

Economia dell'eurozona

IL CICLO INTERNAZIONALE, DELL'EUROZONA E DELL'ITALIA

Dicembre 2022

Il quadro d'insieme^[1]

Lo scenario internazionale sul finire del 2022 è caratterizzato da due principali fattori che frenano la dinamica di crescita dell'economia, nella fase conclusiva dell'anno in corso e nei prossimi trimestri del 2023: da un lato livelli eccezionali d'inflazione sospinta dall'andamento dei prezzi dei prodotti energetici e da politiche monetarie restrittive nei principali paesi; dall'altro l'elevata incertezza nei mercati circa l'evoluzione della guerra tra Russia e Ucraina.

Nel terzo trimestre del 2022 – iniziato con una stabilizzazione del commercio mondiale in volume ma con un parallelo deterioramento delle prospettive dell'attività economica mondiale dovuto, principalmente, all'invasione russa in Ucraina con i rincari eccezionali della componente energetica dei prezzi e le strozzature dell'offerta – l'economia globale risentiva, ancora, dell'inflazione alta e dell'incertezza circa le sorti del conflitto mentre si attenuavano le difficoltà di approvvigionamento lungo le catene del valore.

Dopo i livelli dei prezzi del gas eccezionalmente elevati dei mesi estivi, a settembre – con il completamento dello stoccaggio – era stata osservata una diminuzione che, tuttavia, potrebbe non proseguire nel primo semestre del 2023, come segnalato dalle tendenze dei futures determinate dai rischi di approvvigionamento. Parallelamente, il peggioramento congiunturale aveva determinato una diminuzione del prezzo del greggio.

Il commercio mondiale ha rallentato la dinamica d'espansione; per i prossimi trimestri si prospetta un ulteriore indebolimento.

Le banche centrali delle economie avanzate – in presenza del perdurare dei livelli eccezionalmente alti dei prezzi – hanno mantenuto un orientamento restrittivo della politica monetaria.

Dopo l'espansione della prima parte del 2022, il PIL dell'eurozona – nel terzo trimestre – avrebbe subito un rilevante rallentamento risentendo, principalmente, dei cospicui aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche, della persistente incertezza geopolitica causata dalla guerra in Ucraina e di condizioni di finanziamento più restrittive.

L'inflazione, alla fine del terzo trimestre, ha sfiorato il 10 per cento per effetto della crescita dei prezzi delle componenti più volatili mentre la dinamica dei salari si è mantenuta debole. Le imprese e le famiglie, in questo contesto, attendono ulteriori rialzi dei prezzi nei prossimi mesi mentre le attese a medio termine si sono stabilizzate e quelle a lungo termine (5-10 anni) restano intorno al 2 per cento.

Il Consiglio direttivo della BCE tra luglio e dicembre 2022 ha deciso tre incrementi dei tassi di interesse di riferimento prospettando che i tassi di interesse debbano ancora aumentare in misura significativa.

Nel terzo trimestre è proseguita la fase di espansione dell'economia italiana sostenuta per intero dalla domanda interna mentre la domanda estera netta ha fornito un contributo

^[1] Fonti: FMI, *World Economic Outlook* (luglio-ottobre 2022); Markit Economics, *Purchasing Managers'Indexes*; Banca d'Italia-Eurosistema, *Bollettino economico* (aprile 2022- ottobre 2022); Eurostat; Banca Centrale Europea-Eurosistema, *Bollettino Economico* (giugno-novembre 2022); Istat, *Nota mensile sull'andamento dell'economia italiana* (aprile 2022-ottobre 2022); Istat, *Le prospettive per l'economia italiana 2022-2023* (dicembre 2022).

negativo determinato dal forte aumento delle importazioni e da un lievissimo miglioramento delle esportazioni.

L'offerta ha manifestato andamenti eterogenei tra i settori: è proseguita la fase di espansione del valore aggiunto nei servizi trainata dai comparti del commercio, trasporto, alloggio e ristorazione mentre agricoltura, industria in senso stretto e costruzioni hanno segnato una diminuzione.

A novembre l'inflazione acquisita si era attestata all'8,1 per cento, mentre quella al netto dei beni energetici al 4,1 per cento.

Nel 2023, nell'ipotesi di avvio di una fase di decelerazione dei prezzi dei beni energetici, l'andamento favorevole degli investimenti connessi con l'attuazione del PNRR, costituirebbe il principale fattore di traino dell'economia mentre la domanda estera netta fornirebbe ancora un contributo negativo.

Il ciclo dell'eurozona

- Il PIL in termini reali dell'eurozona, dopo la crescita moderata della prima parte del 2022 (+0,6 per cento nel primo trimestre e +0,8 per cento nel secondo), avrebbe ristagnato nei mesi estivi (+0,2 per cento nel terzo trimestre), risentendo in particolare degli ulteriori forti rincari delle materie prime energetiche e dell'accresciuta incertezza connessa con il protrarsi della guerra in Ucraina. Il rallentamento (con una variazione della crescita tra lo 0,2 e lo 0,5 per cento) ha riguardato tutti i principali paesi dell'area.

