

EY Italian  
Macroeconomic  
Bulletin

**N°3 | Giugno 2023**

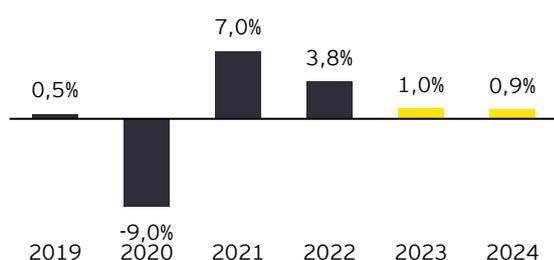
# Indice

01. Executive summary	3
02. Lo scenario globale	4
02.1 L'economia mondiale	4
02.2 La crescita nelle maggiori economie mondiali	6
03. Il quadro europeo	9
03.1 Politica monetaria, prezzi e credito bancario	9
03.2 Gli indicatori congiunturali	17
04. L'economia italiana	20
04.1 Lo stato dell'economia italiana	20
04.2 Approfondimento: demografia ed economia	25
05. L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY	30
06. Assunzioni a sostegno delle previsioni	34
07. Appendice Tecnica	36

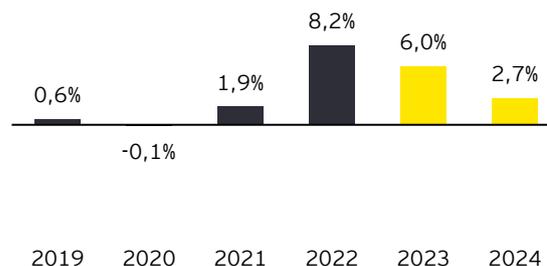
# Executive summary

- ▶ La crescita mondiale è attesa rallentare leggermente nel 2023 al 2,8%, dopo il 3,4% registrato nel 2022, per poi accelerare nuovamente a 3,0 % nel 2024, valore ancora inferiore alla media 2000-19 (3,8%).
- ▶ L'inflazione globale è attesa ridursi al 7,0% nel 2023, dall'8,7% registrato nel 2022. Il livello rimane molto più elevato rispetto alla media storica 2000-2019, vicino al 4%. Le attese di un'inflazione più contenuta riflettono il calo dei prezzi dell'energia, un alleggerimento delle pressioni sulle catene di fornitura e l'azione energica e coordinata delle banche centrali mondiali.
- ▶ La politica monetaria globale continua a rimanere generalmente restrittiva, con alcune eccezioni: da un lato la Federal Reserve, la banca centrale statunitense, ha mantenuto i tassi di interesse di riferimento di politica monetaria stabili nell'ultimo meeting del 14 giugno. Più espansiva la Banca Centrale Cinese (PBoC), che ha ridotto i propri tassi di interesse di riferimento. Queste dinamiche potrebbero anticipare dei cambiamenti nel breve-medio periodo della politica monetaria anche nell'Eurozona.
- ▶ L'inflazione nell'Eurozona e in Italia rimane elevata, ma in discesa rispetto ai mesi precedenti. La politica monetaria ancora restrittiva della BCE sta influenzando la dinamica dei prezzi, in rallentamento (al 6,1% a maggio 2023 dal 7,0% ad aprile), ma anche l'attività economica, in rallentamento in particolare nel manifatturiero.
- ▶ La politica monetaria sta avendo anche un impatto sul credito bancario. Diversi indicatori mostrano come dall'inizio della stretta monetaria i prestiti bancari sono andati riducendosi, e come le intenzioni dei diversi attori (banche, famiglie e imprese) non siano in miglioramento nei prossimi mesi.
- ▶ Gli indicatori macroeconomici ad alta frequenza mostrano delle prospettive di rallentamento per il quadro europeo. L'indice PMI manifatturiero è in peggioramento per i principali paesi dell'Eurozona (Germania, Francia, Italia, Spagna), mostrando valori sotto la soglia di espansione. Dall'altra parte l'indice PMI relativo ai servizi rimane sopra la soglia di riferimento (ad eccezione della Francia), ma mostra un calo significativo negli ultimi mesi.
- ▶ Tenendo conto di questo contesto, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL dell'1,0% nel 2023 e dello 0,9% nel 2024, mentre il tasso di inflazione passerà dal 6,0% del 2023 al 2,7% del 2024. Le previsioni rimangono soggette ad un elevato tasso di incertezza, considerando i segnali a volte contrastanti che giungono dai dati al momento disponibili, e sono legate sia al contesto internazionale, sia alla risposta di famiglie e imprese all'aumento dei tassi e ad un'inflazione ancora robusta sia, infine, all'implementazione del PNRR.
- ▶ Due simulazioni effettuate con il modello di EY su possibili scenari di un impiego parziale dei fondi del PNRR, in linea con gli scostamenti delle spese effettive rispetto a quelle previste fino al 2022, sottolineano l'importanza del PNRR per la crescita anche nel breve-medio periodo.

PIL reale - variazione %, Italia



Prezzi al consumo - variazione %, Italia



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

# Lo scenario globale

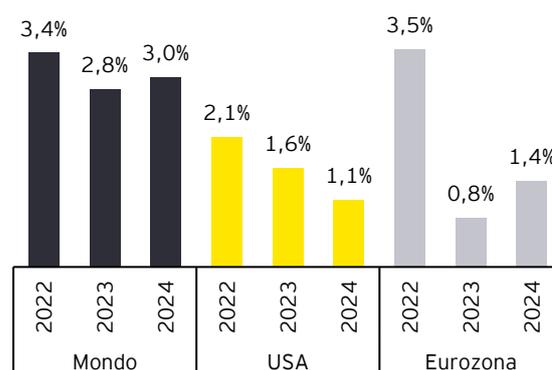
## L'economia mondiale

Le ultime proiezioni del Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevedono una crescita dell'economia mondiale per il 2023 del 2,8%, seguito da una leggera accelerazione nel 2024 (3,0%). La crescita rimane quindi ancora sotto la media del 2000-2019 (3,8%) anche se in linea con i valori pre-crisi (2,8% nel 2019),<sup>1</sup> nonostante le leggere revisioni al ribasso rispetto alle proiezioni di gennaio 2023 (-0,1% per il 2023 e -0,1% per il 2024).<sup>2</sup>

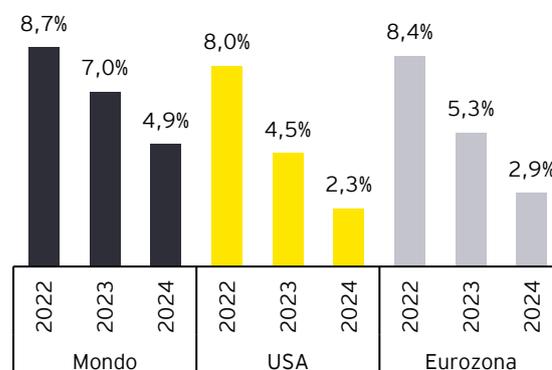
Analizzando più nel dettaglio le previsioni di crescita, risulta importante sottolineare il rallentamento statunitense: dopo la crescita del 2022 attestata al 2,1%, il 2023 e il 2024 saranno caratterizzati da tassi di crescita in calo, distanti dalla media degli anni precedenti la crisi pandemica. Diverso appare invece il quadro per l'Eurozona, dove, dopo il 5,4% registrato nel 2021 (dovuto alla ripresa post-pandemica) ed il 3,5% del 2022, secondo il FMI il 2023 sarà caratterizzato da una crescita modesta (0,8%), principalmente a causa delle forti tensioni geopolitiche ancora presenti, del peso dell'alta inflazione e dei tassi di interesse a livelli record. L'attesa di una riduzione di queste tensioni e di una normalizzazione di altri aspetti economici (ad esempio, relative all'approvvigionamento di risorse energetiche presso altri partner commerciali diversi dalla Russia) alimentano le attese di una accelerazione della crescita per il 2024 (1,4%).

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

PIL reale - crescita YoY



Prezzi al consumo - crescita YoY



Fonte: Elaborazioni EY su dati e previsioni da "IMF World Economic Outlook", April 2023.

L'andamento dei tassi di inflazione a livello globale continua ad essere legato a diversi fattori, quali il prezzo dell'energia e dei beni alimentari, lo stato delle catene di fornitura globali e proprio le scelte di politica monetaria da parte delle principali banche centrali mondiali.

In riferimento all'andamento dei prezzi dell'energia, il prezzo del gas naturale continua la sua discesa (10,11 \$/mmbtu<sup>3</sup> per il gas europeo e

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery.

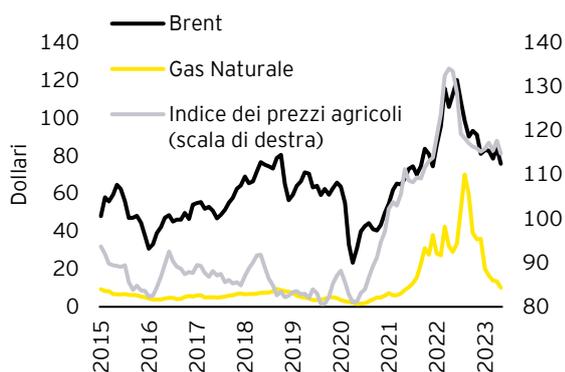
<sup>2</sup> IMF World Economic Outlook, January 2023: Inflation Peaking amid Low Growth.

<sup>3</sup> Dollari per un milione di unità termica britannica, ovvero una misura della quantità di gas.

2,15 \$/mmbtu per quello americano<sup>4</sup> a maggio 2023), assieme al prezzo del petrolio, che ha segnato a maggio 2023 un calo ulteriore rispetto a marzo dopo un rialzo consistente ad aprile (si faccia ad esempio riferimento al Brent, il quale è passato da 78,5 \$/bbl<sup>5</sup> registrato a marzo 2023 a 84,1 \$/bbl nel mese successivo, e 75,7 \$/bbl a maggio 2023).

Ad influenzare il prezzo del petrolio è da annoverare la scelta dell'OPEC+<sup>6</sup> del 3 aprile 2023 di ridurre la sua produzione di circa un milione di barili al giorno.<sup>7</sup> L'andamento del prezzo del petrolio rimane quindi caratterizzato da una certa volatilità, in quanto influenzato non solo dall'andamento economico (ad esempio da pressioni al rialzo in caso di aumento della domanda globale e dell'attività produttiva), ma anche dalle scelte dei principali produttori.

Prezzi delle materie energetiche e indice dei prezzi agricoli



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: maggio 2023.

In riferimento ai prezzi dei beni agricoli, la discesa registrata negli ultimi mesi del 2022 sembra essere ripresa, nonostante i valori siano ancora in linea (ma leggermente minori) con quelli dei mesi precedenti. Se da un lato la crescita dei prezzi sembra essersi sostanzialmente fermata, mostrando addirittura una variazione dei prezzi negativa negli ultimi mesi (anche se in parte dovuta ad un forte effetto base<sup>8</sup>), dall'altro è importante notare come il livello dei prezzi per questi beni rimanga ben sopra i livelli registrati dal 2015, creando potenziali instabilità globali sia dal punto di vista dell'inflazione sia dal punto di vista della sicurezza alimentare.<sup>9, 10</sup>

Un ulteriore punto da considerare nell'analisi dell'andamento dei prezzi a livello mondiale è quello che riguarda le frizioni e rallentamenti lungo le catene globali del valore. Analizzando alcuni dei principali indicatori, come il Global Supply Chain Pressure index e il Baltic Dry Index, il calo delle pressioni lungo le catene di fornitura sembrerebbe aver riportato un buon grado di normalizzazione. Questo dovrebbe quindi tradursi in minori pressioni sui prezzi, contribuendo ad un miglioramento dei tassi di inflazione a livello globale.

Assieme al minor costo dell'energia e all'alleggerimento delle pressioni lungo le catene di fornitura, un ulteriore elemento fondamentale che contribuisce al raggiungimento della stabilità dei prezzi è la politica monetaria implementata dalla maggior parte delle banche centrali mondiali. È importante a questo proposito segnalare come negli ultimi meeting i banchieri centrali abbiano confermato fermamente l'intenzione di mantenere una politica monetaria restrittiva, anche se rallentando (o fermando) l'innalzamento dei tassi di riferimento.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Dollari per barile.

<sup>6</sup> Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC). È l'insieme dei paesi esportatori di petrolio, il cui obiettivo è quello di coordinare e unificare le politiche petrolifere tra i Paesi membri, al fine di garantire prezzi equi e stabili per i produttori di petrolio, una fornitura efficiente, economica e regolare di petrolio ai Paesi consumatori e un'equa remunerazione del capitale per coloro che investono nel settore. I paesi attualmente membri dell'OPEC sono Algeria, Angola, Congo, Guinea Equatoriale, Gabon, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Venezuela. Per maggiori informazioni, [https://www.opec.org/opec\\_web/en/about\\_us/24.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/24.htm). L'OPEC+ è il

gruppo formato dai paesi OPEC e altri paesi esportatori di petrolio, di cui la Russia rappresenta uno dei principali esponenti.

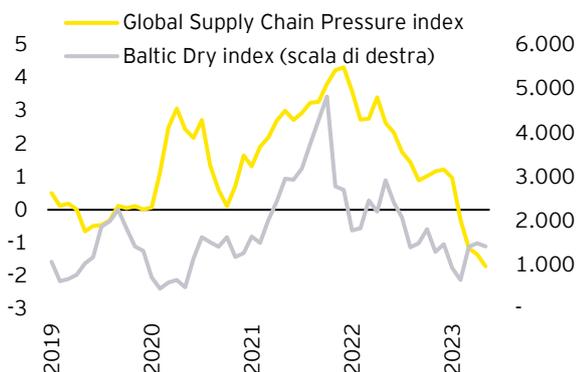
<sup>7</sup> 48th Meeting of the Joint Ministerial Monitoring Committee [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/7120.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7120.htm).

<sup>8</sup> Nella misura dell'inflazione si confrontano generalmente le variazioni dei prezzi da un anno all'altro. Nel 2022 i prezzi sono stati eccezionalmente alti a causa delle tensioni geopolitiche con la Russia. Confrontando i prezzi più bassi di oggi e con quei livelli molto più elevati, le differenze appaiono marcate. Questo fenomeno è noto come "effetto base".

<sup>9</sup> R., Vos, J., Glauber, M., Hernandez, D., Laborde (2021), COVID-19 and Rising Global Food Prices: What's Really Happening? IFPRI. Washington, DC.

<sup>10</sup> WFP & FAO. 2022. Hunger Hotspots: FAO-WFP early warnings on acute food insecurity. October 2022 to January 2023 Outlook.

### Global Supply Chain Pressure Index e Baltic Dry Index



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York e Baltic Dry index. Il *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) - ovvero l'indice creato dalla NY FED per monitorare le pressioni lungo le catene di fornitura - integra una serie di metriche comunemente utilizzate con l'obiettivo di fornire una sintesi delle potenziali interruzioni della catena di approvvigionamento (per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview>). Il Baltic Dry Index è un indice dei prezzi medi pagati per il trasporto di materiali su oltre 20 rotte (per maggiori informazioni si rimanda a <https://www.balticexchange.com/en/index.html>). Ultimo dato disponibile: maggio 2023.

Il 14 giugno la Federal Reserve (la banca centrale statunitense) ha deciso infatti di mantenere stabili i tassi di interesse per la prima volta dall'inizio del ciclo di stretta monetaria successivo alla pandemia, confermando così tassi ricompresi tra il 5 e 5,25%.<sup>11</sup>

Successivamente al meeting della Federal Reserve, il 15 giugno la Banca Centrale Europea ha invece deciso di proseguire il percorso di rialzo dei tassi di riferimento di 25 punti base, considerata la presenza ancora significativa di elementi di fondo che mantengono il tasso di inflazione su livelli ancora troppo elevati rispetto all'obiettivo del 2%.<sup>12</sup> I tassi sono così ricompresi in un range tra il 3,50% (*deposit facility rate*) ed il 4,25% (*marginal lending facility rate*).

Più decisa l'azione della Bank of England (BoE), che il 22 giugno ha deciso di aumentare il tasso di riferimento della politica monetaria di 50 punti

<sup>11</sup> Si fa riferimento al Federal Fund Rate. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230614a.htm>.

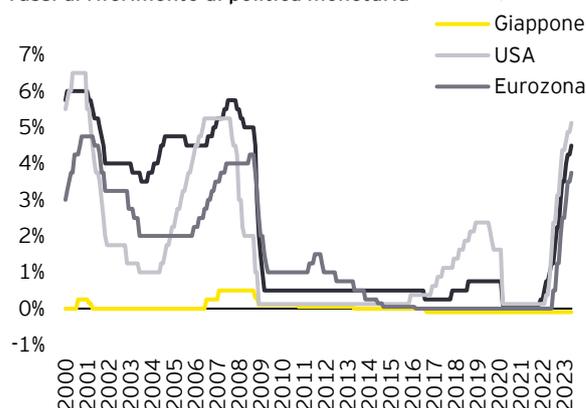
<sup>12</sup> Per maggiori informazioni, si veda <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230615~d34cddb4c6.en.html>.

