata inflazione, la dinamica salariale è risultata relativamente moderata, con un'evoluzione del costo del lavoro sempre inferiore alla dinamica dei prezzi nelle principali economie dell'Eurozona.

L'andamento dell'inflazione è stato notevolmente influenzato dall'aumento dei prezzi dell'energia; l'aumento del prezzo dei beni energetici ha raggiunto il suo valore più elevato in ottobre, con una variazione del 41,5 per cento a/a. Il successivo calo dei prezzi delle materie prime energetiche ha portato l'inflazione a decelerare al 6,9 per cento a marzo 2023 (dall'8,5 per cento di febbraio). Diversa la dinamica dell'inflazione di fondo (al netto dei beni energetici e degli alimentari freschi), che risulta ancora in fase di accelerazione, raggiungendo a marzo un valore pari al 7,5 per cento a/a.

FIGURA II.5: INFLAZIONE AL CONSUMO DELL'EUROZONA (var. % a/a)

Fonte: Eurostat.

Il Regno Unito

Anche l'economia del Regno Unito nel 2022 ha risentito dell'aumento globale dei prezzi dei prodotti energetici legato alla guerra in Ucraina e della conseguente riduzione dei flussi commerciali con la Russia. Il PIL reale, dopo l'incremento del 7,6 per cento del 2021, è cresciuto del 4,1 per cento. Riguardo al mercato del lavoro, nel 2022 il tasso di disoccupazione, dopo l'aumento sperimentato nel biennio precedente (quando è stato pari al 4,6 per cento in media), è sceso al 3,7, al di sotto dei livelli precedenti alla pandemia.

Nel 2022, il tasso di inflazione annuo del Regno Unito è stato pari al 9,1 per cento, mentre la componente di fondo è stata del 6,3 per cento. Dopo il picco dell'11,1 per cento di ottobre 2022, l'inflazione ha iniziato una fase di decelerazione interrotta con il dato di febbraio 2023 (al 10,4 per cento).

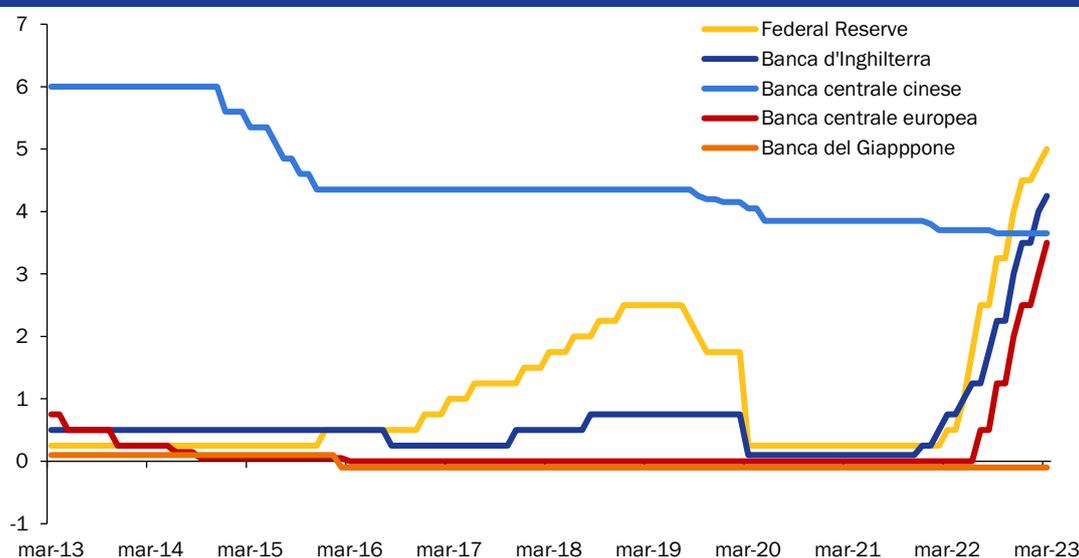
Le politiche monetarie in atto e i mercati finanziari

Per riportare la dinamica dei prezzi in linea con i propri obiettivi di medio termine, la maggior parte delle autorità monetarie ha iniziato, in alcuni casi con ritardo, un ciclo molto rapido di aumento del tasso di *policy* e una moderata riduzione del proprio bilancio. Quest'ultima manovra riduce l'ammontare di liquidità nel mercato e aumenta l'offerta di titoli obbligazionari (soprattutto governativi) sul mercato secondario, inasprendo ulteriormente le condizioni di finanziamento per l'economia reale. A seguito della crisi di alcuni istituti bancari, gli operatori di mercato hanno iniziato a scommettere su un primo taglio dei tassi nel secondo semestre di quest'anno. Nonostante le spinte inflattive delle componenti di fondo siano ancora forti, i recenti episodi di fragilità e instabilità finanziaria hanno spinto le banche centrali a rafforzare l'approccio *data dependent*,

così da monitorare l'evoluzione del grado di stabilità finanziaria del sistema, recentemente scosso dalla crisi di fiducia verso alcuni operatori bancari.