L'inflazione al consumo in crescita sul finire del 2022 (+9,9 per cento in settembre e +10,7 per cento tendenziale a ottobre) risultava ancora influenzata dall'andamento della componente energia.

Nell'eurozona, il freno alla crescita è, dunque, provenuto

dall'apporto negativo della domanda estera netta e dalla riduzione dei consumi delle famiglie; gli investimenti e la variazione delle scorte hanno invece fornito un contributo positivo.

Gli indicatori congiunturali dell'eurozona (**tav. 2**) dei mesi Agosto-Novembre 2022 indicano che: la produzione industriale, nella seconda parte del 2022, ha manifestato un andamento altalenante che dovrebbe determinare, comunque, una crescita tendenziale annua del 2,0 per cento; la produzione nelle costruzioni, anch'essa con variazioni congiunturali discontinue, si stima possa raggiungere un aumento tendenziale annuo del 2,2 per cento.

Nell'area euro l'inflazione dovrebbe essere del 9,2 per cento a dicembre 2022, in calo

Tavola 1 - Crescita del PIL e inflazione nell'area euro (variazioni percentuali)

Voci	Crescita del PIL				Inflazione Settembre (2)
	2021	I trim.	II trim.	III trim.	
		2022 (1)	2022(1)	2022(1)	
Francia	6,8	-0,2	0,5	0,2	6,2
Germania	2,6	0,8	0,1	0,3	10,9
Italia	6,7	0,1	1,1	0,5	9,4
Spagna	5,5	-0,2	1,5	0,2	9,0
Area dell'euro	5,3	0,6	0,8	0,2	9,9

Fonte: Eurostat, ottobre-novembre 2022. – (1) Dati trimestrali destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi; variazioni sul periodo precedente. – (2) Variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA). Per l'area euro ad ottobre 2022 l'inflazione è risultata pari al 10,7 per cento tendenziale.

rispetto al 10,1 per cento di novembre^[2] e, nell'osservazione delle principali componenti dell'inflazione, l'energia dovrebbe registrare il tasso annuo più elevato a dicembre (25,7 per cento, rispetto al 34,9 per cento di novembre), seguita da alimentari, alcol e tabacco (13,8 per cento, rispetto al 13,6 per cento di novembre), beni industriali non energetici (6,4 per cento, rispetto al 6,1 per cento di novembre) e servizi (4,4 per cento, rispetto al 4,2 per cento di novembre).

Il clima di fiducia dei consumatori è in risalita negli ultimi mesi del 2022 sebbene permanga in territorio negativo e non lontano dal minimo di due anni, poiché le famiglie avvertono i timori per una potenziale recessione economica, l'aumento degli oneri finanziari e l'elevata inflazione.

Il tasso di disoccupazione nelle rilevazioni di ottobre e novembre è risultato stabile e si è attestato al 6,5 per cento.

Tavola 2 – Indicatori congiunturali nell'area euro (variazioni congiunturali)

Variabili	2022			
	Ago	Set	Ott	Nov
Produzione industriale	-2,3	1,5	-2,0	1,0
Produzioni nelle costruzioni	-0,6	0,5	1,3	...
Vendite al dettaglio	-0,3	0,4	...	0,8
Prezzi alla produzione – Merc. Interno	5,0	1,6	...	-0,9
Prezzi al consumo (a)	...	10,0	10,7	10,1
Tasso di disoccupazione	6,6	6,6	6,5	6,5
Clima fiducia consumatori (b)	...	-3,8	1,2	3,6
<i>ESI</i> (c) (b)	-3,6	-1,1	1,0

Fonte: Eurostat, Commissione europea, Istat. – (a) Variazioni tendenziali. – (b) Differenze rispetto al mese precedente. – (c) ESI, *Economics Sentiment Indicator*.

- Le proiezioni macroeconomiche della Banca Centrale Europea (BCE), pubblicate a dicembre 2022, prevedono una crescita più debole e un'inflazione più elevata e persistente rispetto a quanto prefigurato nella precedente previsione di Settembre 2022.

Gli elementi che frenano l'attività economica – e, come accennato in precedenza, hanno determinato una decelerazione del PIL in termini reali nel terzo trimestre del 2022 prefigurando, per il quarto trimestre, un arretramento di breve durata e di bassa intensità – riguardano i prezzi e le quantità dei prodotti energetici^[3], i tassi d'inflazione eccezionalmente elevati (e, dunque, l'inasprirsi delle condizioni di finanziamento), le incertezze dei mercati e degli attori economici derivanti dal protrarsi della guerra.