<sup>13</sup> BoE Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting, June 2023. Per maggiori informazioni,

base portandolo così al 5,0%, in risposta ad un'inflazione complessiva che mostra un'alta persistenza (le attese di inflazione per maggio erano all'8,4%, 0,3 punti percentuali in meno rispetto a quanto effettivamente registrato, ovvero 8,7%)<sup>13</sup> ed un'inflazione di fondo in aumento.<sup>14</sup>

Uno dei canali tramite il quale l'aumento dei tassi di interesse riduce la variazione dei prezzi è attraverso l'aumento del costo del debito, il quale scoraggia gli investimenti, e riduce la domanda globale, impattando così indirettamente anche sull'andamento dei prezzi dell'energia. Gli effetti di questa politica monetaria restrittiva sembrano essere ancor più efficaci in caso di politiche monetarie restrittive "coordinate" (come nel caso attuale), grazie ad una riduzione della domanda mondiale di energia.<sup>15</sup>

### Tassi di riferimento di politica monetaria



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca dei Regolamenti Internazionali.

### La crescita nelle maggiori economie mondiali

In relazione all'andamento dell'economia americana, gli Stati Uniti hanno registrato una crescita del 0,5% nel primo trimestre del 2023 rispetto al trimestre precedente, dopo una crescita nell'ultimo trimestre del 2022 dello 0,6%. Nello specifico, il primo trimestre 2023 è stato caratterizzato da una crescita della spesa dei

<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/june-2023>.

<sup>14</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/june-2023>.

<sup>15</sup> Auclert, A., Monneray, H., Rognlie, M., and Straub, L. (2023), *Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy*. Mimeo, Stanford.

consumatori sia per beni che per i servizi, da una dinamica delle esportazioni dei beni robusta ma parzialmente compensata da una diminuzione delle esportazioni dei servizi, e da una flessione degli investimenti privati.<sup>16</sup>

Ad aprile 2023 la spesa per consumi in volume ha segnato una crescita modesta rispetto al mese precedente (0,2%), per segnare poi una crescita piatta a maggio (0,0%): questa performance è il risultato di una spesa per beni in calo (-0,4%, con i consumi per beni durevoli in riduzione dell'1,2%) ed una modesta crescita della spesa per i servizi (0,2%).<sup>17</sup> Nell'analizzare la dinamica degli ultimi mesi dei consumi negli USA, è inoltre importante tener conto che, a febbraio e marzo 2023, i consumi totali hanno segnato una crescita nulla con una frenata principalmente dei consumi di beni durevoli. Una timida crescita si è invece registrata per i servizi (0,1% a febbraio, 0,4% a marzo).

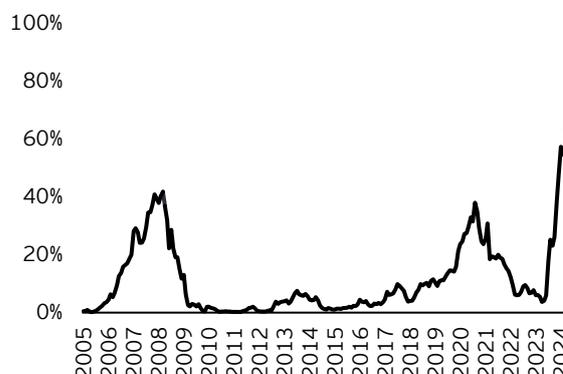
Questi dati si accompagnano ad un mercato del lavoro in crescita (con 339.000 occupati in più a maggio rispetto al mese precedente) ma con un tasso di disoccupazione in leggero aumento (al 3,7%).<sup>18</sup>

Appare debole, inoltre, la crescita congiunturale del comparto industriale e manifatturiero, che presentano una variazione del -0,2% e 0,1% rispettivamente a maggio 2023 rispetto al mese precedente (0,2% e -0,3% su base annua).<sup>19</sup> Il dato di produzione industriale assume ancora più rilevanza se confrontato con le attese degli analisti, che prevedevano una crescita, seppure modesta, dell'indice (0,1% su base mensile).

I *mixed signals* che arrivano dall'economia statunitense si traducono in aspettative di una possibile recessione nei prossimi trimestri, così come stimato, tra gli altri indicatori, anche tramite l'analisi della curva dei rendimenti.<sup>20</sup> Al momento la tesi maggiormente accreditata resta comunque quella di un *soft landing*, e non di una vera e propria recessione: i segnali rimangono contrastanti e ci costringono a guardare con

estrema attenzione verso l'altra sponda dell'Atlantico, per le potenziali ripercussioni anche sulle economie europee.

Probabilità di recessione a 12 mesi - USA



Fonte: Elaborazioni EY su dati Federal Reserve Bank of New York. La probabilità di recessione negli Stati Uniti nei prossimi dodici mesi si basa sulla pendenza della curva dei rendimenti, o "term spread". Il term spread è definito come la differenza tra i tassi del Tesoro a 10 anni e quello a 3 mesi.

Alle aspettative di recessione si aggiungono, inoltre, le ultime stime della Federal Reserve di New York di maggio 2023, che indicano una crescita media del PIL nei prossimi quattro trimestri compreso tra un range di -2,1% e +2,3%, con una mediana dello 0,19%,<sup>21</sup> sottolineando ulteriormente la forte incertezza e un andamento comunque debole dell'attività economica.

In riferimento alle altre principali economie globali, si registra una crescita non particolarmente significativa per il Regno Unito, dove la stima trimestrale del PIL mostra una crescita dello 0,1% nel primo trimestre 2023.<sup>22</sup> I dati congiunturali mostrano inoltre una situazione non in miglioramento: in aprile il settore dei servizi ha registrato una debole crescita su base mensile (0,3%) dopo una contrazione nel mese precedente (0,5%).<sup>23</sup> In contrazione il settore delle costruzioni (-0,6%) e l'industria (-0,3%,

<sup>16</sup> Gross Domestic Product (Third Estimate), Corporate Profits (Revised Estimate), and GDP by Industry, First Quarter 2023, <https://www.bea.gov/news/2023/gross-domestic-product-third-estimate-corporate-profits-revised-estimate-and-gdp-industry>.

<sup>17</sup> Bureau of Economic Analysis, Personal Income and Outlays, May 2023, <https://www.bea.gov/news/2023/personal-income-and-outlays-may-2023>.

<sup>18</sup> U.S. Bureau of Labor Statistics, Employment Situation Summary, giugno 2023. Per maggiori informazioni, <https://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm>.

<sup>19</sup> Industrial Production and Capacity Utilization, giugno 2023. Per maggiori informazioni, <https://www.federalreserve.gov/releases/g17/current/default.htm>.

<sup>20</sup> Per maggiori informazioni,

[https://www.newyorkfed.org/research/capital\\_markets/ycfaq#/](https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq#/).

<sup>21</sup> 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>.

<sup>22</sup> Office for National Statistics (ONS), GDP first quarterly estimate, UK: January to March 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpfirstquarterlyestimateuk/januarytomarch2023>.

<sup>23</sup> Office for National Statistics, Index of Services, UK: April 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofservices/april2023>.

trainata da una riduzione dello 0,3% nel settore manifatturiero).<sup>24, 25</sup> Dati poco incoraggianti provengono inoltre dall'andamento dei consumi del primo trimestre (crescita sostanzialmente nulla rispetto al trimestre precedente), e da un tasso di inflazione che continua a rimanere elevato: a maggio, infatti, si è registrato un tasso complessivo (*headline*) dell'8,7% (simile a quanto registrato ad aprile e 0,3 punti percentuali in più rispetto alle attese), mentre l'inflazione di fondo (*core*) continua a crescere (7,1% a maggio 2023 contro il 6,8% di aprile 2023).<sup>26</sup> Anche il Regno Unito dimostra quindi una situazione complessa, aggiungendo ulteriori difficoltà al quadro internazionale e europeo, considerato che ad una crescita debole corrisponde una minore richiesta di beni esteri, e quindi un rallentamento del commercio internazionale.

Con il ritorno alla normalità delle attività economiche e sociali in Cina, la crescita annuale per la maggior parte degli indicatori di produzione e di domanda è migliorata, anche se in leggero rallentamento. L'andamento dei servizi e il consumo di beni hanno registrato una rapida ripresa, mentre l'occupazione e i prezzi sono rimasti generalmente stabili (0,2% a maggio 2023, dopo lo 0,1% registrato ad aprile). A maggio, per esempio, l'indice di produzione dei servizi è aumentato dell'11,7% rispetto all'anno precedente, con una riduzione di 1,8 punti percentuali rispetto alla crescita registrata nel mese precedente. Dall'altro lato, il PMI manifatturiero rimane sotto il livello di espansione (50), attestandosi a 48,8, segnalando quindi una certa debolezza nel settore, con possibili ripercussioni globali.<sup>27</sup>

Interessante anche notare come anche le vendite al dettaglio dei beni di consumo abbiano registrato una decelerazione della crescita su base annua nel mese di maggio 2023 (12,7%) rispetto al mese precedente (18,4%).

A sostegno dell'attività economica, la banca centrale ha intrapreso una politica monetaria di

riduzione dei tassi. Il Loan Prime Rate (LPR) ed il Medium-term Lending Facility (MLF), ovvero i due principali tassi di riferimento di politica monetaria cinese, si attestano rispettivamente al 3,55% e 2,65% a giugno 2023 (questi tassi erano fermi al 3,65% e 2,75% dai mesi di agosto/luglio 2022).<sup>28</sup>

Lo scenario complessivo per l'economia cinese sembra robusto ma presenta comunque un accenno di debolezza, nonostante la costante ripresa dopo la crisi pandemica. Considerato il peso di questa economia e la sua strategicità a livello globale, una ripresa lenta dell'attività economica si traduce in una ripresa a ritmi più lenti dell'economia globale nel suo complesso.



<sup>24</sup> Office for National Statistics, Construction output in Great Britain: April 2023, <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/constructionindustry/bulletins/constructionoutputingreatbritain/april2023/pdf>.

<sup>25</sup> Office for National Statistics, Index of Production, UK: April 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/economicoutputandproductivity/output/bulletins/indexofproduction/april2023>.

<sup>26</sup> Office for National Statistics, Consumer price inflation, UK: May 2023, <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/may2023/pdf>.

<sup>27</sup> National Bureau of Statistics of China, National Economy Continued to Recover in May, giugno 2023, [http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202306/t20230615\\_1940633.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202306/t20230615_1940633.html).

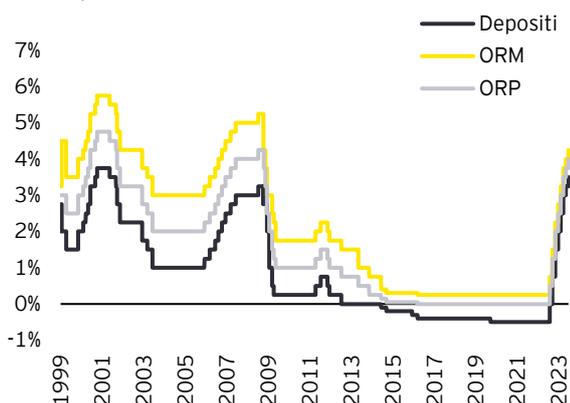
<sup>28</sup> Loan Prime rate (LPR) è il tasso preso a riferimento dalle banche commerciali per definire il costo dei prestiti ai clienti con gli standard di credito più elevati; Medium-term lending facility (MLF) è il tasso al quale le banche commerciali e altre banche (quale la China Development Bank) prendono a prestito dalla banca centrale nel medio termine. Per maggiori informazioni, <http://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688335/3883798/index.html>.

# Il quadro europeo

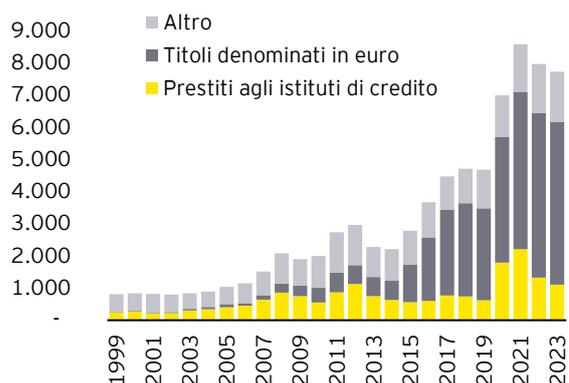
## Politica monetaria, prezzi e credito bancario

L'aumento dei tassi di interesse nell'Eurozona continua, ma ad un ritmo più lento. Il 15 giugno 2023 il consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare di 25 punti base i tassi di interesse chiave di politica monetaria. 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 centrale<sup>29</sup> sono stati portati rispettivamente al 4,00%, al 4,25% e al 3,50%, con effetto dal 21 giugno 2023.<sup>30</sup> La portata dell'ultimo aumento dei tassi è in linea con quello sperimentato nell'ultimo meeting di maggio 2023, ma minore di quello del meeting di marzo.<sup>31</sup> Nonostante il momentaneo arresto dell'innalzamento dei tassi da parte della Federal Reserve, per l'Eurozona non si escludono incrementi futuri.

Tassi di politica monetaria - BCE



BCE - principali voci di bilancio



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca Centrale Europea. ORM = operazioni di rifinanziamento marginale; ORP = operazioni di rifinanziamento principale. Il tasso sui depositi fa riferimento ai depositi presso la banca centrale. Voci di bilancio - prestiti agli istituti di credito: si considerano i prestiti agli istituti di credito dell'area dell'euro connessi a operazioni di politica monetaria denominati in euro (tra le diverse voci rientrano le operazioni di rifinanziamento principali e LTRO); titoli denominati in euro: si considerano i titoli denominati in euro di residenti nell'area dell'euro (tra le diverse voci rientrano le attività acquisite per finalità di politica monetaria); altro: tra le diverse voci rientrano l'oro e i crediti denominati in valuta estera verso residenti e non residenti nell'area dell'euro. L'ultimo dato disponibile per il 2023 fa riferimento al *weekly financial statement* del 27 giugno 2023.

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, avendo previsto una riduzione delle attività nel portafoglio APP (Asset Purchase Programme) ad un ritmo di 15 miliardi di euro al mese in media fino alla fine di giugno 2023. Il Consiglio direttivo prevede poi di interrompere i reinvestimenti nell'ambito dell'APP a partire da luglio 2023. Per quanto riguarda il programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP), il Consiglio direttivo intende reinvestire i pagamenti del capitale provenienti dai titoli in scadenza acquistati

<sup>29</sup> 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](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.it.html).

<sup>30</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230615-d34cddb4c6.en.html>.

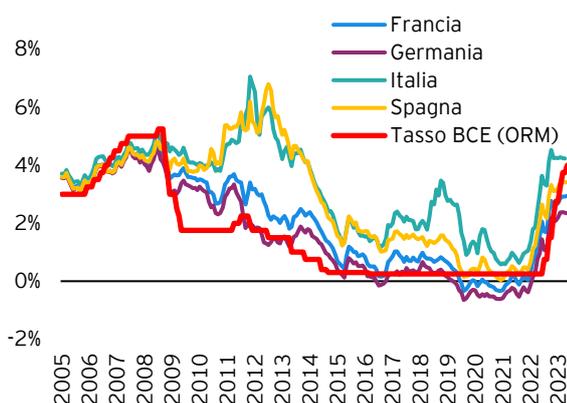
<sup>31</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/shared/pdf/ecb.ds230316-34822c9f1d.en.pdf>.

nell'ambito del programma almeno fino alla fine del 2024, prevedendo un certo grado di flessibilità nel reinvestimento dei rimborsi in scadenza nel portafoglio PEPP, al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria legati alla pandemia.

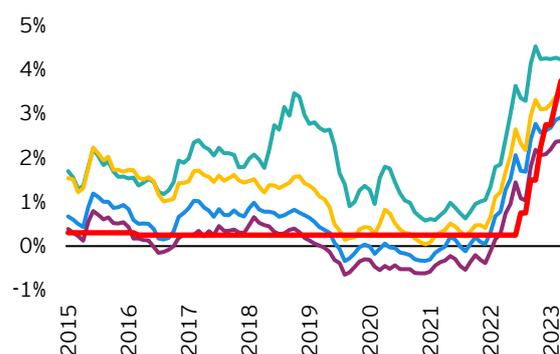
Oltre alla riduzione del bilancio della banca centrale, il processo di *quantitative tightening* (QT)<sup>32</sup> ha ulteriori impatti da considerare, quali ad esempio l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine. A questo proposito è stato stimato che una riduzione del bilancio di 60 miliardi di dollari al mese comporta un incremento dei tassi di interesse a lungo termine pari a 9 punti base. È inoltre importante considerare come la riduzione del bilancio della banca centrale comporti una riallocazione settoriale degli asset, con risposte diverse a seconda dell'elasticità della domanda di ciascun settore al variare dei rendimenti.<sup>33</sup>

Accanto a questi strumenti volti al mantenimento della stabilità dei prezzi, la BCE affianca ulteriori strumenti mirati alla stabilità finanziaria all'interno dell'Eurozona. Questo è l'obiettivo, ad esempio, del programma Transmission Protection Instrument (TPI), volto ad evitare la frammentazione dei mercati finanziari e a garantire una trasmissione fluida dell'orientamento di politica monetaria. Questo strumento consente l'acquisto di titoli del settore pubblico, ma solo nelle giurisdizioni che soddisfino un elenco di criteri di ammissibilità. La semplice possibilità di attivare il TPI ha contribuito ad arrestare l'aumento disordinato e ingiustificato degli spread tra i diversi titoli di stato dell'Eurozona.<sup>34</sup>

Tassi di rendimento a 10 anni e tasso BCE



Tassi di rendimento a 10 anni e tasso BCE - zoom 2015-2023



Fonte: Elaborazioni EY su dati OCSE e BCE. ORM = operazioni di rifinanziamento marginale. Ultimo dato disponibile: maggio 2023.