Negli Stati Uniti, a marzo 2022 la *Federal Reserve* ha iniziato il ciclo di rialzi più intenso dall'epoca *Volcker*, portando in dodici mesi il limite inferiore sui *fed funds* da zero al 4,75 per cento. L'ultimo rialzo (+25pb) è avvenuto a ridosso delle crisi di alcune banche regionali, scaturenti dalla riduzione dei loro depositi sull'aspettativa di sostanziali perdite sui titoli detenuti in portafoglio. Per riportare fiducia ai mercati, l'Istituto centrale ha predisposto un nuovo strumento, il *Bank Term Funding Program*, che consente alle banche di accedere a fondi di emergenza con prestiti garantiti a un anno. La novità dello strumento risiede nel fatto che i titoli a garanzia non saranno valutati al valore di mercato, bensì alla pari. Anche a seguito di questo intervento, il bilancio della FED è velocemente aumentato in poche settimane, riducendo di circa due terzi l'entità del *Quantitative Tightening* iniziato ad aprile 2022. Gli operatori di mercato hanno modificato le attese sul sentiero dei tassi della FED dopo gli accenni di instabilità finanziaria. I mercati scommettono su un primo taglio al costo del denaro a partire dall'estate, in un percorso che dovrebbe concludersi con il tasso sui *fed funds* vicino al 4 per cento entro la fine dell'anno¹⁸. Si è quindi notevolmente ampliata la distanza con le proiezioni dei membri del FOMC, i quali prefigurano il tasso al 5 per cento¹⁹, al fine di mantenere le aspettative ancorate all'obiettivo di inflazione del 2 per cento; un tale obiettivo sembra in via di raggiungimento: a marzo l'inflazione media su un orizzonte di 5 anni risulta al 2,4 per cento, scesa in un anno di 1 punto percentuale²⁰.

FIGURA II.6: TASSI DI POLICY DELLE PRINCIPALI BANCHE CENTRALI (%)



Fonte: Refinitiv.

¹⁸ Bloomberg, futures sui fed funds.

¹⁹ FOMC, 'Economic Projections', 22 marzo 2023.

²⁰ Federal Reserve Bank of St. Louis, 5-Year Breakeven Inflation Rate. Il dato è calcolato utilizzando i titoli governativi a cinque anni con e senza indicizzazione all'inflazione.

Nell'area dell'euro, la BCE ha iniziato il ciclo restrittivo a luglio dello scorso anno. L'Istituto centrale ha portato il tasso sui depositi, riferimento per il mercato interbancario, dal -0,50 per cento al 3 per cento deciso nella riunione dello scorso marzo. Contemporaneamente, ha ridotto il proprio bilancio di oltre l'11 per cento, attraverso il mancato reinvestimento a partire da marzo di una parte di titoli di debito in scadenza nell'ambito dell'*Asset Purchase Program* (APP), ma soprattutto con la restituzione anticipata e su base volontaria da parte delle banche dei fondi TLTRO. Dopo aver toccato i 4.964 miliardi a giugno 2022, il valore dei titoli detenuti dalla BCE per scopi di politica monetaria a marzo si è ridotto leggermente, a 4.930 miliardi²¹. L'irrigidimento delle condizioni monetarie è avvenuto senza eccessive tensioni sui rendimenti sovrani, grazie sia al *Transmission Protection Instrument*, la cui creazione ha assicurato i mercati, che alla flessibilità garantita dal PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*), i cui reinvestimenti dei titoli in scadenza proseguiranno fino almeno alla fine del 2024.

La Banca d'Inghilterra, la prima tra le maggiori banche centrali a iniziare il ciclo di rialzi, ha portato progressivamente il tasso d'interesse di riferimento dallo 0,10 per cento nel dicembre del 2021 al 4,25 per cento nella riunione dello scorso marzo.