^[2] Stima flash Eurostat, 6 gennaio 2023.

^[3] Gli alti livelli delle scorte di gas naturale e le iniziative in corso per ridurre la domanda e sostituire il gas russo con fonti alternative implicano che l'area dell'euro eviterebbe la necessità di imporre tagli alla produzione connessi all'energia nell'orizzonte temporale considerato sebbene i rischi di interruzioni dell'offerta di energia rimangano elevati, specialmente per l'inverno del 2023-2024.

- Nel medio periodo è atteso un graduale riequilibrio del mercato energetico e, dunque, una diminuzione dell'incertezza e un miglioramento dei redditi reali. Come conseguenza la crescita economica dovrebbe recuperare sia con il rafforzamento della domanda esterna sia per la risoluzione delle strozzature – ancora presenti – dal lato dell'offerta, nonostante le condizioni di finanziamento meno favorevoli.

Il mercato del lavoro è previsto in tenuta a fronte della lieve recessione prospettata e, nel complesso, si attende che il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali subisca un calo pronunciato scendendo dal 3,4 per cento nel 2022 allo 0,5 per cento nel 2023 con una successiva risalita – tra l'1,8 e l'1,9 per cento – nel biennio 2024-2025 (**tav. 3**).

- Relativamente all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC – in un contesto in cui le pressioni inflazionistiche connesse agli aumenti passati dei corsi delle materie prime, al precedente deprezzamento dell'euro, alle carenze dal lato dell'offerta e alle condizioni tese nei mercati del lavoro continuano a trasmettersi ai prezzi al consumo – il tasso di variazione dei prezzi dovrebbe scendere da una media dell'8,4 per cento nel 2022 al 6,3 per cento nel 2023, per poi portarsi su una media del 3,4 per cento nel 2024 e del 2,3 per cento nel 2025.

Il calo dell'inflazione nell'orizzonte temporale di riferimento rispecchia – oltre agli effetti base al ribasso connessi all'ener-

gia e alle più deboli prospettive per la crescita – l'impatto graduale della normalizzazione della politica monetaria della BCE iniziata a dicembre 2021.

- Il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE), nelle decisioni di politica monetaria del 10 marzo e del 14 aprile, valutando le ripercussioni rilevanti sull'attività economica e sull'inflazione nell'area dell'euro dell'invasione dell'Ucraina, aveva: rivisto il profilo del Programma di acquisto di attività (PAA) – con acquisti netti mensili pari a 40 miliardi ad aprile, 30 a maggio e 20 a giugno; annunciato, successivamente, che il Programma di acquisto di attività si sarebbe concluso nel terzo trimestre.

Le decisioni di politica monetaria, nelle riunioni di luglio e di settembre, avevano avviato la fase di rialzo dei tassi di riferimento con due interventi consecutivi e introdotto il nuovo strumento per la protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument*, TPI).

Nel mese di ottobre^[4], il Consiglio direttivo – decidendo di innalzare di 75 punti base i tre tassi di interesse di riferimento – aveva stabilito che i tassi sulle operazioni di finanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sarebbero stati innalzati rispettivamente al 2,00 per cento, al 2,25 per cento e all'1,50 per cento, con effetto dal

Tavola 3 – Proiezioni macroeconomiche per l'area euro (variazioni percentuali annue)

Voci	2021	2022	2023	2024	2025
PIL reale	5,2	3,4	0,5	1,9	1,8
Consumi privati	3,8	4,0	0,7	1,5	1,5
Consumi collettivi	4,3	1,0	-1,0	1,1	1,3
Investimenti	3,6	3,1	0,7	2,2	2,8
Esportazioni	10,3	7,5	2,9	3,8	3,4
Importazioni	8,2	7,9	3,1	3,3	3,4
Tasso di disoccupazione	7,7	6,7	6,9	6,8	6,6
IAPC	2,6	8,4	6,3	3,4	2,3
IAPC al netto energia	1,5	5,1	5,3	2,9	2,4
Reddito per occupato	4,1	4,5	5,2	4,5	3,9
Produttività del lavoro	3,8	1,3	0,1	1,4	1,3

Fonte: Banca Centrale Europea | Eurosystema, *Macroeconomic projections*, Dicembre 2022.

^[4] Banca Centrale Europea – Eurosystema, *Decisioni di politica monetaria*, 27 ottobre 2022.

2 novembre 2022. Nella riunione del mese di dicembre^[5], il Consiglio direttivo aveva deciso un nuovo innalzamento di 50 punti base dei i tre tassi di interesse di riferimento della BCE che raggiungevano il 2,50 per cento, il 2,75 per cento e il 2,00 per cento, con effetto dal 21 dicembre 2022.

^[5] Banca Centrale Europea – Eurosistema, *Decisioni di politica monetaria*, 15 dicembre 2022.