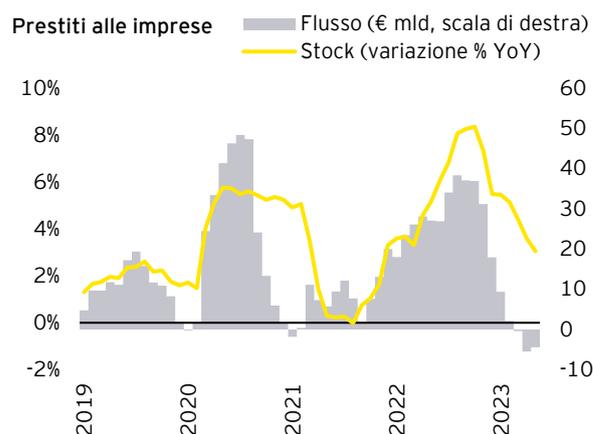
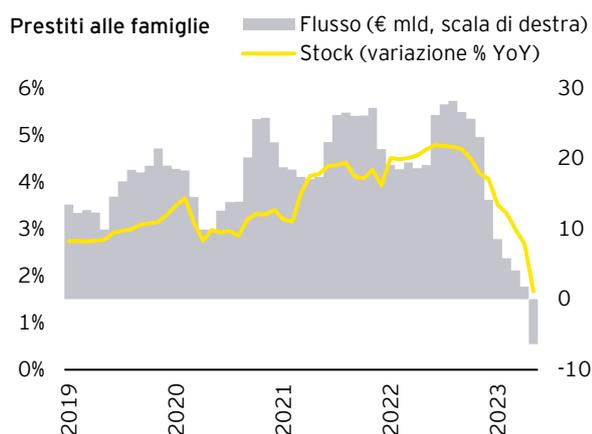
Tra i diversi impatti che un aumento dei tassi di interesse ha sulle economie dell'Eurozona, è importante focalizzarsi sulle implicazioni relative all'andamento del credito nei paesi membri. Dal primo rialzo dei tassi a metà del 2022, infatti, il costo medio del credito per le famiglie dell'Eurozona ha registrato un aumento di circa 1,2 punti percentuali, passando dal 2,2% di luglio 2022 a 3,4% ad aprile 2023. Rialzo ancora più pronunciato per le imprese, che hanno visto il costo medio del credito passare dall'1,8% al 4,4% (con un relativo aumento di 2,6 punti percentuali).<sup>35</sup>

<sup>32</sup> Il termine "quantitative tightening" si riferisce al processo di riduzione del bilancio di una banca centrale attraverso la riduzione delle attività acquisite durante operazioni che rientrano nel processo di "quantitative easing". Per maggiori informazioni, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/741490/IPOL\\_STU\(2023\)741490\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/741490/IPOL_STU(2023)741490_EN.pdf).

<sup>33</sup> Eren, E., Schrimpf, A., Xia, F., D. (2023), The demand for government debt, BIS Working Papers, No 1105. Lo studio è stato condotto sull'economia statunitense, ma i risultati sono simili per l'Eurozona, come specificato dagli autori.

<sup>34</sup> ECB, Monetary and financial stability - can they be separated?, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230519~de2f790b1c.en.html>.

<sup>35</sup> Per le famiglie si considera il costo medio dei finanziamenti per l'acquisto di una casa, calcolato come media mobile a 24 mesi sull'aggregazione dei tassi a breve e lungo termine sui nuovi volumi; per le imprese si fa riferimento al costo medio dei prestiti bancari.



Fonte: Elaborazioni EY su dati BCE. I prestiti alle famiglie comprendono anche le società senza scopo di lucro. Per imprese ci si riferisce alle organizzazioni non finanziarie. I flussi sono rappresentati come media mobile a sei periodi. Ultimo dato disponibile: maggio 2023.

Gli stock complessivi dei prestiti riferiti alle famiglie e alle imprese presso le banche dell'Eurozona stanno, infatti, sperimentando una decelerazione della loro crescita. Questa decelerazione ha caratterizzato dapprima le famiglie, le quali hanno registrato, nella seconda metà del 2022, un'inversione del trend in corso dal 2018. Risulta simile il quadro per le imprese.

La velocità di riduzione dei flussi di prestiti è significativa anche in prospettiva storica. A questo proposito, se si considera il lasso temporale tra l'ultimo dato disponibile (maggio 2023) e il picco post-pandemia (settembre 2022), si nota come, nell'intervallo di 9 mesi, per le famiglie questa contrazione sia maggiore di quella sperimentata nel 2009 a seguito della crisi finanziaria, la più importante mai registrata in Eurozona. Una situazione simile si registra inoltre per le imprese non finanziarie.<sup>36</sup>

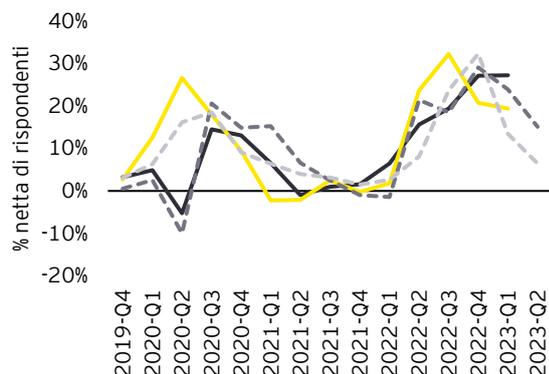
Un'immagine simile a quella descritta è mostrata anche dalle indagini condotte dalle banche centrali dell'Eurosistema. Secondo l'indagine sui prestiti bancari ("*Bank Lending Survey*", o BLS) condotta nell'Eurozona,<sup>37</sup> la maggior parte delle banche ha continuato negli ultimi trimestri ad inasprire le condizioni di credito nei confronti delle famiglie e delle imprese, in taluni casi anche più di quanto previsto nelle edizioni precedenti dell'indagine. È questo, ad esempio, il caso dell'offerta di crediti alle famiglie nel secondo e terzo trimestre del 2022; la tendenza ha visto tuttavia un'inversione parziale nell'ultimo trimestre del 2022 e nel primo trimestre del 2023. Nel secondo trimestre del 2023 ci si attende però un ulteriore inasprimento. Diverse sono le cause alla base del fenomeno registrato negli ultimi trimestri: a questo proposito è possibile individuare sia caratteristiche generali che aspetti più specifici. Nel primo caso, l'elemento di maggiore preoccupazione delle banche dell'Eurozona è la condizione generale dell'economia dei diversi paesi; a questo si affiancano anche delle ragioni più specifiche legate all'andamento di alcuni settori economici.<sup>38</sup>

<sup>36</sup> Per l'analisi dei flussi si considerano le medie mobili a tre periodi.

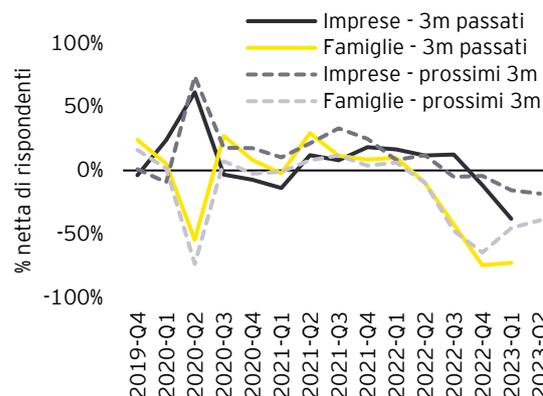
<sup>37</sup> La *Bank Lending Survey* (BLS) fornisce informazioni sulle condizioni del credito bancario nell'area dell'euro. Essa integra le statistiche esistenti con informazioni sull'offerta e sulla domanda di prestiti alle imprese e alle famiglie. L'indagine fornisce un contributo alla valutazione degli sviluppi monetari ed economici effettuata dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE), che alimenta il processo decisionale in materia di politica monetaria. Il BLS viene condotto quattro volte l'anno. Per maggiori informazioni, [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html).

<sup>38</sup> The euro area bank lending survey - First quarter of 2023, [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.blssurvey2023q1~22c176b442.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2023q1~22c176b442.en.html).

### Inasprimento condizioni di credito - Eurozona



### Domanda di credito - Eurozona



Fonte: Elaborazioni EY su dati BCE (Bank Lending Survey, BLS). L'indagine fa riferimento al primo trimestre del 2023. Condizioni di credito (grafico a sinistra): le percentuali rappresentano la percentuale netta tra le banche che hanno inasprito le condizioni di credito e le banche che le hanno rese meno stringenti. Il dato fa riferimento sia a quanto sperimentato nei precedenti tre mesi, sia a cosa ci si aspetta nei tre mesi successivi. Tanto maggiore la percentuale, tanto maggiore il numero di banche che richiederà degli standard più restrittivi per elargire il credito. Domanda di credito: le percentuali rappresentano la percentuale netta di banche che registrano un aumento della domanda di credito e le banche che registrano una diminuzione. Il dato fa riferimento sia a quanto sperimentato nei tre mesi precedenti, sia a cosa ci si aspetta nei tre mesi successivi. In entrambi i grafici, i dati riferiti ai tre mesi successivi sono stati portati avanti di un trimestre. Il dato per le famiglie si riferisce all'offerta e alla domanda di credito relativo all'acquisto di una casa.

In riferimento alla domanda di credito da parte delle famiglie e delle imprese, dall'inizio della stretta monetaria applicata dalla BCE dalla seconda metà del 2022 le banche hanno registrato un continuo calo della richiesta di prestiti. Le prime a reagire in questo senso sono state le famiglie, seguite dalle imprese. Le attese delle banche nell'Eurozona sono comunque quelle di una graduale ripresa nel prossimo trimestre della domanda di prestiti.

Come per l'offerta di credito, anche la domanda è influenzata da numerosi fattori, alcuni di carattere più generale ed altri più specifici. In riferimento alla domanda da parte delle imprese, i maggiori tassi di interesse rappresentano uno dei principali ostacoli che gli operatori devono affrontare, assieme ad una contestuale riduzione degli investimenti fissi. Situazione simile per le famiglie, le quali sono scoraggiate dai tassi di interesse elevati e da un generale peggioramento della fiducia dei consumatori.<sup>39</sup>

La stretta monetaria contribuisce quindi ad un rallentamento dell'attività economica attraverso il canale creditizio nell'Eurozona, dove il PIL è atteso crescere dello 0,9% nel 2023 secondo le ultime previsioni della Banca Centrale Europea (0,8% invece le previsioni del Fondo Monetario Internazionale, come mostrato all'inizio del documento), ovvero 0,1 punti percentuali in meno rispetto a quanto previsto dalla BCE a marzo 2023.<sup>40</sup> A pesare sulla revisione della previsione sono in particolar modo le prospettive relative ai consumi (che passano da una crescita prevista a marzo dello 0,7% per il 2023 ad una crescita dello 0,2%), in parte compensati da un contributo positivo maggiore della domanda estera e riduzione delle importazioni. La crescita delle esportazioni per il 2023 passa infatti da una previsione del 3,4% al 2,7%, mentre le importazioni passano da 3,0% a 1,4%, il che da un lato si traduce in un maggiore contributo positivo della domanda estera, e dall'altro mostra un commercio internazionale in rallentamento.

Se da un lato l'aumento dei tassi di interesse riduce l'attività economica, dall'altro la politica monetaria restrittiva sta effettivamente contribuendo a ridurre l'aumento del livello dei prezzi: è stato, infatti,

<sup>39</sup> In questo contesto la fiducia dei consumatori fa riferimento alle valutazioni della situazione finanziaria passata e attuale delle famiglie e le conseguenti prospettive (di reddito) per il futuro, le valutazioni della situazione politica ed economica generale passata e attuale e le conseguenti prospettive per il futuro e le valutazioni sull'opportunità di effettuare investimenti residenziali.

<sup>40</sup> ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2023, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

stimato<sup>41</sup> che nel 2022 la maggiore stretta dei tassi da parte della BCE ha comportato una riduzione del tasso di inflazione nell'Eurozona di circa 50 punti base. L'effetto massimo è atteso registrarsi nel 2024, e complessivamente nei tre anni compresi tra il 2023 e 2025 ci si attende una riduzione di circa 2 punti percentuali di inflazione.<sup>42</sup>

Nell'approfondire la dinamica dei prezzi nell'Eurozona, è importante sottolineare come lo scenario descritto sia uno scenario rappresentativo dell'Eurozona nel suo complesso, ma poco dice in merito alle singole economie. Tassi di inflazione a diverse velocità, a loro volta collegati ad un diverso impatto economico della guerra Russia-Ucraina nei paesi dell'Eurozona, rischiano infatti anche di ostacolare il processo di convergenza delle economie dell'Eurozona e dell'Unione Europea più in generale. In quest'ultima, infatti, "il ritmo di convergenza, ovvero la differenza nella crescita del PIL pro capite tra la media dell'UE e i 16 paesi dell'UE con livelli di reddito pro capite inferiori alla media dell'UE, si è ridotto a seguito della pandemia, passando da una media del 1,6% annuo nel periodo 2015-2019 a 1,1% nel periodo 2021-2022, implicando una convergenza più lenta con il reddito medio dell'UE." <sup>43</sup>

In riferimento all'andamento del tasso di inflazione nell'Eurozona, è interessante notare come l'inflazione *core* (ovvero la componente di fondo)<sup>44</sup> abbia registrato negli ultimi mesi dei valori maggiori rispetto all'inflazione *headline* (inflazione che considera tutti i beni del paniere utilizzato per monitorare l'andamento dei prezzi). Un fenomeno simile si è avuto durante la crisi pandemica, quando il prezzo dell'energia si è ridotto significativamente a causa del rallentamento dell'attività economica mondiale: un tasso di inflazione *core* maggiore del tasso di inflazione *headline* sta ad indicare, infatti, un tasso di variazione della componente di fondo superiore a quella dell'energia e/o dei beni alimentari freschi.

Nelle ultime rilevazioni, la componente di fondo registra una riduzione della crescita tendenziale (rispetto quindi allo stesso mese dell'anno precedente) dopo il picco raggiunto a marzo 2023 (7,6%), attestandosi al 6,9% a maggio 2023. La componente di fondo è ancora trainata dall'andamento del prezzo dei servizi (5,1% il tasso di inflazione dei servizi a maggio 2023), mentre la componente dei beni alimentari (esclusi i beni alimentari freschi) registra un rallentamento del tasso di crescita, nonostante in termini complessivi si mostri ancora particolarmente persistente.<sup>45</sup>

---

<sup>41</sup> La stima utilizza una serie di modelli: due modelli DSGE strutturali (NAWM II e MMR) e un modello semi-strutturale su larga scala (ECB-BASE). Per informazioni dettagliate sul modello NAWM II si veda Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", Working Paper Series, n. 2200, BCE, novembre 2018 (rivisto a dicembre 2019); per informazioni sul modello MMR si veda Mazelis, F., Motto, R. e Ristinieni, A., "Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB", Working Paper Series, n. 2797, BCE, marzo 2023; per informazioni dettagliate sul modello BCE-BASE, cfr. Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", Working Paper Series, n. 2315, BCE, settembre 2019.

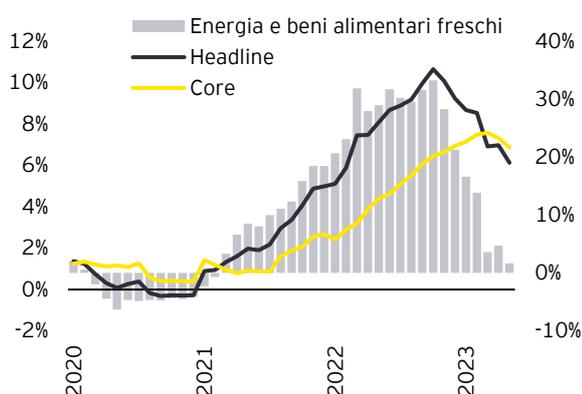
<sup>42</sup> ECB, A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021, [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202303\\_06-b2bdf5cda.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202303_06-b2bdf5cda.en.html).

<sup>43</sup> World Bank, Energizing Europe, EU regular economic report 9, <https://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/eurer>.