Diversamente dalle maggiori economie occidentali, nelle principali economie asiatiche la politica monetaria è rimasta espansiva. In Giappone, paese che è stato caratterizzato per lungo tempo da un processo deflazionistico, la Banca centrale ha mantenuto la politica cd. ultra-accomodante, al fine di consolidare nell'economia domestica aspettative di inflazione ancorate all'obiettivo del 2 per cento. Il tasso di rifinanziamento principale è fermo allo 0,3 per cento da dicembre 2008 e quello sui depositi al -0,1 per cento da febbraio 2016. Nel dicembre del 2022, nell'ambito della politica di controllo della curva dei tassi d'interesse, la pressione dei mercati ha necessitato una correzione di +25pb del limite superiore del rendimento del titolo governativo decennale, salito allo 0,50 per cento. A febbraio del 2023, inoltre, è stato designato il nuovo Governatore dell'Istituto, Kazuo Ueda, che dovrà probabilmente predisporre una rimodulazione dell'attuale politica espansiva, in quanto l'inflazione *core* - che da settembre è superiore al 2 per cento - ha raggiunto a febbraio il 3,5 per cento.

Nella seconda economia mondiale, la *People Bank of China* mantiene invariati i tassi di riferimento sui prestiti a un anno al 3,65 per cento da agosto 2022, stante l'inflazione dei prezzi al consumo al di sotto del 3 per cento a/a dalla metà del 2020. Con l'economia schermata dal ciclo inflattivo, l'Istituto ha potuto operare una politica di bilancio espansiva. A gennaio l'attivo della PBoC risulta aumentato dell'8,6 per cento in soli cinque mesi; l'incremento è pari al 18 per cento rispetto a luglio 2020. Questa espansione va letta non solo come risposta alla crisi pandemica, ma anche nel contesto di un nuovo equilibrio monetario mondiale in cui la Cina prova a rafforzare il ruolo dello *yuan* come mezzo di pagamento negli scambi internazionali.

Nei mercati finanziari, i primi rallentamenti significativi dell'inflazione avvenuti a ottobre hanno alimentato la risalita delle quotazioni azionarie, che dai massimi di gennaio 2022 avevano perso un quarto del loro valore, fino a dimezzarne

²¹ *European Central Bank - Statistical Data Warehouse.*

le perdite a inizio febbraio²². Lo slancio si è interrotto quando la tenuta dell'economia e la vischiosità dell'inflazione di fondo hanno convinto i mercati che le banche centrali avrebbero mantenuto più a lungo una *stance* restrittiva. Quest'aspettativa è stata, a sua volta, rivista con l'insorgenza delle recenti crisi bancarie negli Stati Uniti e in Svizzera che, oltre a far indietreggiare temporaneamente i listini per la paura di risvolti sistemici, ha indotto gli investitori a scommettere su un primo taglio dei tassi di *policy* a partire dall'anno in corso per salvaguardare la tenuta del sistema finanziario; la volatilità dei tassi obbligazionari ne è risultata significativamente aumentata. Nonostante il recente ribasso²³, negli ultimi dodici mesi il rendimento dei titoli governativi statunitensi e tedeschi è salito, rispettivamente, del 2,3 e 2,7 per cento sulla scadenza a due anni, e dello 0,8 e 1,6 per cento sulla scadenza decennale. La relativa stabilità dei differenziali di rendimento tra i titoli *cd. benchmark* e quelli di altri emittenti pubblici e privati indica che i movimenti delle curve sono ancora principalmente guidati dalle scelte di politica monetaria. Il recente allargamento degli *spread* dopo le turbolenze finanziarie ne lascia in ogni caso il valore in linea con le medie di lungo periodo.

Con la riduzione dei prezzi delle materie prime e il raffreddamento dell'inflazione, il mercato valutario ha assistito al deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute di circa il 10 per cento tra ottobre (massimi dal 2002) e marzo²⁴, con una momentanea inversione di tendenza a inizio febbraio sull'aspettativa di una FED più aggressiva. In particolare, l'euro ha recuperato circa il 12 per cento nei confronti della valuta statunitense, riportandosi in prossimità di quota 1,1 dollari. Anche il cambio multilaterale della valuta europea si è rafforzato (+6 per cento da ottobre), tornando sui valori registrati tra il 2020 e il 2021, superiori alla media decennale.