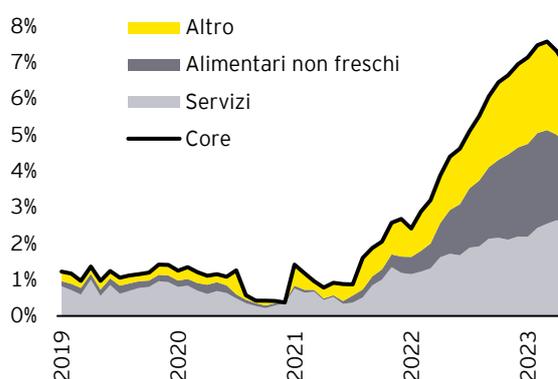
<sup>44</sup> Si fa riferimento alla definizione di inflazione di fondo dell'ISTAT, che considera l'indice dei prezzi al consumo al netto delle variazioni dei beni energetici e dei beni alimentari freschi.

<sup>45</sup> ECB, Challenges for monetary policy at times of high inflation, aprile 2023, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230419\\_1~03b3c404b1.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230419_1~03b3c404b1.en.pdf).

Tasso di inflazione - var. % YoY



Contributi all'inflazione core - Eurozona



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: maggio 2023.

Nell'analizzare l'andamento dell'inflazione nell'Eurozona e nei singoli paesi, è importante considerare anche il ruolo che le singole scelte di politica fiscale poste in essere negli ultimi anni hanno avuto nel determinarne l'andamento. In modo simile a quanto avvenuto nelle altre principali economie globali, l'Eurozona è stata infatti caratterizzata da importanti stimoli fiscali, prima per contrastare gli effetti negativi della crisi pandemica, e successivamente per far fronte alla crisi energetica.

In riferimento al primo punto, le quattro maggiori economie hanno posto in essere misure per un ammontare che oscilla dal 3% del PIL per l'Italia, all'8% della Germania, passando per il 4% della Spagna e il 5% della Francia (percentuali che crescono significativamente se si considerano anche le garanzie a sostegno di liquidità di varia natura e la posticipazione di alcuni pagamenti, quali tasse e contributi sociali).<sup>46</sup> In riferimento al secondo aspetto (risposta fiscale allo shock energetico), le risorse complessive oscillano tra il 7,4% del PIL per la Germania, al 5,2% dell'Italia, al 3,7% e 3,4% della Francia e Spagna rispettivamente.<sup>47</sup>

Questi impulsi fiscali in risposta degli shock hanno probabilmente anche avuto un ruolo nello spiegare la persistenza dell'inflazione dei diversi paesi in analisi: è stato infatti recentemente dimostrato come, se da un lato gli stimoli fiscali non finanziati permettono di sostenere la ripresa e ridurre le pressioni deflazionistiche, dall'altro aggiungono un certo grado di persistenza all'inflazione.<sup>48</sup>

La crescita del livello dei prezzi dei servizi è inoltre in parte legata all'andamento delle retribuzioni nello stesso settore. Nell'Eurozona, infatti, dal 2022 si è registrato un continuo aumento del costo del lavoro nel settore,<sup>49</sup> simile a quello registrato per il livello dei prezzi dei servizi. A titolo di esempio, si noti come nel settore del commercio all'ingrosso e al dettaglio, trasporti e *accommodation*, l'incremento medio annuale del costo del lavoro tra l'inizio del 2022 ed il primo trimestre del 2023 sia stato pari al 10,1%, contro una media del 3,9% tra il 2018 ed il 2019; allo stesso modo, negli stessi periodi nel settore ICT si è registrata una crescita del 9,6% contro una crescita media 2018-2019 del 6,9%, mentre nel settore delle

<sup>46</sup> Bruegel, The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus, novembre 2020 <https://www.bruegel.org/dataset/fiscal-response-economic-fallout-coronavirus>.

<sup>47</sup> Bruegel, National fiscal policy responses to the energy crisis, marzo 2023, <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>.

<sup>48</sup> Bianchi, F., Faccini, R., Melosi, L. (2023), A Fiscal Theory of Persistent Inflation, The Quarterly Journal of Economics, qjad027, <https://doi.org/10.1093/qje/qjad027https://doi.org/10.1093/qje/qjad027>.

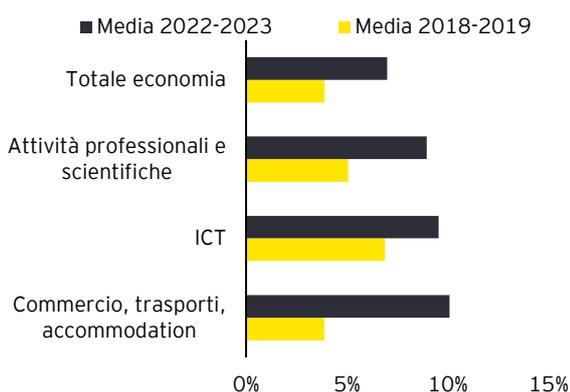
<sup>49</sup> Il costo del lavoro è dato dalla somma della retribuzione lorda e dei contributi sociali. Per maggiori informazioni, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Compensation\\_of\\_employees](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Compensation_of_employees). Si fa riferimento ai codici ATECO G-I, J, M, N, considerando anche il commercio al dettaglio.

attività professionali i due tassi di crescita si attestano al 9,0% e 5,1%.<sup>50</sup> La crescita del costo del lavoro è stata quindi significativa negli ultimi trimestri e contribuisce al mantenimento di tassi di inflazione elevati.

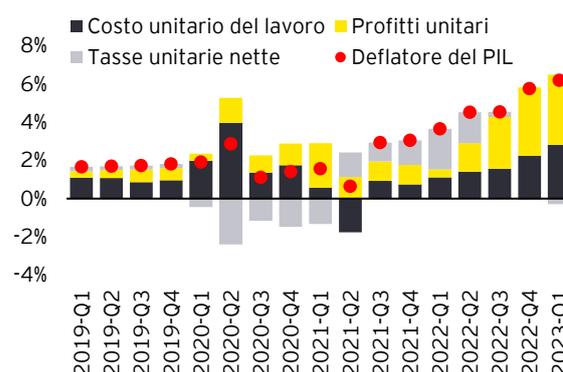
Oltre alle dinamiche retributive, è importante considerare un secondo elemento che sembra aver assunto, nell'ultimo periodo, una certa rilevanza. Scomponendo infatti il deflatore del PIL<sup>51</sup> nelle sue componenti principali dal lato del reddito,<sup>52</sup> i profitti unitari sembrano aver rappresentato un elemento non trascurabile nella spiegazione dell'andamento dei prezzi negli ultimi trimestri. Dallo scoppio della pandemia, infatti, le catene di approvvigionamento globali sono state soggette a forti pressioni e i prezzi dell'energia 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:<sup>53</sup> 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.<sup>54</sup>

Un aumento dei prezzi superiore a quanto necessario per assorbire i costi più elevati può alimentare ulteriormente l'inflazione, costringendo la Banca Centrale Europea a mantenere una politica monetaria restrittiva per un periodo più lungo.

Costo del lavoro - Eurozona, var. YoY



Contributi alla crescita del deflatore del PIL - Eurozona



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. Per la variazione del costo del lavoro l'ultimo dato disponibile è il primo trimestre del 2023.

Su questo tema, è importante però fare luce su alcuni elementi fondamentali, per non commettere l'errore di attribuire un valore di causalità ad un fenomeno che in molti casi è di natura contabile e di distribuzione del reddito, è meno marcato di quanto sembri se visto in prospettiva storica (non guardando quindi solo ai

<sup>50</sup> Si fa riferimento ai settori classificati come G-I nella classificazione NACE Rev. 2 (*Wholesale and retail trade, transport, accommodation and food service activities*), J (*Information and communication*), e M\_N (*Professional, scientific and technical activities; administrative and support service activities*).

<sup>51</sup> 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>.

<sup>52</sup> 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 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](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Income_approach).

<sup>53</sup> ECB, Inflation and monetary policy, maggio 2023,

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230508-7014c100eb.en.pdf?57d7ec165307b4e2182ad256dca0d992>.

<sup>54</sup> Firms' profits: cure or curse?, <https://www.esm.europa.eu/blog/firms-profits-cure-or-curse>. <https://www.esm.europa.eu/blog/firms-profits-cure-or-curse>.

trimestri in corso, ma attendendosi un possibile ribaltamento della situazione nei prossimi), ed è caratterizzato da una fortissima eterogeneità settoriale. Il fenomeno era ad ogni modo prevedibile in quanto in linea con le regolarità storiche (si prendano come esempio le crisi petrolifere degli anni '70 e '80, in cui si è assistito a fenomeni simili).

A questo riguardo, un recente *paper* dell'IMF pone l'attenzione su alcuni elementi importanti.<sup>55</sup> Attraverso una scomposizione del deflatore dei consumi e non solo del deflatore del PIL, tenendo quindi conto in modo più preciso della componente estera, viene mostrato che i prezzi all'importazione, oltre ai profitti, rappresentano una parte importante della variazione media del deflatore dei consumi nell'Eurozona nel corso dell'ultimo anno. L'aumento dei profitti è stato maggiore nei settori più influenzati dall'aumento dei prezzi delle materie prime, e in quelli esposti agli squilibri tra domanda e offerta. I dati mostrano che le imprese, in media, hanno subito meno lo shock dei costi e se la sono cavata relativamente meglio dei lavoratori, ma i dati disponibili ad oggi non indicano un aumento diffuso dei margini nell'Eurozona. In prospettiva, secondo gli autori, sarà necessaria una normalizzazione delle quote di profitto per raggiungere l'obiettivo del 2% di inflazione entro i prossimi due anni; in alternativa le pressioni salariali si sommeranno a tale dinamica rendendo più difficile il rientro dell'inflazione. È importante quindi che la politica monetaria riesca ad ancorare le aspettative di inflazione all'obiettivo, in modo tale che i lavoratori e le imprese si stabilizzino su una fissazione dei prezzi relativa coerente con la disinflazione.

Inoltre, come ricordato in un recente lavoro sullo stesso tema pubblicato dalla Banca D'Italia<sup>56</sup>, le quote di profitto non sono calcolate relativamente ai ricavi totali, ma relativamente al valore aggiunto, che esclude il valore dei beni intermedi. Pertanto, quando il prezzo relativo dei beni intermedi aumenta, il valore aggiunto può crescere meno dei ricavi totali e quindi anche il rapporto tra profitti e valore aggiunto potrebbe aumentare, anche se le strategie di prezzo delle imprese non sono cambiate. Un aumento della quota di profitto è quindi compatibile anche con un calo dei margini (come è successo in alcuni settori), e non si tratterebbe certo quindi in questo caso di "*greedflation*".

La presenza delle due dinamiche, di aumento dei prezzi per il mantenimento dei profitti da parte delle imprese e di adeguamento delle richieste salariali da parte dei lavoratori per recuperare le perdite di potere d'acquisto, mantengono comunque alta la tensione al rialzo per i prezzi nell'Eurozona. E la relazione che si rafforza reciprocamente tra tentativo di mantenimento dei margini e salari nominali più alti rischia di tradursi in un *second-round* di inflazione, con il rischio di una spirale inflattiva verso l'alto. Questo potrebbe, in ultima istanza, allontanare le aspettative di inflazione a lungo termine dall'obiettivo del 2% fissato dalla BCE.<sup>57</sup>

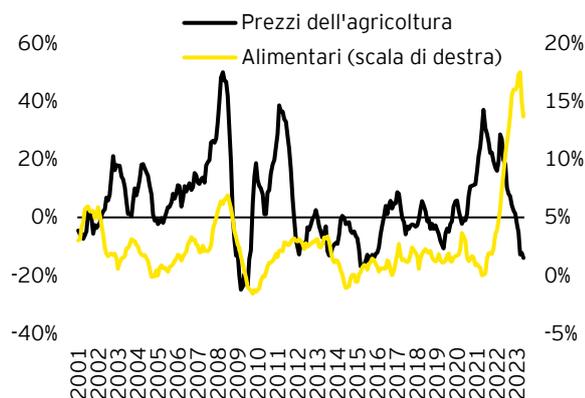
---

<sup>55</sup> Hansen, N. J., Toscani, F., & Zhou, J. (2023). Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages. IMF Working Paper No. WP/2023/131

<sup>56</sup> Colonna, F., Torrini, R., & Viviano, E. (2023). The profit share and firm markup: how to interpret them? Bank of Italy Occasional Paper, (770).

<sup>57</sup> How tit-for-tat inflation can make everyone poorer, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230330~00e522ecb5.en.html>.

### Indice dei prezzi alimentari - var. YoY



Nell'analisi dell'andamento dei prezzi un ruolo importante è ricoperto dalla componente degli alimentari (che rappresentano al 2022 circa il 16% del totale del paniere considerato per la stima dell'aumento dei prezzi).

Incrociano l'andamento della variazione dei prezzi dei beni alimentari per l'Eurozona con l'indice dei prezzi dell'agricoltura prodotto dalla World Bank,<sup>58</sup> è interessante inoltre notare come quello che ci si aspetta per i prossimi mesi possa essere una riduzione ancora più significativa del tasso di inflazione del settore, fino al raggiungimento di un contributo negativo all'indice complessivo.

Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat. L'indice dei prezzi alimentari fa riferimento all'Eurozona. L'Indice dei prezzi dell'agricoltura misura la variazione mensile dei prezzi dei beni agricoli, e considera nello specifico le voci "beverage", "food", e "raw materials". Per maggiori informazioni, <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>. Ultimo dato disponibile: maggio 2023.

Mettendo insieme le due serie storiche si nota come in generale l'indice della World Bank sembri anticipare l'andamento dell'inflazione degli alimenti di circa dieci mesi.<sup>59</sup> Questo potrebbe quindi tradursi in una ulteriore riduzione dell'indice dei prezzi nel medio periodo.

### Gli indicatori congiunturali

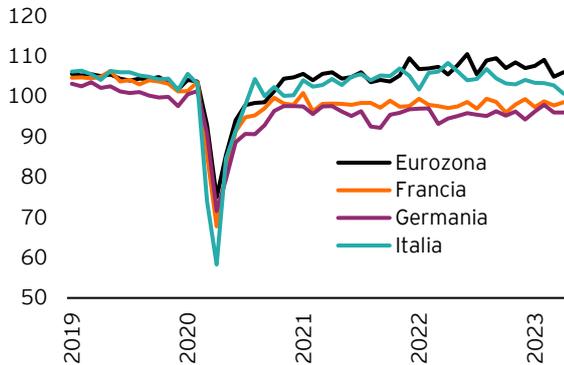
Analizzando i principali indicatori congiunturali, si nota come le maggiori economie europee continuino a sperimentare una situazione economica molto complessa. Nel primo trimestre del 2023, infatti, l'Eurozona ha registrato una crescita negativa rispetto al trimestre precedente simile a quella registrata nel quarto trimestre del 2022 (-0,1%), entrando così in recessione tecnica. Leggermente migliore la situazione in Francia, con una timida crescita (+0,2%), mentre si registra una performance negativa per la Germania (-0,3%) che si aggiunge al dato negativo del quarto trimestre 2022 (-0,5%). Migliore invece il dato relativo all'Italia, con una crescita del PIL rispetto al trimestre precedente pari allo 0,6%. A frenare nell'Eurozona sono stati principalmente i consumi delle famiglie, con una contrazione del -0,3%. Consumi in contrazione in particolare per la Germania (-1,2%) e per la Spagna (-1,3%). Un'analisi di più ampio respiro mostra, inoltre, come in generale i livelli di PIL dei paesi dell'Eurozona non siano ancora tornati sui valori pre-pandemia.

La produzione industriale nei principali paesi dell'Eurozona è in calo. Il dato di aprile 2023 mostra un forte riduzione per l'Italia rispetto al mese precedente, pari al -1,9% (-7,0% su base tendenziale; -7,2% corretto per gli effetti di calendario), la performance peggiore tra i quattro principali paesi europei (Italia, Germania, Spagna, Francia). La Germania registra invece una crescita nulla su base congiunturale, diversamente dalla Francia caratterizzata da una timida crescita (0,8%). Osservando le serie storiche della produzione industriale, si nota inoltre come Francia e Germania siano ancora significativamente sotto il livello pre-pandemia.

<sup>58</sup> Per maggiori informazioni, <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>.

<sup>59</sup> Si fa riferimento alla distanza temporale in cui si registra la correlazione massima tra queste due variabili (0,43).

Produzione industriale - indice, 2015=100



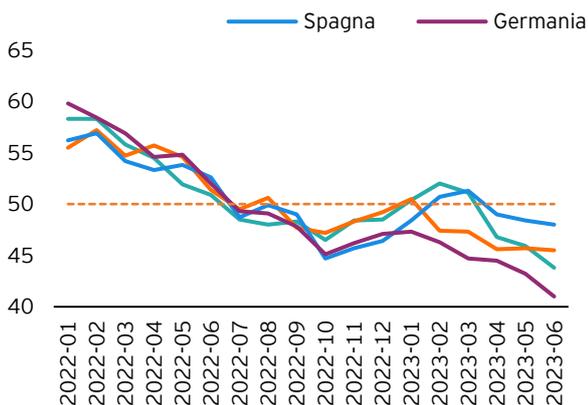
Attese su ordini e prezzi nei prossimi 3 mesi - Eurozona



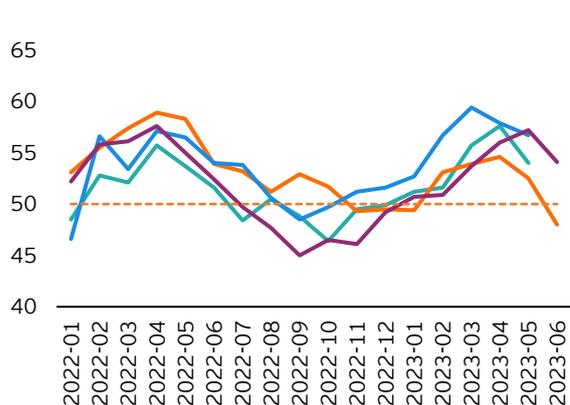
Fonte: Elaborazioni EY su dati Eurostat, Commissione Europea (*Business and consumer surveys*). Per la produzione industriale, si fa riferimento ai codici NACE Rev. 2 B-D (*Mining and quarrying; manufacturing; electricity, gas, steam and air conditioning supply*). Ultimo dato disponibile per produzione industriale: aprile 2023; ultimo dato disponibile da Commissione Europea: maggio 2023.

Analizzando inoltre i dati sull'andamento degli ordini relativi al commercio al dettaglio per l'Eurozona, gli operatori continuano a non vedere segnali di ripresa nel breve termine (prossimi tre mesi), considerata una situazione economica ancora incerta e una crescita non particolarmente significativa dell'economia. Interessanti, a questo proposito, sono anche le aspettative che questi operatori hanno circa l'andamento dei prezzi per i prossimi tre mesi. I principali punti che emergono sono due: da un lato, analizzando le attese degli operatori, si nota come le attese sugli ordini e le attese sui prezzi si muovano generalmente in maniera piuttosto simile (ad una crescita delle attese sugli ordini corrisponde generalmente una crescita dei prezzi, e viceversa). Questa relazione non è però più visibile dal 2020, quando ulteriori fattori hanno contribuito alla crescita del livello dei prezzi (riduzione dell'offerta mondiale, pressioni lungo le catene di fornitura, ecc.). Il secondo punto di interesse riguarda invece l'aspettativa sui prezzi per i prossimi mesi, ancora in calo dopo il picco raggiunto nella seconda metà del 2022.

PMI, manifattura



PMI, servizi



Fonte: Elaborazioni EY su dati S&P Global. Ultimo dato: giugno 2023. Per i servizi, ultimo dato disponibile per Spagna e Italia: maggio 2023.

L'analisi dell'indicatore PMI<sup>60</sup> per la manifattura e per i servizi mostra inoltre dei dettagli interessanti e più recenti della situazione per i due settori di riferimento. Le ultime rilevazioni del PMI manifatturiero

<sup>60</sup> 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.

mostrano un andamento negativo per la manifattura dell'Eurozona, con Italia e Spagna che continuano la loro discesa dopo la moderata espansione registrata nei mesi precedenti, seguendo così la tendenza mostrata da Francia e Germania. Le attese sono quindi quelle di un'ulteriore performance negativa della produzione manifatturiera ed industriale nelle principali economie della moneta unica nei prossimi mesi. La Germania, in particolare, non sembra arrestare la loro discesa verso valori sempre più negativi.

In calo anche il settore dei servizi che, dopo aver registrato una performance positiva nel primo trimestre, ha invertito la tendenza per riavvicinarsi al valore soglia di 50. Questa tendenza è molto importante da considerare, in quanto mostra i primi segnali di un forte rallentamento del settore dei servizi, che sembrava andare invece in controtendenza rispetto al manifatturiero.



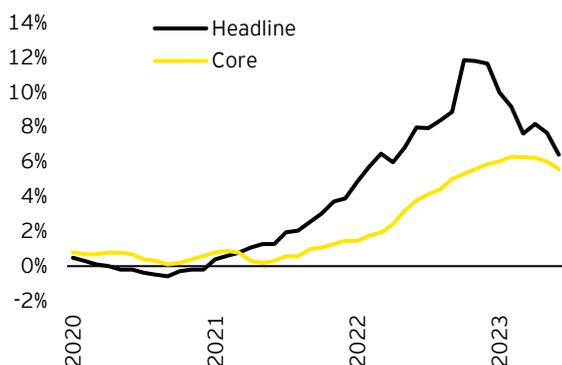
# L'economia italiana

## Lo stato dell'economia italiana

Giugno 2023 è stato caratterizzato da una riduzione dell'inflazione *headline* (ovvero relativa al totale dei beni componenti il paniere), che passa dal 7,6% registrato a maggio (variazione rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) al 6,4% (variazione annuale). Il calo registrato ripositiona l'inflazione lungo una direzione discendente, grazie ad un forte calo del costo dell'energia (e nello specifico dell'energia non regolamentata, che passa da una variazione annuale del 20,3% a maggio 2023 all'8,4% a giugno e dell'energia regolamentata che passa da -28,5% a -29,2%) e dei beni in generale (da 9,3% a maggio a 7,6% a giugno).

Ad un'inflazione complessivamente in calo nel mese di giugno si affianca anche una riduzione della variazione dell'indice dei prezzi di fondo (inflazione *core*), che passa dal 6,2% ad aprile, al 6,0% a maggio, al 5,6% a giugno.

Inflazione headline e core - var. YoY, Italia

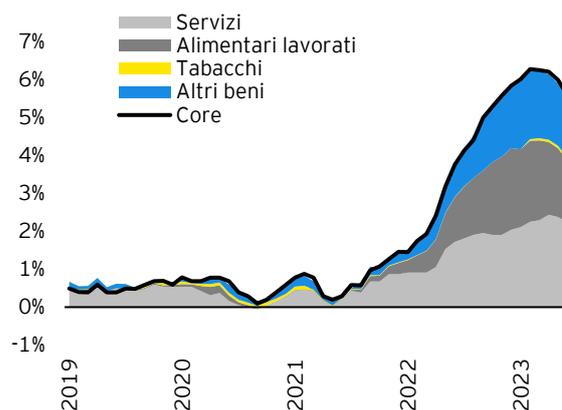


Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. Ultimo dato disponibile: giugno 2023.

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

L'analisi dei prezzi alla produzione di aprile conferma questa tendenza: l'indice dei prezzi alla produzione per l'attività industriale (escluse le costruzioni) ha registrato un ulteriore calo a maggio (-2,3%) rispetto al mese precedente, a cui si accompagna un rallentamento anche in termini tendenziali (-4,3% a maggio dopo il -1,5% di aprile).

Inflazione core - componenti



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

Come precedentemente accennato, il tasso di inflazione rimane in ogni caso molto al di sopra del livello convenzionalmente individuato come obiettivo di politica monetaria (circa il 2% di inflazione annua). Anche tenendo conto delle ultime dichiarazioni della presidente Lagarde,<sup>61</sup> sono quindi attesi altri aumenti dei tassi nei prossimi mesi e il mantenimento del livello di tassi elevati per più tempo, con conseguente impatto negativo sull'andamento della crescita economica dell'Eurozona e dell'Italia.

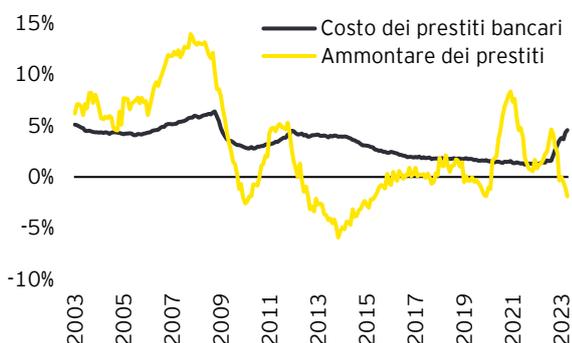
Uno dei canali attraverso cui tassi di interesse di riferimento più alti possono ridurre l'attività economica riguarda il conseguente aumento

<sup>61</sup> Breaking the persistence of inflation. Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking 2023 on "Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment" in Sintra, Portugal (giugno 2023).

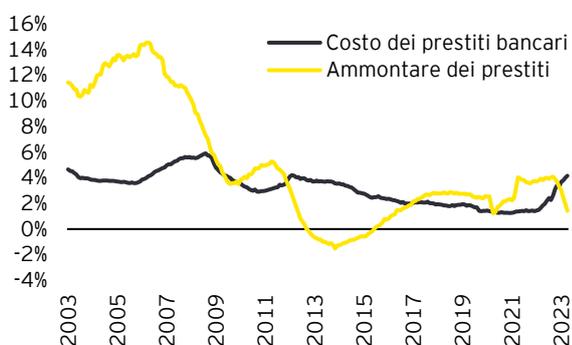
dell'onerosità dei prestiti a famiglie e imprese, come accennato in precedenza.

Ad aprile 2023 il tasso rappresentativo del costo di finanziamento per le imprese<sup>62</sup> era del 4,6%, circa 3 punti percentuali in più rispetto al dato pre-pandemia. Questo ha contribuito a portare la crescita annuale dei prestiti delle imprese in territorio negativo (-1,9% ad aprile 2023), per la prima volta da febbraio 2020.

Costo dei prestiti bancari (tasso %) e ammontare dei prestiti (var. % YoY) - imprese



Costo dei prestiti bancari (tasso %) e ammontare dei prestiti (var. % YoY) - famiglie



Fonte: Elaborazioni EY su dati Banca d'Italia. Il costo dei prestiti bancari per le imprese fa riferimento al costo medio dei prestiti bancari; il costo dei prestiti per le famiglie fa riferimento al costo medio dei finanziamenti per l'acquisto di una casa, calcolato come media mobile a 24 mesi sull'aggregazione dei tassi a breve e lungo termine sui nuovi volumi. Per "imprese" si fa riferimento alle società non finanziarie residenti in Italia (corretti sulla base della metodologia SEBC); per "famiglie" si fa riferimento alle famiglie residenti in Italia (corretti sulla base della metodologia SEBC). Ultimo dato disponibile: aprile 2023.

Considerati gli ulteriori rialzi dei tassi intercorsi tra la pubblicazione dell'ultimo dato disponibile sul credito bancario ed il momento di pubblicazione di questo bollettino, è possibile che la situazione presenti al momento elementi di criticità anche maggiori. In modo simile a quanto visto per le imprese, anche il costo dei prestiti per le famiglie<sup>63</sup> è aumentato considerevolmente negli ultimi trimestri, passando da circa l'1,4% registrato nel periodo precedente la pandemia, al 4,2% ad aprile 2023.

Nonostante l'aumento dei tassi di interesse e una crescita dell'attività economica modesta, le statistiche relative al mercato del lavoro continuano a segnare in Italia dei numeri positivi. Il numero di occupati ha raggiunto i massimi storici (oltre 23,4 milioni), mentre il numero di persone in cerca di lavoro continua a diminuire. Come conseguenza, il tasso di disoccupazione a maggio 2023 è pari al 7,6%, in calo dopo il 7,8% registrato ad aprile.

Nel parlare di mercato del lavoro e di numero di occupati, un elemento rilevante per un'analisi coerente è la distribuzione dei lavoratori per tipologia di contratto. A questo proposito, analizzando l'incremento cumulato del numero di occupati da gennaio 2022 a maggio 2023 appare evidente come la maggior parte dei nuovi occupati (595.000 su 724.000)<sup>64</sup> siano stati inseriti con una tipologia di contratto permanente, mentre i rimanenti figurano come occupati autonomi: questo rafforza la bontà della tendenza in atto in Italia, riducendo quindi la possibilità che i nuovi entrati nel mercato del lavoro possano presto ritrovarsi senza un'occupazione. All'opposto si registra una riduzione del numero di occupati con tipologia di contratto a termine di circa 129.000 unità dall'inizio di gennaio 2022. In riferimento all'età dei nuovi occupati, circa 280.000 hanno un'età compresa tra i 25 ed i 34 anni, mentre circa 470.000 rientrano nella fascia d'età 50-64.

L'andamento dell'occupazione rappresenta un elemento fondamentale nell'analisi dell'inflazione: un mercato dinamico, che presenta statistiche in miglioramento negli ultimi trimestri, comporta una maggiore pressione da parte dei lavoratori stessi per possibili contrattazioni salariali a rialzo,

<sup>62</sup> Si fa riferimento al costo medio dei prestiti bancari.

<sup>63</sup> Si fa riferimento al costo medio dei finanziamenti per l'acquisto di una casa, calcolato come media mobile a 24 mesi sull'aggregazione dei tassi a breve e lungo termine sui nuovi volumi.

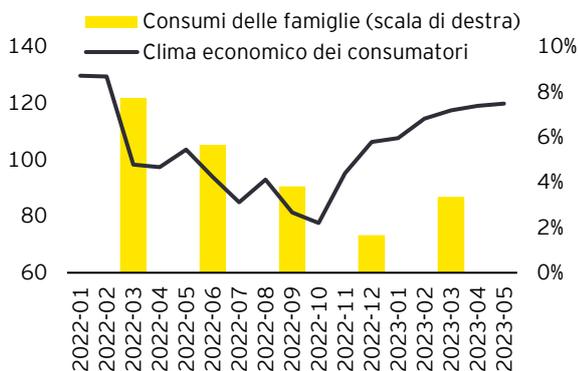
<sup>64</sup> Si considerano anche i lavoratori autonomi.

considerata la forte perdita di potere d'acquisto registrata negli ultimi trimestri.

Analizzando l'andamento dei redditi dei lavoratori in Italia, si evidenzia infatti una crescita sostenuta dei valori nominali dal periodo immediatamente successivo alla pandemia, dinamica simile a quella sperimentata per il resto dell'Eurozona. Questo dato si conferma anche per il 2023 ed il 2024, come mostrano le previsioni della Commissione Europea.<sup>65</sup>

Secondo queste previsioni, inoltre, l'incremento dei valori nominali in Italia è tale da mantenere il valore reale dei redditi dei lavoratori sostanzialmente invariato. Se da un lato questo permetterebbe ai lavoratori di preservare il proprio potere d'acquisto, dall'altro questo fenomeno comporta una maggiore pressione sull'andamento dei prezzi, con potenziali rischi di un secondo round inflattivo nel medio-lungo periodo.

**Clima economico dei consumatori e crescita dei consumi delle famiglie**



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT. I consumi delle famiglie sono rappresentati come tasso di crescita tendenziale su dati trimestrali. Il clima economico è espresso come media aritmetica semplice dei saldi ponderati relativi a giudizi e attese sulla situazione economica dell'Italia, attese sulla disoccupazione (quest'ultimo saldo con segno invertito). Per maggiori informazioni, <https://www.istat.it/it/files//2023/05/CS-fiducia-delle-impresе-MAGGIO-2023.pdf>. Ultimo dato disponibile per: consumi - marzo 2023; clima economico dei consumatori - maggio 2023.

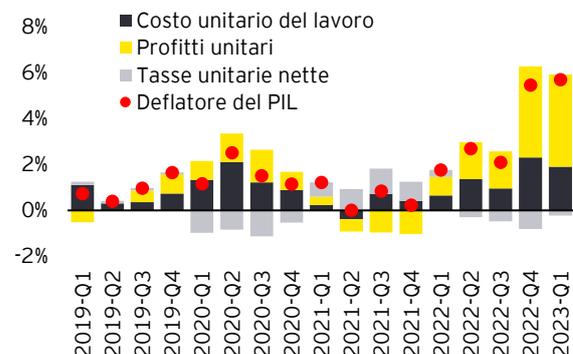
L'andamento positivo del mercato del lavoro si traduce inoltre in un miglioramento delle aspettative dei consumatori, che a loro volta si

riflettono in un andamento positivo dei consumi complessivi.

Tra i diversi fattori che influenzano l'andamento dei consumi, infatti, le valutazioni sul clima economico dei consumatori risultano essere un elemento importante. Com'è possibile osservare analizzando le serie storiche delle due variabili, queste presentano delle dinamiche simili. Focalizzandosi sull'ultimo periodo (dall'inizio del 2022), si nota come il clima economico stia anticipando l'andamento dei consumi, i quali hanno registrato un incremento nel primo trimestre del 2023, come descritto precedentemente, in linea con il miglioramento del clima economico in atto dagli ultimi mesi del 2022.

Se da un lato, quindi, l'aumento nominale dei redditi dei lavoratori rappresenta un elemento importante per interpretare le attuali e future dinamiche relative al livello dei prezzi in Italia e nell'Eurozona, è interessante allo stesso tempo sottolineare, come fatto nel paragrafo precedente, anche il ruolo delle imprese e dei relativi profitti, seppur prescindendo da ogni analisi di tipo causale.

**Contributi alla crescita del deflatore del PIL - Italia**



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.