Le prospettive

La buona *performance* dell'economia mondiale nel 2022 sembra prolungarsi anche all'inizio del 2023. Infatti, dopo aver superato di poco la soglia di espansione nel 2022, in febbraio l'indice PMI globale è salito a 52,1; le sotto-componenti dell'indice indicano un allentamento delle pressioni inflazionistiche e una normalizzazione dei livelli delle scorte di beni finiti e dei tempi di consegna, confermando un miglioramento lungo le catene globali del valore.

Il contesto internazionale attuale ha condotto l'Organizzazione mondiale del commercio (OMC)²⁵ a rivedere al rialzo le stime relative agli scambi internazionali: rispetto alle previsioni di ottobre, il commercio mondiale crescerebbe dell'1,7 per cento (+0,7 p.p.) nell'anno in corso, per poi rafforzarsi nel 2024 (3,2 per cento), sebbene tali stime risultino molto incerte per i numerosi fattori di rischio.

²² Bloomberg, 'MSCI World Index'.

²³ Dall'insorgenza delle crisi bancarie, in tre settimane il rendimento del titolo governativo a due anni è diminuito di 100pb negli Stati Uniti e di 70pb in Germania.

²⁴ Bloomberg, 'U.S. Dollar Index'. Dopo aver toccato a ottobre quota 150 yen (massimo dal 1990), il dollaro ha perso il 12 per cento. Rispetto alla valuta cinese, dai 7,3 yuan per dollaro di ottobre (massimo dal 2008) il deprezzamento è stato del 6 per cento.

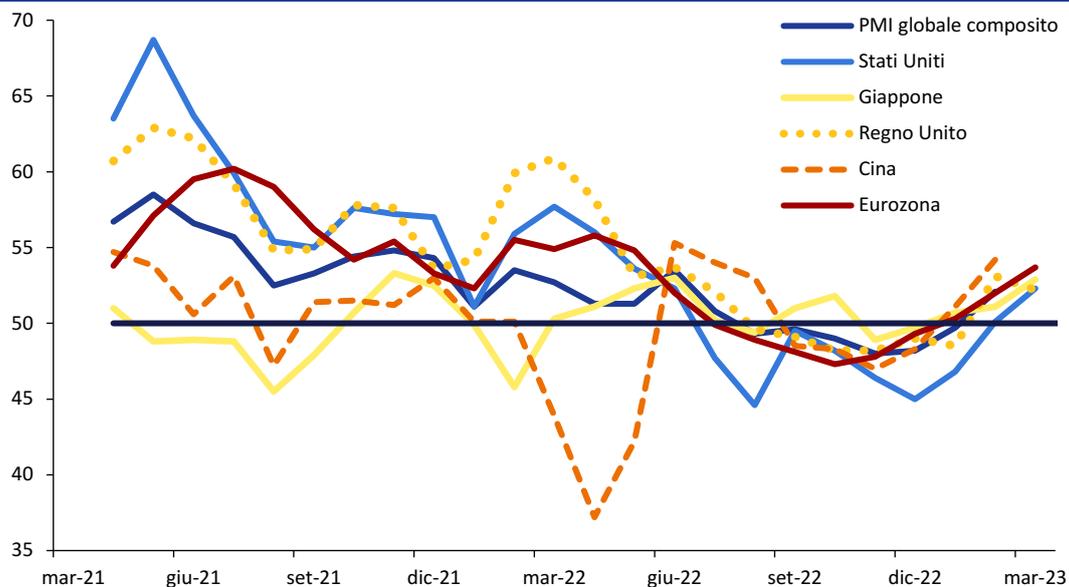
²⁵ World Trade Organization, 'Global Trade Outlook and Statistics', 5 aprile 2023, https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/trade_outlook23_e.pdf.

Le previsioni dei principali previsori diffuse nei primi mesi del 2023 tendono ad aggiornare al rialzo le stime di crescita e a proporre un rallentamento sempre più marcato dell'inflazione nelle maggiori economie.

Le più recenti stime di marzo dell'OCSE²⁶ prevedono la crescita globale al 2,6 per cento nel 2023 e al 2,9 per cento nel 2024, in rialzo rispettivamente di 0,4 p.p. e 0,2 p.p. rispetto alle previsioni di novembre. Per quanto concerne l'inflazione, rispetto al precedente *outlook* l'OCSE ha ridotto la stima per i paesi del G20 di 0,1 p.p. per il 2023, al 5,9 per cento, e di 0,9 p.p. per il 2024, al 4,5 per cento.

Il tasso di crescita degli Stati Uniti è stato rivisto per il 2023 all'1,5 per cento (+0,5 p.p.) e ritoccato al ribasso nel 2024 allo 0,9 per cento (-0,1 p.p.)²⁷. In merito alla crescita dell'economia cinese, l'OCSE prevede un'accelerazione al 5,3 per cento nel 2023 e al 4,9 per cento nel 2024 (con revisioni al rialzo, rispettivamente, di 0,7 p.p. e 0,8 p.p. da novembre). Per l'area dell'euro, la crescita del PIL è stimata pari allo 0,8 per cento nel 2023 (+0,3 p.p.) e all'1,5 per cento nel 2024 (+0,1 p.p.).

FIGURA II.7: INDICE PMI GLOBALE COMPOSITO E PER PAESE



Fonte: Markit, Refinitiv.

I rischi

Lo scenario economico è gravato da un'estrema incertezza. Se da un lato l'OMS starebbe per dichiarare terminata l'emergenza pandemica da *Covid-19*, dall'altro non si registrano prospettive di tregua nel conflitto tra Russia e Ucraina. Inoltre,

²⁶ OECD, 'OECD Economic Outlook, Interim Report March 2023: A Fragile Recovery', marzo 2023, OECD Publishing, Parigi, <https://doi.org/10.1787/d14d49eb-en>.

²⁷ Le recenti previsioni del *Conference Board* per gli Stati Uniti stimano che la crescita del PIL reale rallenterà allo 0,7 per cento nel 2023, con una recessione nella seconda metà dell'anno, per poi risalire allo 0,9 per cento nel 2024. *The Conference Board*, 'Economic forecast for the U.S. economy', marzo 2023, <https://www.conference-board.org/research/us-forecast>.

mentre alcuni indicatori continuano a segnalare un rallentamento dell'economia a partire dall'estate, sono emersi nuovi rischi per la stabilità del sistema finanziario, in seguito alle recenti crisi bancarie negli Stati Uniti e in Svizzera. Infine, le ultime dinamiche geopolitiche potrebbero rallentare ulteriormente l'andamento del commercio mondiale.

Gli effetti delle politiche monetarie iniziano a influire sulla liquidità. L'aggregato monetario M1 negli Stati Uniti è in contrazione da aprile 2022 e presenta variazioni tendenziali negative da ottobre (-5,8 per cento a febbraio), mentre nell'Eurozona è in discesa da settembre (-2,7 per cento a febbraio). In termini reali la contrazione è più pronunciata e contribuisce a condizioni finanziarie restrittive per famiglie e imprese che per entrambe le economie sono simili a quelle del 2011²⁸. In questo quadro, le banche centrali saranno chiamate a modulare con precisione eventuali ulteriori interventi restrittivi per evitare il rischio di deprimere la domanda oltre il necessario. Un ulteriore rischio potrebbe arrivare dal manifestarsi di un secondo picco inflattivo, frutto di un nuovo ciclo rialzista delle materie prime, potenzialmente innescabile dall'abbondante liquidità in Asia, o del tentativo di alcuni settori produttivi di mantenere intatti i recenti elevati margini di profitto, che dovranno verosimilmente ridursi con il graduale allineamento dei salari reali. In questi scenari il *trade-off* tra lotta all'inflazione e stabilità finanziaria si intensificherebbe, creando le condizioni per un rallentamento più pronunciato della crescita.

Ulteriori tensioni sui prezzi potrebbero derivare dal prezzo del petrolio. Infatti, per il 2023, l'OPEC e l'*International Energy Agency* (IEA) prevedono che la domanda di petrolio possa arrivare in media a 102 milioni di barili al giorno (mb/d), in crescita di oltre 2 mb/d rispetto al 2022, superando così il massimo pre-Covid di 100,5 mb/d registrato nel 2019²⁹. A questa crescita contribuiranno principalmente l'economia cinese, sulla scia di politiche sanitarie meno restrittive, e i suoi *partner* commerciali asiatici; peserà anche un maggior traffico aereo. Si stima inoltre che la maggior domanda sarà coperta principalmente da un incremento di produzione dei paesi non-OPEC+ (Stati Uniti, Brasile, Norvegia, Canada) per 1,2-1,4 mb/d, mentre l'offerta dei paesi dell'OPEC+ si ridurrà di 1,65 mb/d fino alla fine del 2023, come annunciato il 2 aprile. Il taglio di 0,5 mb/d afferente alla Russia, membro del cartello, era stato deciso in precedenza, in risposta all'imposizione del *price cap* da parte dell'UE, dei paesi del G7 e dell'Australia sulle esportazioni del proprio greggio via mare³⁰. Tutto ciò potrebbe portare il mercato verso un presumibile eccesso di domanda nella seconda parte dell'anno, con un conseguente aumento dei prezzi.