Nel quarto trimestre del 2022 e primo trimestre del 2023, infatti, il contributo dei profitti unitari

<sup>65</sup> Per maggiori informazioni, [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/spring-2023-economic-forecast-improved-outlook-amid-persistent-challenges\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/spring-2023-economic-forecast-improved-outlook-amid-persistent-challenges_en).

nella determinazione del deflatore del PIL è stato importante e maggiore rispetto a quanto registrato nei trimestri precedenti.

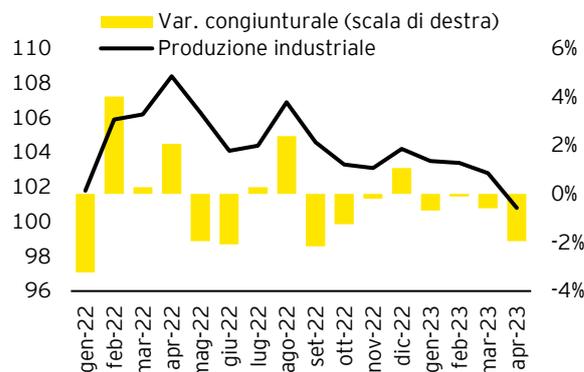
Confrontando le stesse variabili con il resto dell'Eurozona, due sono i principali elementi da considerare: il primo riguarda la portata dell'aumento del contributo dei profitti per l'economia italiana nel primo trimestre del 2023 (4,0 p.p.) rispetto alla stessa variabile registrata nell'Eurozona (3,7 p.p.); il secondo punto riguarda invece la sproporzione tra la componente di profitti unitari e la componente del costo unitario del lavoro. Se, infatti, nell'Eurozona si registra una differenza tra le due variabili importante ma non particolarmente accentuata (3,7 p.p. per i profitti unitari contro 2,8 p.p. del costo unitario del lavoro), in Italia il divario è molto più significativo (4,0 p.p. dei profitti unitari contro 1,9 p.p. dei costi unitari per il primo trimestre del 2023).

È inoltre importante sottolineare come l'andamento dei profitti non sia lo stesso per i diversi settori dell'economia italiana, che a tal proposito sono caratterizzati da una forte eterogeneità. Da un lato, infatti, l'industria estrattiva e la fornitura di energia sono i due settori che registrano, dal 2021 al 2022, il tasso di crescita maggiore dei profitti (rispettivamente 124% e 90%); in fondo alla classifica invece si collocano l'industria alimentare, l'industria tessile e la fabbricazione di coke e derivati (-33%, -40% e -231% rispettivamente).<sup>66</sup> Performance sotto la media dell'economia (che registra una crescita del 3,5%) anche per la manifattura (-8,6%). Si rammenta, ad ogni modo, che il mantenimento o un aumento dei profitti nominali può anche non corrispondere ad un aumento dei margini.

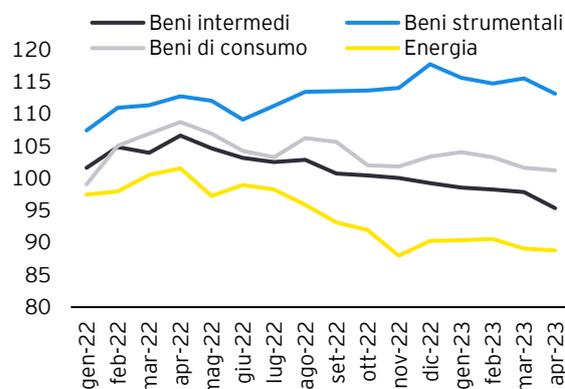
In riferimento all'industria, l'analisi dell'andamento della produzione mostra un'economia sottotono. L'indice della produzione industriale ha infatti segnato il quarto trimestre consecutivo di crescita congiunturale negativa, registrando un calo dell'1,9% ad aprile rispetto al mese precedente, toccando così il livello più basso da dicembre 2020. Andamento simile per la manifattura, che ad aprile ha registrato un calo del 2,1% rispetto al mese precedente.

<sup>66</sup> Le variazioni sono calcolate come tasso di crescita dal 2021 al 2022 dei profitti unitari, calcolati come rapporto tra il valore aggiunto e il totale dei redditi da lavoro per branca di attività economica. I redditi da

Indice di produzione industriale e variazione congiunturale



Produzione industriale per raggruppamento principale di industrie



Fonte: Elaborazioni EY su dati ISTAT.

A pesare sulle performance dell'industria italiana è principalmente la produzione di beni intermedi, che mostrano un andamento al ribasso da aprile 2022, e i beni di consumo, anch'essi con traiettoria discendente, sebbene meno ripida di quella dei beni intermedi. L'immagine di una performance negativa della produzione dei beni intermedi è coerente con un rallentamento dell'economia tedesca, uno dei principali mercati di sbocco di beni intermedi per l'Italia.

In riferimento ai beni di consumo, invece, sul dato di aprile pesano principalmente i beni di consumo durevoli, che mostrano una tendenza a ribasso più pronunciata dei beni di consumo non durevoli. Ciò è dovuto, probabilmente, all'aumento dei tassi e alla conseguente diminuzione dell'utilizzo del credito al consumo.

lavoro considerano sia i lavoratori dipendenti che i lavoratori autonomi; per quest'ultimi si assume un reddito pari alla media per branca.

Osservando la produzione industriale nell'ultimo anno, i settori energivori sono quelli che presentano gli andamenti più critici, con l'industria del legno, carta e stampa che mostra una contrazione anno su anno del 17,2%, seguita dalla fornitura di energia elettrica, gas, vapore, aria (-13,6%), dai prodotti chimici e dalla metallurgia (-10,9% in entrambi i casi). All'opposto, la fabbricazione di mezzi di trasporto e l'industria del coke e prodotti petroliferi raffinati registrano la crescita più significativa rispetto allo stesso mese dell'anno precedente (5,7% e 2,1% rispettivamente), ben distante dall'indice generale (-7,2%).



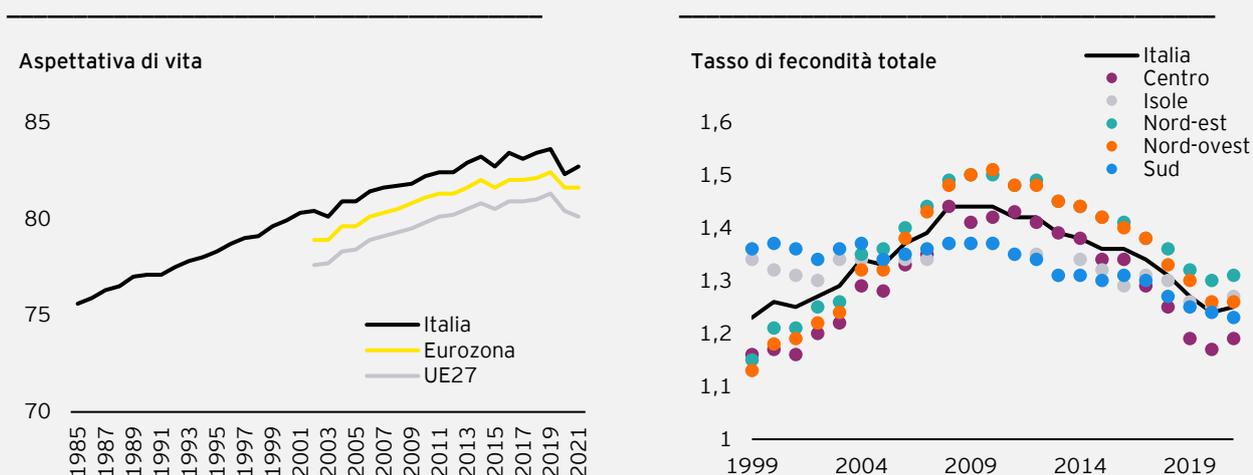
## Approfondimento: demografia ed economia

Se l'analisi delle tematiche finora trattate ci fornisce un'immagine dell'economia nel breve e medio termine, esistono altri temi di interesse che ci permettono un'analisi di più lungo respiro. Un esempio di questi temi è la demografia.

L'andamento demografico è infatti principalmente caratterizzato da tendenze di lungo periodo, nonostante eventi di breve termine possano influenzarne positivamente o negativamente l'andamento stesso. Alcuni esempi di questi eventi di più breve respiro possono essere eventi geopolitici quali la Brexit o la guerra tra Russia e Ucraina, oppure crisi sanitarie come quella del COVID-19 negli anni 2020-2021.<sup>67</sup>

Uno dei principali canali attraverso il quale gli eventi sopra citati possono influenzare l'andamento demografico è attraverso una riduzione dei flussi migratori. Si pensi a questo proposito alla maggiore complessità dell'attività migratoria dovuta all'introduzione di nuove regole (Brexit) o ai maggiori flussi migratori dovuti alla guerra in Ucraina, che si riflettono in uno spostamento di famiglie ucraine verso paesi più sicuri e socialmente stabili. In riferimento alla pandemia, invece, questa ha comportato una riduzione delle aspettative di vita in Europa e nel resto del mondo.<sup>68</sup>

D'altro canto, in riferimento alle tendenze di più lungo periodo, l'aumento delle aspettative di vita ed il tasso di fecondità sono due dei principali indicatori da considerare.



Fonte: elaborazioni EY su dati Eurostat, ISTAT. Le aspettative di vita fanno riferimento alle aspettative di vita a meno di anno di vita. Tasso di fecondità totale: il numero di figli che una donna metterebbe al mondo nel caso in cui, nel corso della propria vita riproduttiva, fosse soggetta ai tassi specifici di fecondità (14-50 anni) dell'anno di osservazione. Per maggiori informazioni, si faccia riferimento al glossario ISTAT [https://www.istat.it/it/files/2012/01/nota\\_indicatoridemografici2011.pdf](https://www.istat.it/it/files/2012/01/nota_indicatoridemografici2011.pdf). Ultimo dato disponibile: 2021

In Italia l'aspettativa di vita segue una traiettoria in crescita dal 1985, con la sola eccezione significativa rappresentata dalla pandemia. Le attese di vita in Italia prima della pandemia (2019) erano di quasi 84 anni (circa 82 nel 2020 e 83 nel 2021) contro circa 82 in Eurozona e 81 nell'Unione Europea.

A questo fenomeno si aggiunge inoltre un tasso di fecondità totale<sup>69</sup> in calo dal 2009-2010 in tutta Italia, anche se con dinamiche differenti a seconda delle macro-regioni considerate. Il calo sempre maggiore del tasso di fecondità totale si lega a sua volta un saldo naturale (differenza tra numero di nascite e decessi) in

<sup>67</sup> European Commission (2023), The impact of demographic change in a changing environment.

<sup>68</sup> BMJ (2021), Effects of covid-19 pandemic on life expectancy and premature mortality in 2020: time series analysis in 37 countries, doi: <https://doi.org/10.1136/bmj-2021-066768><https://doi.org/10.1136/bmj-2021-066768>.

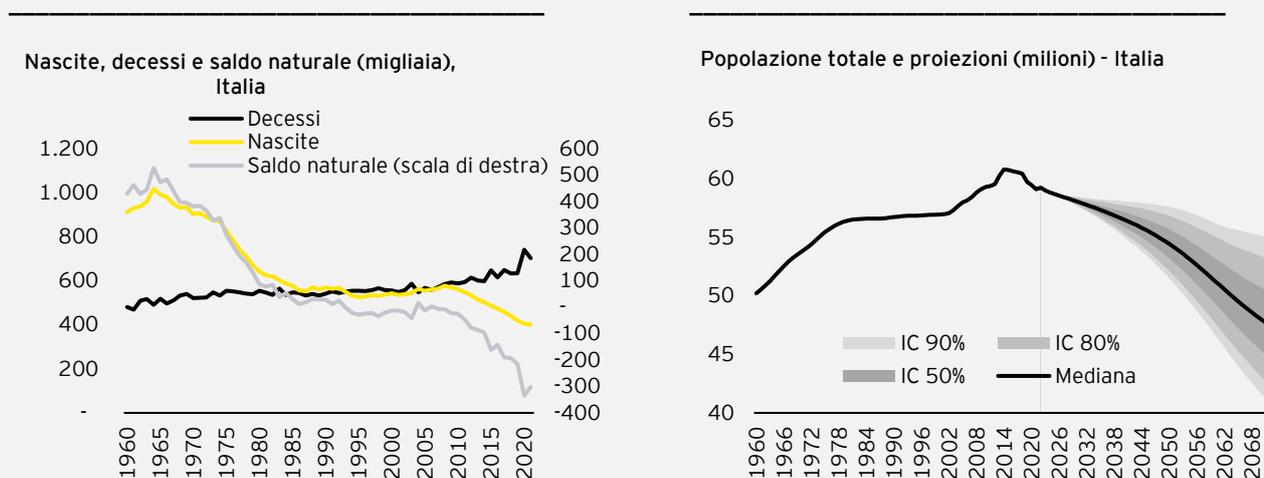
<sup>69</sup> Il numero di figli che una donna metterebbe al mondo nel caso in cui, nel corso della propria vita riproduttiva, fosse soggetta ai tassi specifici di fecondità (14-50 anni) dell'anno di osservazione. Per maggiori informazioni, fare riferimento al glossario ISTAT, [https://www.istat.it/it/files/2012/01/nota\\_indicatoridemografici2011.pdf](https://www.istat.it/it/files/2012/01/nota_indicatoridemografici2011.pdf).

calo in Italia, che negli ultimi anni ha segnato valori negativi crescenti (circa -310.000 il saldo naturale nel 2021 e -214.000 nel 2019, contro una media di - 66.000 tra il 1999 ed il 2019).<sup>70</sup>

In calo anche il tasso di natalità (ovvero rapporto tra il numero dei nati vivi dell'anno e l'ammontare medio della popolazione residente), che negli ultimi venti anni è passato da 9,4% nel 2002 al 6,7% nel 2022, con un picco tra il 2004 ed il 2008. Questa tendenza al ribasso ha interessato la penisola nel suo complesso, senza registrare particolari differenze tra le macro-regioni italiane.

Un ulteriore elemento fondamentale da considerare per analizzare l'andamento demografico è il saldo migratorio, ovvero la differenza tra migranti in entrata ed in uscita dal paese. In riferimento a questo indicatore, l'Italia presenta un saldo positivo medio tra il 2015 ed il 2021 di circa 45.000 unità.

L'insieme di questi indicatori e di queste dinamiche (saldo naturale negativo, tasso di fecondità in calo, saldo migratorio positivo ma in calo negli ultimi anni) si riflettono in una riduzione della popolazione complessiva in Italia, che è attesa essere di circa 48 milioni di persone nel 2070, dopo aver raggiunto il picco di circa 61 milioni nel 2014.



Fonte: elaborazioni EY su dati ISTAT. Le aree grigie rappresentano gli intervalli di confidenza al 90%, 80% e 50%. Ultimo dato disponibile per le nascite, decessi e saldo naturale: 2021; per popolazione totale: 2070. Le proiezioni sulla popolazione cominciano dal 2022.

La demografia occupa un ruolo di primaria importanza nel definire l'andamento economico nel lungo periodo. Di seguito si fornisce una lista (non esaustiva) di quelli che sono le principali variabili economiche influenzate dalle dinamiche demografiche, e di quali sono i principali canali identificati.

### Mercato del lavoro

I cambiamenti demografici hanno un impatto importante sulla forza lavoro, in particolare sulla sua composizione.<sup>71</sup> In genere, quando i tassi di mortalità diminuiscono e le persone vivono più a lungo, l'offerta di lavoro aumenta. Anche se l'aumento dell'aspettativa di vita significa che gli individui dovranno lavorare più a lungo per risparmiare di più ai fini previdenziali, di solito l'invecchiamento della popolazione si traduce in una tendenza al ribasso del tasso di partecipazione alla forza lavoro in aggregato.<sup>72</sup>

Il cambiamento della distribuzione per età dei lavoratori può influenzare non solo la crescita e il tasso di partecipazione alla forza lavoro, ma anche il tasso naturale di disoccupazione a lungo termine.<sup>73</sup> I lavoratori più anziani hanno in genere tassi di disoccupazione più bassi rispetto alle altre fasce d'età e

<sup>70</sup> ISTAT, Statistiche report, 20 marzo 2023.

<sup>71</sup> Bagavos, C., Fotakis, C. (2001), Demographic dimension of labour force trends: national and regional diversities within the European Union, *Genus*, Vol. 57, No. 1 (January - March 2001), pp. 83-107.

<sup>72</sup> Federal Reserve Bank of Cleveland (2017), *Demographics and Their Implications for the Economy and Policy*.

<sup>73</sup> Si fa riferimento al tasso di disoccupazione coerente con un'inflazione costante. Una stima recente del tasso naturale di disoccupazione in Italia è disponibili in D'Amuri et al. (2021).

tendono a cambiare lavoro meno frequentemente. In riferimento ai lavoratori più giovani (15-34 anni), questi costituiscono una fetta minoritaria del totale degli occupati, in riduzione rispetto ai livelli registrati negli anni '90: a questo proposito si sottolinea come in Italia la percentuale di lavoratori con un'età compresa tra i 15 ed i 34 anni al 2022 sia circa il 23% (circa 32% la media 1995-2015), contro la media europea (27 paesi) del 28%.