²⁸ Bloomberg, 'Indice condizioni finanziarie'.

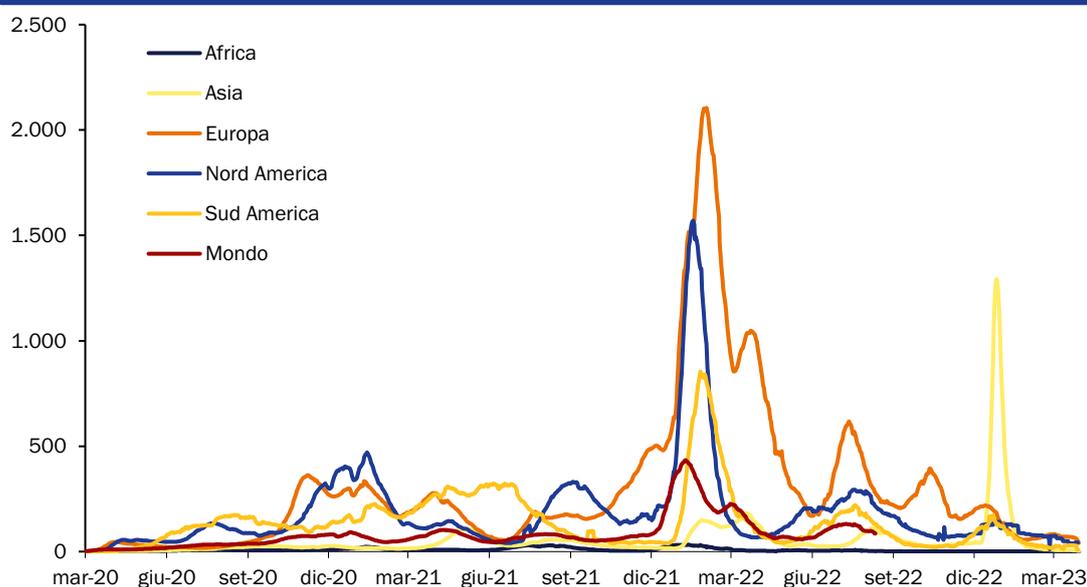
²⁹ IEA, 'Oil Market Report', febbraio 2023, <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-february-2023> e OPEC, 'Oil Market Report', febbraio 2023, https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/OPEC_MOMR_February-2023.pdf.

³⁰ In gennaio il prezzo medio di vendita è stato pari a 49,5 dollari al barile, contro il *price cap* fissato a 60 dollari. A febbraio, i ricavi dall'export di petrolio sono diminuiti del 36 per cento a/a e del 19 per cento m/m, attestandosi a 11,6 miliardi di dollari. Fonte: IEA, 'Oil Market Report', febbraio e marzo 2023, <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-february-2023> e <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-march-2023>.

A queste considerazioni di carattere più strettamente economico si devono aggiungere i rischi derivanti dal contesto geopolitico.

Contemporaneamente, la pandemia da *Covid-19* continua a rappresentare un rischio per l'economia mondiale, sebbene in misura più contenuta che in passato, grazie alla diffusione dei vaccini e alla minore pericolosità del virus e delle sue varianti. Secondo l'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS), nel mondo sono stati somministrati circa 13,2 miliardi di vaccini e 69 dei 194 Stati Membri hanno vaccinato più del 70 per cento della loro popolazione, mentre 138 Stati hanno raggiunto oltre il 40 per cento³¹. Dall'inizio della pandemia il numero di contagi da *Covid-19* registrati ha superato i 761 milioni a livello globale, con oltre 6,8 milioni di decessi³². I risultati raggiunti nell'affrontare la pandemia hanno condotto l'OMS ad affermare che, nel corso del 2023, potrebbe essere dichiarata la fine dell'emergenza sanitaria pubblica di interesse internazionale.

FIGURA II.8: NUOVI CASI CONFERMATI DI COVID-19 PER UN MILIONE DI ABITANTI (dati al 3 aprile 2023)



Fonte: Our World in Data.

Note: Media mobile a sette giorni.

La riduzione dei livelli di mortalità e di ospedalizzazione ha favorito la ripresa delle attività produttive e della socialità, portando all'alleggerimento progressivo delle misure preventive in molti Paesi, sebbene permanga la necessità di monitorare l'andamento dei contagi e della continua insorgenza di nuove varianti del virus. Il mantenimento di un alto livello di prevenzione e il proseguimento delle campagne di vaccinazione su scala mondiale rimangono le strategie più efficaci per l'eradicazione completa del *Sars-Cov-2* e per contenere il rischio di future epidemie.

³¹ World Trade Organization, 'COVID-19 Vaccination Insights Report', 27 marzo 2023, <https://www.who.int/publications/m/item/covid-19-vaccine-insights-report---27-march-2023>.

³² Dati al 21 marzo 2023.

II.2 ECONOMIA ITALIANA: TENDENZE RECENTI

Dopo la robusta crescita registrata nel 2021 (7,0 per cento) dovuta al rimbalzo post-pandemia, nel 2022 è proseguita la fase di espansione dell'attività economica, benché a ritmo inferiore: il PIL è cresciuto del 3,7 per cento, in linea con quanto prospettato nella NADEF rivista e integrata³³. In un contesto macroeconomico connotato da tensioni geopolitiche, dal marcato incremento dei prezzi dei beni energetici e dall'intonazione via via più restrittiva di politica monetaria, l'attività economica ha beneficiato della vivace ripresa dei servizi. Nonostante la discesa dei prezzi dei beni energetici e il progressivo allentamento delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento, nella parte finale dell'anno la propagazione della spinta inflazionistica alla generalità delle voci di spesa ha interrotto la fase di crescita del PIL in corso da sette trimestri, riducendo in particolare i consumi delle famiglie. In concomitanza, si sono rilevati i primi segnali della trasmissione dell'aumento dei tassi di interesse di *policy* sulle condizioni di offerta del credito al settore privato. Tuttavia, i provvedimenti del Governo di sostegno a famiglie e imprese, unitamente alla resilienza dell'economia italiana, hanno limitato la contrazione dell'attività. In apertura d'anno, malgrado il prevalere di rischi al ribasso, le informazioni disponibili, prevalentemente di natura qualitativa, suggeriscono un quadro macroeconomico in moderata ripresa, favorito dalla prosecuzione della fase di riduzione dei prezzi energetici.

Produzione e domanda aggregata

Nel corso del 2022, dopo un primo trimestre appena positivo, l'attività ha accelerato nel secondo (1,0 per cento t/t), grazie alla completa riapertura dei servizi e alla ripresa dei flussi turistici. Nonostante il deterioramento del contesto internazionale e l'intensificarsi delle spinte inflazionistiche, nel terzo trimestre la crescita è stata ancora positiva, pur perdendo slancio (0,4 per cento t/t); in chiusura d'anno si è registrata una lieve flessione del PIL (-0,1 per cento t/t), legata agli effetti degli elevati prezzi sull'attività produttiva e sui consumi.

La crescita complessiva del 2022 è spiegata dal contributo positivo della domanda interna al netto delle scorte (4,6 punti percentuali), mentre l'apporto delle scorte e della domanda estera netta è risultato negativo (rispettivamente -0,4 e -0,5 punti percentuali).

Nel dettaglio delle componenti della domanda, i consumi delle famiglie hanno registrato una ripresa significativa (4,6 per cento), anche se ancora insufficiente a recuperare i livelli precedenti alla pandemia.

Tale evoluzione è stata determinata dalla robusta ripresa dei consumi in quei settori dei servizi che erano stati maggiormente colpiti dalle restrizioni introdotte a seguito della pandemia da *Covid-19*, come quelli in alberghi e ristoranti (26,3 per cento) e in ricreazione e cultura (19,6 per cento). Nel corso dell'anno le famiglie