Il tema della distribuzione delle fasce di età della popolazione ricopre un ruolo fondamentale nell'analisi dell'impatto della demografia sull'economia. Se è vero, infatti, che esistono diverse correnti di pensiero circa l'impatto demografico sulla crescita, in letteratura il tema ha comunque un'importanza fondamentale: è stato sottolineato per esempio come un paese con una percentuale elevata di bambini o di anziani metterà a disposizione ingenti risorse per la loro cura, sottraendone alla crescita economica. Al contrario, a paesi con una percentuale elevata di persone in età lavorativa si associa un tasso di crescita più elevato.<sup>74</sup>

In Italia occorre tenere conto, inoltre, dell'andamento crescente del numero di ragazzi che non studiano, né si formano, né lavorano. È questo il fenomeno dei NEET (*Not in Education, Employment or Training*), in riferimento al quale l'Italia registra la percentuale più elevata nel 2022 (21%, 26% in media tra il 2012 ed il 2021) a livello europeo (media EU27 pari al 13%) per il gruppo d'età considerato (15-34).

## Risparmio ed investimento

La struttura demografica e l'età della popolazione presentano una forte relazione con il tasso di risparmio, relazione ampiamente studiata e dimostrata in letteratura.<sup>75</sup> Nello specifico, ad un'età maggiore si associano dei tassi di risparmio maggiori:<sup>76</sup> lo smobilizzo dei consumi nel corso della vita implicherebbe infatti che le persone passino da "debitori netti" in gioventù a "risparmiatori netti" negli anni di lavoro.

Negli anni della vecchiaia però questa tendenza si inverte, con il passaggio da risparmiatori netti a "dis-risparmiatori": è questa l'ipotesi del ciclo di vita,<sup>77</sup> secondo la quale le persone cercano di mantenere approssimativamente lo stesso livello di consumo durante tutta la loro vita, assumendo debiti o liquidando attività all'inizio e alla fine della vita (quando il reddito è basso) e risparmiando durante gli anni di maggior reddito.<sup>78</sup> Pertanto, se la quota di anziani nella popolazione aumenta, il risparmio aggregato diminuirebbe, portando a una minore crescita degli investimenti.<sup>79</sup>

Oltre che sul risparmio, la demografia può anche avere un impatto anche diretto sull'andamento degli investimenti, come dimostrato anche dalla storia economica degli ultimi decenni: è questo il caso dello sviluppo dell'est-asiatico dal 1960 in poi, dove all'aumento demografico è corrisposto un aumento della necessità di infrastrutture adeguate in grado di sostenerne la crescita, fungendo così da propulsore agli investimenti in quella specifica area.<sup>80, 81</sup>

## Produttività

La struttura demografica ha importanti implicazioni anche in termini di produttività del lavoro: è stato infatti dimostrato come la maggiore presenza di fasce centrali di età nella forza lavoro (ad esempio, 40-

<sup>74</sup> Bloom, D., Canning, D., & Sevilla, J. (2001), Economic growth and the demographic transition, (Working Paper No. 8685). NBER. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

<sup>75</sup> Tra i numerosi lavori in letteratura, si fa riferimento a Fry e Mason (1982), Higgins (1998), Higgins e Williamson (1997), Kelley and Schmidt (1996), Leff (1969), Mason (1987, 1988).

<sup>76</sup> Manson, A. (1988), Saving, Economic Growth, and Demographic Change, *Population and Development Review*, Vol. 14, No. 1 (Mar. 1988), pp. 113-144.

<sup>77</sup> Modigliani, F., Brumberg, R. H. (1954), Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data, in Kenneth K. Kurihara, ed., *PostKeynesian Economics*, New Brunswick, NJ. Rutgers University Press. pp 388-436; Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The "life cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *The American economic review*, 53(1), 55-84.

<sup>78</sup> Federal Reserve Bank of Richmond - Life Cycle Hypothesis, 2016 [https://www.richmondfed.org/-/media/RichmondFedOrg/publications/research/econ\\_focus/2016/q3-4/jargon\\_alert.pdf](https://www.richmondfed.org/-/media/RichmondFedOrg/publications/research/econ_focus/2016/q3-4/jargon_alert.pdf).

<sup>79</sup> Kim, J. (2016), The Effects of Demographic Change on GDP Growth in OECD Economies, Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>80</sup> Bloom, D., E., Williamson, J., G. (1997), Demographic transitions and economic miracles in emerging Asia, NBER Working Paper Series.

<sup>81</sup> Bloom, D., E., Canning, D. (2004), Global demographic change: dimensions and economic significance, NBER Working Paper Series.

49) abbia un impatto positivo sulla produttività del lavoro stessa.<sup>82</sup> La produttività del lavoro, infatti, tende ad aumentare nei primi anni di lavoro, per poi stabilizzarsi e cominciare a ridursi negli ultimi anni di lavoro. A questo però è importante aggiungere che la potenziale riduzione della produttività legata all'avanzamento dell'età varia a seconda delle tipologie di lavoro svolto (più accentuata nei lavori dove è richiesto un certo coinvolgimento fisico).<sup>83</sup>

È inoltre interessante sottolineare come anche la propensione ad innovare venga influenzata dalle dinamiche demografiche: a questo proposito è stato dimostrato, ad esempio, come le domande di brevetto siano influenzate positivamente dalla quota di persone di mezza età e negativamente dal numero di pensionati.<sup>84</sup>

### Spesa in welfare e debito pubblico

Il cambiamento demografico aggiunge pressione alle finanze pubbliche facendo aumentare la spesa legata all'invecchiamento. Gli effetti di spesa più importanti sono previsti per i sistemi pensionistici pubblici e per la spesa per la sanità e l'assistenza a lungo termine.<sup>85</sup> In riferimento alla spesa in sanità, è importante considerare come, all'aumentare delle aspettative di vita, la spesa per questo tipo di prestazioni è attesa crescere, ancor più nell'ipotesi di un numero maggiore di anni passati in condizioni di salute non ottimale.<sup>86</sup> Al contrario, invece, l'aumento della popolazione risulta avere un impatto positivo sulle finanze di uno stato.<sup>87</sup> Questo è legato, ad esempio, alle maggiori entrate fiscali legate ad una forza lavoro più ampia.

Il tema della relazione tra demografia e finanza pubblica è di primaria importanza, e trova spazio anche nell'ultimo Documento di Economia e Finanza (DEF) di aprile 2023. Qui si sottolinea come è proprio "la transizione demografica" ad essere "una delle sfide più rilevanti che l'Italia dovrà affrontare nel corso dei prossimi decenni", valutando l'impatto sull'andamento del debito pubblico della speranza di vita alla nascita (effetto positivo sulla riduzione del rapporto debito/PIL), della progressiva riduzione del tasso di fertilità (con relativo peggioramento del rapporto debito/PIL negli anni di previsione), e di una variazione del flusso netto di immigrati (dove ad una riduzione del flusso netto di immigrati si associa un progressivo aumento del rapporto debito/PIL).<sup>88</sup>

### Tassi di interesse

L'andamento demografico presenta una relazione inversa con i trend di medio-lungo periodo dei tassi di interesse. Questo avviene principalmente perché le persone di mezza età tendono a risparmiare e quindi forniscono fondi al resto dell'economia, mentre i giovani e gli anziani tendono a disinvestire e richiedere fondi. Di conseguenza, il tasso di interesse reale che porta in equilibrio l'offerta complessiva di risparmi con la domanda di investimenti è influenzato dalla dimensione relativa di questi gruppi d'età (giovani/anziani e persone di mezza età).<sup>89</sup> Una variabile rappresentativa di questo equilibrio è, ad esempio, il rapporto tra le persone di mezza età (tra i 40 e i 49 anni) e i giovani (tra i 20 e i 29 anni),<sup>90</sup> che rappresenta una componente persistente nell'andamento dei tassi di interesse.

La relazione tra tassi e demografia è stata ampiamente studiata, e continua ad essere materia di studio anche negli anni più recenti. A questo proposito è possibile citare uno studio in cui si prendono a

<sup>82</sup> Feyrer, J. (2007), Demographics and Productivity. *The Review of Economics and Statistics* 2007; 89 (1): 100-109. doi: <https://doi.org/10.1162/rest.89.1.100>.

<sup>83</sup> Skirbekk, V. (2008), Age and productivity capacity: Descriptions, causes and policy options. *Ageing Horizons*, 8, 4 -12.

<sup>84</sup> Aksoy, Y., Basso, H. S., Smith, R. P., & Grasl, T. (2019), Demographic Structure and Macroeconomic Trends. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 193-222. doi:10.1257/mac.20170114.

<sup>85</sup> Maddaloni, A., Musso, A., Rother, P., Ward-Warmedinger, M., Westermann, T. (2006), Macroeconomic implications of demographic developments in the Euro Area, Occasional paper series, n. 51 / August 2006.

<sup>86</sup> Castles, F.G. (1989), Explaining public education expenditures in OECD nations, *European Journal of Political Research* 17: 431-449.

<sup>87</sup> Yoon, J., Kim, J., and Lee, J. (2014), Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy, *IMF Working Papers* WP/14/210.

<sup>88</sup> Documento di Economia e Finanza 2023, 11 aprile 2023, pag. 123.

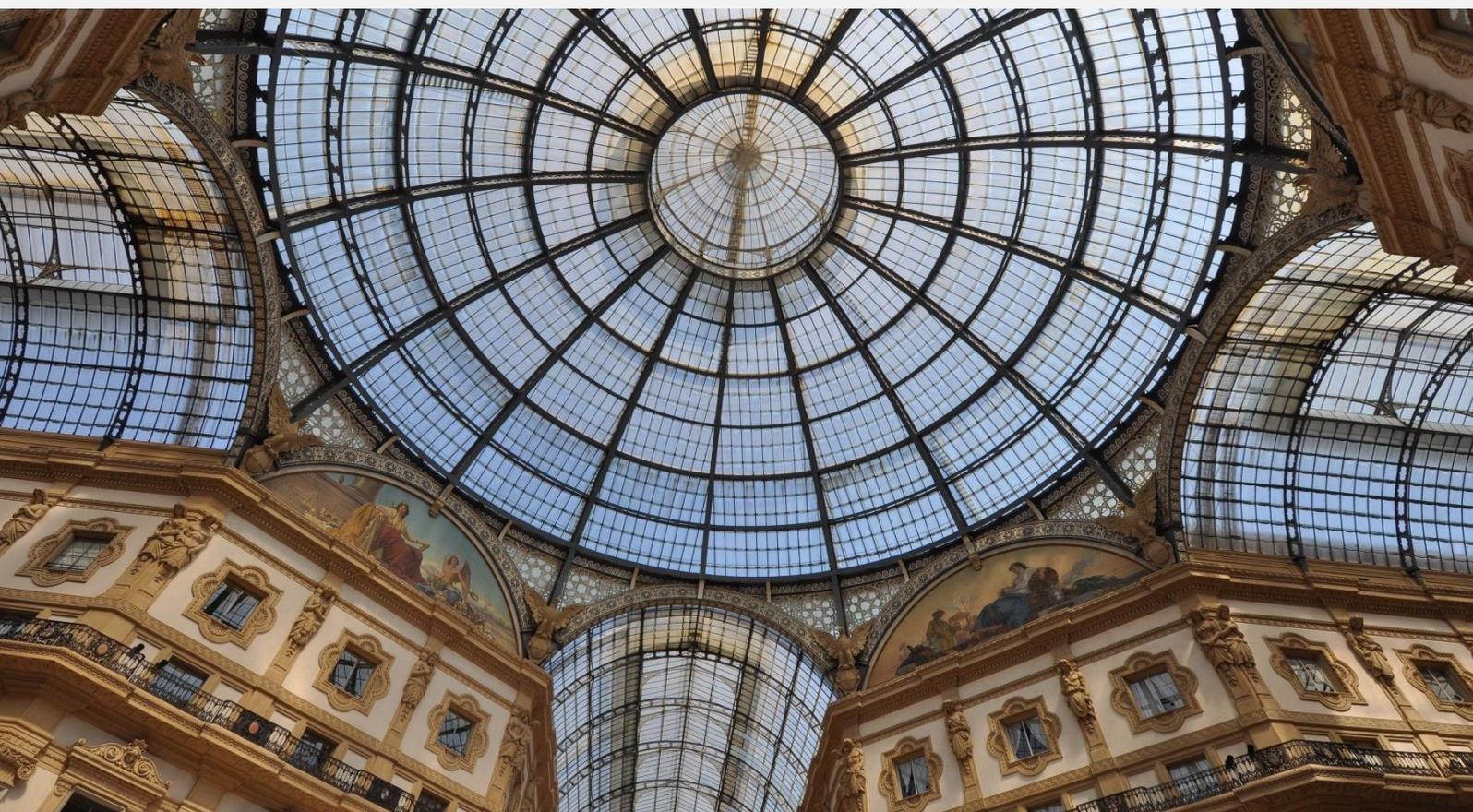
<sup>89</sup> Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M.P. Tambalotti, A. (2019), Global trends in interest rates. *Journal of International Economics*, 118, pp.248-262.

<sup>90</sup> Favero, C. A., Arie E. G., Haoxi Y. (2016), Demographics and the Behaviour of Interest Rates, *IMF Economic Review*, November 2016, 64 (4), 732-776.

riferimento i cambiamenti nella struttura demografica come punto di partenza per l'analisi dell'andamento dei tassi di interesse reali (si fa riferimento al *safe real rate*, tasso di interesse per asset a basso rischio), mostrando come la quota della popolazione tra i 40 ed i 64 anni sia negativamente correlata con l'andamento di questi tassi.<sup>91</sup> Un altro studio ha mostrato come i fattori demografici abbiano comportato una riduzione di 1,25 punti percentuali nel tasso di interesse naturale dal 1980 fino agli anni recenti.<sup>92</sup> A conclusioni simili si giunge analizzando le dinamiche dei tassi di interesse per i paesi OCSE (dove è stato dimostrato che l'invecchiamento della popolazione ed una riduzione della fertilità comporti una riduzione dei tassi di interesse reali)<sup>93</sup> e per l'Eurozona.<sup>94</sup>

Scendendo nel dettaglio, la demografia può influenzare il tasso di interesse reale attraverso tre canali:<sup>95</sup>

- ▶ Longevità delle persone: un aumento della longevità, o delle aspettative ad essa associate, genera pressione al ribasso sul tasso di interesse reale, poiché gli agenti accumulano risparmi in previsione di un periodo di pensione più lungo;
- ▶ Crescita della popolazione: si consideri una riduzione del tasso di crescita della popolazione, che mostra due effetti contrapposti - da un lato, il rapporto del capitale per lavoratore aumenta, inducendo tassi di interesse reali più bassi attraverso una riduzione del prodotto marginale del capitale; dall'altro, la diminuzione della crescita demografica porta a un rapporto di dipendenza più elevato (la frazione di pensionati rispetto ai lavoratori);
- ▶ Struttura demografica: poiché i pensionati risparmiano meno dei lavoratori, questo effetto compositivo riduce il tasso di risparmio aggregato e spinge verso l'alto i tassi di interesse reali.



<sup>91</sup> Lunsford, K. G., West, K. D. (2018), Some evidence on secular drivers of U.S. safe real rate, NBER Working Paper Series, November 2018.

<sup>92</sup> Etienne, G., Johannsen, B. K., Lopez-Salido, J. D. (2016), Understanding the New Normal: The Role of Demographics, Finance and Economics Discussion Series 2016-080, Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>93</sup> Aksoy, Y., Smith, R. P., Grasi, T., Basso, H. S. (2015), Demographic structure and macroeconomic trends, Working Paper 1528, Banco de Espana Working Papers, October 2015.

<sup>94</sup> Ferrero, G., Gross, M., Neri, S. (2017), On secular stagnation and low interest rates: demography matters, European Central Bank Working Paper 2088.

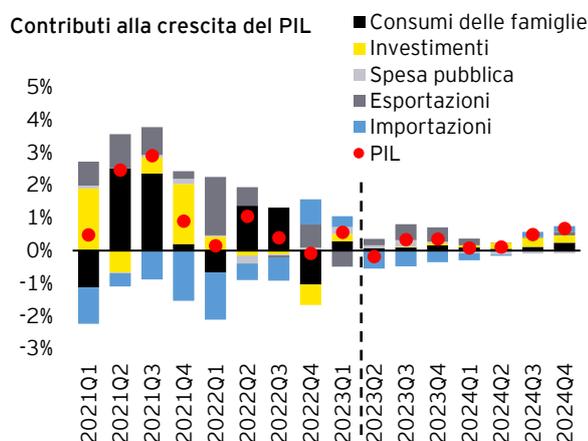
<sup>95</sup> Carvalho, C., Ferrero, A., Nechio, F. (2016), Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism, European Economic Review, 2016, pp. 208-226.