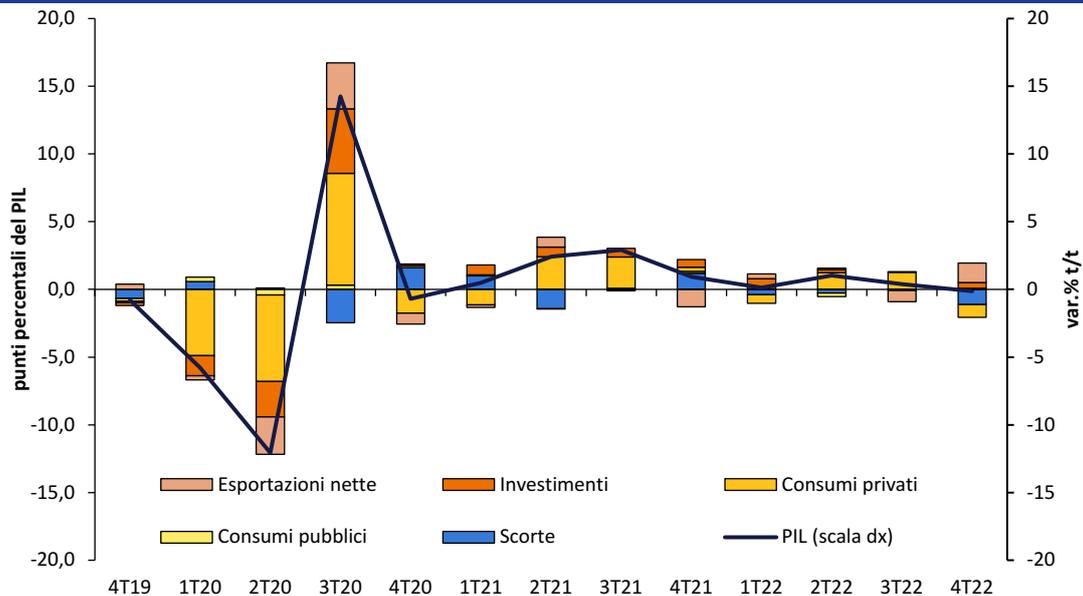
³³ Ministero dell'Economia e delle Finanze, 'NADEF 2022 - versione rivista e integrata', 4 novembre 2022, https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/nadef_2022/NADEF_2022_VERSIONE_RIVISTA_-E_-INTEGRATA.pdf.

hanno attinto a una parte dei risparmi accumulati durante la pandemia³⁴; il tasso di risparmio, pari al 10,2 per cento a fine 2021, è sceso al 5,3 per cento a fine 2022. In effetti, nella media dell'anno, nonostante il reddito disponibile lordo delle famiglie sia cresciuto in termini nominali (6,3 per cento), il robusto aumento dei prezzi, misurato dal deflatore dei consumi (7,4 per cento), ha determinato una riduzione del potere di acquisto pari all'1,1 per cento.

Con riferimento alle imprese non finanziarie, in media d'anno si è rilevata una lieve crescita della quota di profitto e un incremento del tasso di investimento, che si è attestato sui valori più alti in serie storica (24,4 per cento). I dati relativi al quarto trimestre indicano che il debito delle imprese in percentuale del PIL si è ridotto, collocandosi al 67,8 per cento (dal 69,6 per cento del 2021), un livello nettamente inferiore rispetto alla media dell'area dell'euro (105,5 per cento).

Gli investimenti hanno registrato un notevole incremento (9,4 per cento), seppur in decelerazione rispetto al 2021. Nel dettaglio, tutte le componenti sono cresciute, sebbene in misura eterogenea. Gli investimenti in costruzioni hanno registrato un incremento maggiore (11,6 per cento), quale effetto anche dei provvedimenti governativi a favore del settore, rispetto a quelli in macchinari e attrezzature (8,6 per cento). I mezzi di trasporto, pur in deciso aumento (8,2 per cento), non hanno ancora colmato il divario con i valori pre-pandemici.

FIGURA II.9: CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL (p.p. DEL PIL, SCALA SX; VAR. % t/t, SCALA DX)



Fonte: ISTAT.

Lo slancio degli investimenti in costruzioni si è accompagnato all'andamento positivo del mercato immobiliare, testimoniato dall'aumento dei volumi di compravendita e dalla crescita dei prezzi delle abitazioni. Va tuttavia rilevato che nel quarto trimestre dell'anno si è registrata una flessione delle compravendite,

³⁴ 'The impact of the recent rise in inflation on low-income households', Charalampakis, E., Fagandini, B., Henkel, L., Osbat, C. (2022), in *ECB Economic Bulletin* No.7/2022, *European Central Bank*. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2022/bol-eco-7-2022/bolleco-BCE-7-2022.pdf>.