# L'economia italiana: il PIL e le previsioni EY

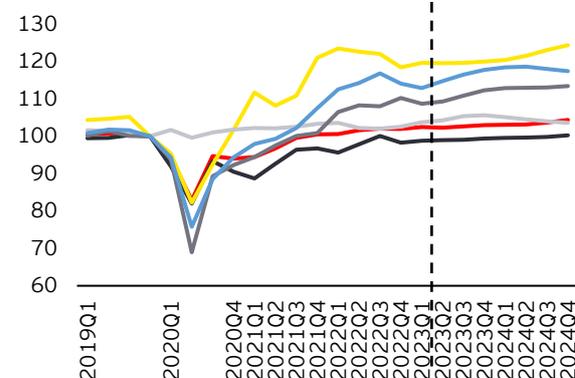
Nel primo trimestre del 2023 il PIL ha registrato una crescita dello 0,6% rispetto al trimestre precedente (crescita congiunturale) e all'1,9% rispetto al primo trimestre dell'anno precedente (crescita tendenziale). Il dato rappresenta una revisione al rialzo rispetto alla stima preliminare di aprile 2023, dove si attestava una crescita congiunturale pari allo 0,5% ed una crescita tendenziale dell'1,8%. Riprende quindi la crescita, interrotta dal dato negativo dell'ultimo trimestre del 2022. Il dato del primo trimestre è stato molto più alto di quanto precedentemente atteso (il consenso degli operatori economici era di +0,2%, in termini annualizzati quasi un punto di PIL in meno del dato realizzato) e significativamente più alto di quanto registrato nel trimestre precedente (-0,1% congiunturale nel quarto trimestre del 2022).

La crescita è stata principalmente trainata da una forte ripresa dei consumi delle famiglie (con una crescita del 3,4% tendenziale e 0,5% congiunturale, dopo i rispettivi 1,7% e -1,7% registrati nel quarto trimestre del 2022). A questo si lega una crescita congiunturale degli investimenti fissi (0,8%), ed una riduzione delle esportazioni (-1,4%) e delle importazioni (-1,0%), a rappresentazione di un commercio mondiale in forte rallentamento. Nonostante l'ultima accelerazione, i consumi delle famiglie rimangono ancora sotto i livelli registrati precedentemente alla crisi pandemica.

Contributi alla crescita del PIL



Componenti del PIL - indice 2019Q4=100



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

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

Dopo la crescita più pronunciata nel primo trimestre 2023 ci si attende una leggera contrazione nel secondo trimestre del 2023. La debolezza dell'economia nel trimestre è legata in parte ad una riduzione delle esportazioni, che sono attese crescere dello 0,6% contro l'1,1% delle precedenti previsioni, a causa del rallentamento del commercio mondiale, e ad una contestuale accelerazione delle importazioni (attese crescere dell'1,6% contro l'1,1% delle precedenti stime).

L'aumento dei tassi di interesse, l'incertezza generale e una inflazione che continua ad aggredire i redditi reali si traducono inoltre in una debole crescita dei consumi privati, ma pur sempre in leggero

miglioramento rispetto alle stime precedenti (crescita dello 0,1% nel secondo trimestre del 2023 rispetto al trimestre precedente contro il -0,2% della precedente previsione), grazie anche ad un mercato del lavoro che continua a mostrare segnali positivi.

In riferimento agli investimenti privati, la stretta dei tassi di interesse continuerà a pesare sull'andamento del prossimo trimestre, ma meno di quanto precedentemente atteso, registrando così una crescita dello 0,6%. Infine, lo stimolo fiscale continuerà a sostenere l'economia, in linea con quanto previsto dai piani di spesa del governo.<sup>96</sup>

Il tasso di disoccupazione continuerà a ridursi nel 2023 e 2024, allontanandosi dai valori registrati nel 2020 e 2021 e scendendo sotto il livello dell'8%.

In miglioramento anche le stime riguardanti l'inflazione, che si prevede ridursi nel 2023 per poi calare significativamente nel 2024, ma mostrando una certa persistenza, ancora quindi non in linea con gli obiettivi di politica monetaria se non nell'ultima parte dell'anno prossimo.

Tenendo quindi conto delle precedenti considerazioni, le previsioni di EY indicano per l'Italia una crescita del PIL reale dell'1,0% nel 2023 e dello 0,9% nel 2024, mentre si stima che il tasso di inflazione passerà dal 6,0% del 2023 al 2,7% del 2024.

**Tabella 1: Previsioni sull'economia italiana**

	2020	2021	2022	2023	2024
PIL, var. %	-9,0	7,0	3,8	1,0	0,9
Consumi delle famiglie, var. %	-10,4	4,7	4,6	1,1	0,7
Investimenti totali, var. %	-8,0	18,6	9,7	2,9	0,3
Esportazioni, var. %	-14,3	14,1	10,2	1,8	2,5
Importazioni, var. %	-12,7	15,3	12,5	0,9	2,3
Tasso di disoccupazione, %	9,4	9,5	8,1	7,9	7,8
Indice dei prezzi al consumo, var. %	-0,1	1,9	8,2	6,0	2,7
Deficit, % del PIL	-9,5	-9,0	-7,8	-4,4	-3,5
Debito pubblico, % del PIL	155,1	150,0	144,3	141,3	139,6

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

Il deficit pubblico è atteso attestarsi al 4,4% nel 2023 e 3,5% nel 2024, e il debito pubblico proseguire la sua discesa dai picchi della crisi legata alla pandemia, scendendo verso il 141% del PIL nel 2023 e 140% nel 2024. Questo graduale rientro del debito è in parte anche legato alla crescita del livello dei prezzi, che si riflette in un più alto valore nominale del PIL e, di conseguenza, in un rapporto debito/PIL minore. Le previsioni rimangono soggette ad uno scenario di forte incertezza e presentano quindi importanti rischi, principalmente legati al contesto macroeconomico globale di riferimento, sia al ribasso che al rialzo.

## L'impatto di una parziale realizzazione del PNRR

Le previsioni appena descritte assumono l'effettiva implementazione delle riforme e dei progetti del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) come previsto dal Documento di Economia e Finanza 2023.

<sup>96</sup> Documento di Economia e Finanza 2023, 11 aprile 2023.

Analizzando le informazioni ufficiali disponibili circa l'avanzamento finanziario del PNRR,<sup>97</sup> è possibile delineare una previsione delle spese che saranno poste in essere fino al 2026. Questa allocazione presenta delle differenze rispetto a quelle inizialmente previste nel Documento di Economia e Finanza del 2021, e presenta una riallocazione parziale delle risorse inizialmente previste per i primi quattro anni (2020-2023) negli anni successivi, in particolare al 2025 e 2026.

**Tabella 2: Allocazione temporale delle risorse del PNRR**

	2020-21	2022	2023	2024	2025	2026	Totale
<b>DEF 2021 (mld €)</b>	18,5	28,7	38,7	41	34,2	30,4	191,5
<b>Terza relazione sullo stato del PNRR (mld €)</b>	6,8	17,7	33,8	44,0	48,8	40,4	191,5
<b>Differenza (mld €)</b>	-11,7	-11,0	-4,9	3,0	14,6	10,0	0,0

Fonte: Documento di Economia e Finanza (DEF) 2021 e Monitoraggio dell'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza - terza relazione sullo stato di attuazione del PNRR. I valori del DEF 2021 sono stati ricalcolati partendo dai dati esposti in termini percentuali di Pil. Le celle in grigio rappresentano gli investimenti attesi per gli anni futuri, mentre quelle in bianco gli investimenti effettuati.

Considerata la portata degli investimenti e l'incertezza che permane circa l'effettiva capacità di investire per intero le risorse a disposizione, risulta di interesse l'elaborazione di due scenari aggiuntivi a quello previsto nel documento di Monitoraggio dell'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Nello specifico, si identificano due scenari alternativi alla previsione di base, che prevedono:

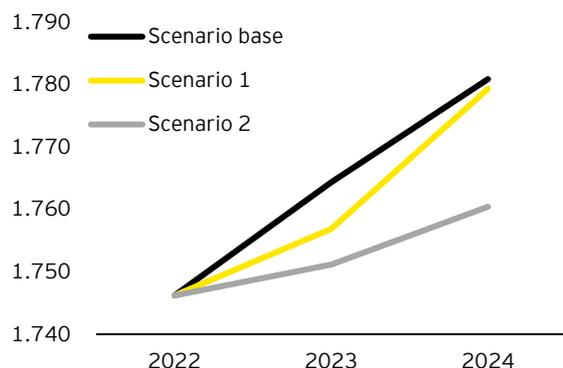
- ▶ **Scenario 1:** un investimento delle risorse crescente nel tempo, assumendo che si spenda il 70% delle risorse previste dalla terza relazione sullo stato del PNRR per il 2023 e il 90% di quelle previste per il 2024;
- ▶ **Scenario 2:** un investimento delle risorse crescente nel tempo, assumendo che si spenda il 45% delle risorse previste dalla terza relazione sullo stato del PNRR per il 2023 e il 70% di quelle previste per il 2024.

Si assume che le risorse vengano spese in investimenti pubblici (stimati essere pari al 62% del totale delle risorse), consumi collettivi (12%) e in altre categorie di spesa (e.g., incentivi di varia natura, il 26%).<sup>98</sup>

<sup>97</sup> Monitoraggio dell'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza - terza relazione sullo stato di attuazione del PNRR, focus sui profili di riprogrammazione del piano.

<sup>98</sup> Per la scomposizione per tipo di spesa (investimenti, consumi o altro) si rimanda al working paper N°2 *A macroeconomic assessment of the Italian National Recovery and Resilience Plan*, march 2022, Ministry of Economy and Finance.

## PIL reale, Italia (mln €)



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

Tenendo in considerazione questi due scenari, si stima che nello Scenario 1 (cioè caso di spesa delle risorse PNRR al 70% e poi al 90% del previsto nel 2023 e 2024), il PIL registrerebbe una crescita dello 0,6% nel 2023 ed una crescita dello 1,3% nel 2024. Nello Scenario 2 (spesa delle risorse PNRR al 45% e poi al 70% del previsto nel 2023 e 2024), l'economia italiana sperimenterebbe una crescita dello 0,3% nel 2023 e dello 0,5% nel 2024, segnando così due anni di crescita sottotono. Come già accennato, quindi, le risorse del PNRR rappresentano una leva importante della crescita del PIL italiano nel 2023 e nel 2024, in un contesto di crescenti tassi di interesse che scoraggiano consumi ed investimenti privati.



# Assunzioni a sostegno delle previsioni

Le previsioni sopra descritte si basano su una serie di assunzioni che delineano lo scenario di riferimento.<sup>99</sup> Nello specifico si considerano le seguenti ipotesi:

- ▶ **Commercio internazionale:** si ipotizza un rallentamento nel 2023 seguito da una accelerazione nel 2024, in cui il commercio internazionale tornerà a crescere a livelli intorno al 3% (ci si riferisce alla definizione del CPB, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis);
- ▶ **Gas naturale:** si ipotizza che il prezzo del gas naturale (riferito al Title Transfer Facility olandese) si attesti intorno ai 17\$/mmbtu entro la fine del 2023, e che rimanga su questo livello nel 2024;
- ▶ **Petrolio:** si ipotizza un prezzo del petrolio in linea con le ultime quotazioni, intorno agli 81\$ al barile nel 2023,<sup>100</sup> e che rimanga stabile negli anni successivi;
- ▶ **Tasso di cambio:** si assume che il tasso di cambio euro/dollaro si attesti sul valore di 1,07;
- ▶ **Spesa pubblica:** si considerano le proiezioni contenute nell'ultima Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano;<sup>101</sup>
- ▶ **Politica monetaria e tassi di interesse:** si ipotizzano due rialzi successivi di 25 punti base per i tre tassi di interesse di riferimento entro la fine dell'anno. Successivamente, da fine 2023 a fine 2024 si ipotizza un'inversione di rotta, che porterà in un anno ad una riduzione di un punto percentuale dei tassi di riferimento entro fine 2024. 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;

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

## Rischi al rialzo

- ▶ Riduzione delle tensioni tra Russia e Ucraina: le tensioni relative al conflitto potrebbero ridursi nel breve/medio termine, riducendo di conseguenza l'instabilità nel quadro macroeconomico;
- ▶ Bassa pressione della componente salariale sul livello dei prezzi, riducendo il rischio di persistenza del tasso di inflazione;
- ▶ Politica monetaria: blocco della stretta monetaria da parte della Banca Centrale Europea e minore pressione sulla domanda interna;
- ▶ Riadattamento veloce delle catene di fornitura: un più veloce riadattamento delle catene del valore a livello europeo e globale comporterebbe una minore pressione lungo le stesse, portando con sé una maggiore sicurezza di approvvigionamento e del commercio mondiale;
- ▶ Accelerazione della domanda interna: la crescita della domanda interna, soprattutto dei consumi, potrebbe risultare più significativa del previsto, grazie anche ad un mercato del lavoro in salute. La combinazione di un mercato del lavoro resistente e di una crescita sostenuta dei salari potrebbe compensare in larga misura l'erosione del potere d'acquisto dopo il progressivo ritiro delle misure di sostegno fiscale.

<sup>99</sup> I dati sono aggiornati al 3 luglio 2023.

<sup>100</sup> Si fa riferimento al prezzo del Brent.

<sup>101</sup> Documento di economia e finanza, 2023.

## Rischi al ribasso

- ▶ Aumento delle tensioni tra Russia e Ucraina: il conflitto potrebbe non trovare soluzione nel breve/medio periodo, perpetuando la precarietà geopolitica;
- ▶ Impatto più forte del previsto sull'economia reale della politica monetaria restrittiva: la BCE e le altre banche centrali mondiali potrebbero continuare con una politica monetaria restrittiva per più tempo del previsto in caso di inflazione persistente nelle diverse economie. Questo può tradursi in un rischio di bassa crescita prolungata, dovuto a minori consumi e investimenti scoraggiati dagli alti tassi di interesse;
- ▶ Stress nel sistema finanziario: gli alti tassi di interesse possono tradursi in maggiore stress per le istituzioni finanziarie, con conseguente impatto sui risparmiatori e un inasprimento delle condizioni di credito, tanto negli Stati Uniti quanto nell'Eurozona;
- ▶ PNRR: il mancato raggiungimento 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 impatta negativamente le economie emergenti tramite diversi canali (bassa crescita degli Stati Uniti e mondiale; deprezzamento della valuta dei paesi emergenti, con conseguente potenziale aumento dei tassi di interesse nelle economie emergenti per evitare un eccessivo deprezzamento, maggiore fragilità finanziaria);
- ▶ Normalizzazione della politica fiscale: difficile rientro da politiche economiche di supporto all'economia. I decisori politici dovranno infatti perseguire una combinazione di politiche macroeconomiche attentamente calibrate che continuino a gestire l'inflazione evitando al contempo ulteriore volatilità o tensioni nei mercati finanziari;
- ▶ 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.<sup>102</sup>

---

<sup>102</sup> 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](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 Macroeconomy<sup>103</sup>

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).<sup>104</sup> Questo trade-off è stato sottolineato più volte in letteratura, si vedano ad esempio le riflessioni in Granger (1999) e Pagan (2003).

Nella costruzione di HEY-MOM si è cercato di non trascurare nessuno dei due ingredienti di cui sopra (teoria economica e dati), nel tentativo di produrre un modello ibrido con un attento bilanciamento nella specificazione di relazioni (a) basate su comportamenti economici micro-fondati e al contempo (b) attente nella applicazione di rigorose tecniche di valutazione dell'informazione statistica. Un esempio di modello ibrido è costituito da MARTIN, il modello attualmente in uso presso la Banca Centrale Australiana (cfr Cusbert e Kendall, 2018).

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

## Le fondamenta economiche

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

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

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

<sup>103</sup> Il modello è stato realizzato in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna.

<sup>104</sup> "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](https://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](https://ey.com).

© 2023 EY Advisory S.p.A.  
All Rights Reserved.

ED None

Questa pubblicazione contiene informazioni di sintesi ed è pertanto esclusivamente intesa a scopo orientativo; non intende essere sostitutiva di un approfondimento dettagliato o di una valutazione professionale. EYGM Limited o le altre member firm dell'organizzazione globale EY non assumono alcuna responsabilità per le perdite causate a chiunque in conseguenza di azioni od omissioni intraprese sulla base delle informazioni contenute nella presente pubblicazione. Per qualsiasi questione di carattere specifico, è opportuno consultarsi con un professionista competente della materia.

[ey.com/IT](https://ey.com/IT)

# Contatti

## **Mario Rocco**

*Partner, Valuation, Modelling and Economics Leader, EY*  
[mario.rocco@it.ey.com](mailto:mario.rocco@it.ey.com)

## **Alberto Caruso**

*Senior Manager, EY*  
[alberto.caruso@it.ey.com](mailto:alberto.caruso@it.ey.com)

## **Luca Butiniello**

*Senior Analyst, EY*  
[luca.butiniello@it.ey.com](mailto:luca.butiniello@it.ey.com)