

Rapporti di previsione - Centro Studi Confindustria

ECONOMIA ITALIANA ANCORA RESILIENTE A INCERTEZZA E SHOCK?

AUTUNNO 2022



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

Il Rapporto è stato coordinato da Alessandro Fontana e Ciro Rapacciuolo.

Gli autori del capitolo sono:

Tullio Buccellato, Pasquale Capretta, Stefano Di Colli, Sofia Felici, Giovanna Labartino, Francesca Mazzolari, Stefano Olivari, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Chiara Puccioni, Ciro Rapacciuolo, Lorena Scaperrotta.

Gli autori dei focus sono:

n.1 Leonardo Ciotti (Università Luiss e stage al CSC), Sofia Felici, Ciro Rapacciuolo; n.2 Stefano Di Colli, Sofia Felici, Ciro Rapacciuolo; n.3 Francesca Mazzolari, Chiara Puccioni; n.4 Francesca Mazzolari, Stefano Olivari; n.5 Sofia Felici, Chiara Puccioni; n.6 Sofia Felici, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo; n.7 Lorena Scaperrotta; n.8 Cristina Pensa, Matteo Pignatti; n.9 Andrea Zazzarelli (Fathom Consulting).

L'*editing* è stato curato da Gianluca Gallo.

Si ringrazia Adriana Leo (Confindustria Servizi) per il contributo alla rilettura delle bozze.

Il Rapporto è stato chiuso con le informazioni al 5 ottobre 2022.

Per commenti scrivere a: csc@confindustria.it

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

Indice:

Sintesi e principali conclusioni	pag.	5
<hr/>		
Le previsioni per l'economia italiana	»	11
<hr/>		
1. Premessa: il quadro di riferimento	»	13
2. Il PIL	»	17
3. Le componenti del PIL	»	19
4. L'occupazione	»	28
5. Le retribuzioni e i prezzi	»	33
6. La finanza pubblica	»	37
7. Il credito per le imprese	»	40
8. Lo scenario internazionale	»	42
FOCUS:		
<hr/>		
1 - Un confronto con le crisi petrolifere	»	63
2 - L'impatto sull'economia italiana di un blocco al gas russo e di un <i>price cap</i>	»	67
3 - Luci e ombre sulla ripresa del turismo in Italia	»	70
4 - PNRR: riuscirà ad essere attuato nei tempi previsti?	»	73
5 - I prezzi record dell'energia fanno salire i costi delle imprese italiane alle stelle	»	78
6 - Indicatori qualitativi e dati effettivi: nel 2022 un legame meno stretto (come nel 2013)	»	81
7 - Robusta la risposta del Governo italiano contro il "caro energia"	»	88
8 - Cambi mondiali in ordine sparso, tra rialzi dei tassi e shock energetico	»	95
9 - Manovre espansive con impatti negativi: il caso recente del Regno Unito	»	98

Focus 9 - Manovre espansive con impatti negativi: il caso recente del Regno Unito¹

Il Regno Unito ha vissuto recentemente un raro doppio passaggio di consegne istituzionali. La successione di re Carlo III alla Regina Elisabetta II è stato sicuramente l'evento più mediatico e pubblicizzato, ma l'avvicendamento tra Primi Ministri conservatori - da Boris Johnson a Liz Truss - è forse quello che è stato più avvertito dai mercati finanziari per le conseguenze economiche che ha sul paese. Ad appena 17 giorni dalla sua investitura come Primo Ministro, Liz Truss, insieme al Cancelliere Kwasi Kwarteng, ha svelato un pacchetto di emergenza con l'obiettivo di stimolare la crescita e gli investimenti, ma anche per mitigare le difficoltà di famiglie e imprese causate dal caro-energia. Le iniziative principali della manovra includono²:

- una soglia massima di spesa di 2.500 sterline per famiglia all'anno sulla spesa di elettricità e gas (che in media dovrebbe comportare un risparmio di 1.000 sterline) cui si aggiunge un sussidio di 400 sterline per tutte le famiglie;
- aiuti alle imprese sui costi dell'energia, per un periodo di sei mesi;
- annullamento dell'aumento dell'imposta sul reddito delle società (che rimane al 19%);
- annullamento dell'aumento di 1,25 punti percentuali della *National Insurance Contribution* (una trattenuta fiscale sul reddito dei cittadini);
- abbassamento dell'aliquota di base sull'imposta sui redditi, da 20% al 19%;
- abolizione dell'aliquota massima sull'imposta sui redditi;
- ritorno dell'esenzione dell'IVA per i turisti;
- rimozione del tetto massimo sui bonus pagabili ai banchieri;
- istituzione di programmi per incentivare gli investimenti nelle infrastrutture del paese da parte di fondi pensioni;
- creazione di numerose Zone d'Investimento, con regime di tassazione zero o preferenziale, per incoraggiare la ricerca e sviluppo.

LA MANOVRA ANNUNCIATA AUMENTA L'INDEBITAMENTO PUBBLICO DI



72,4 MLD STERLINE



3% PIL

In un solo colpo questa manovra aumenta di circa 72,4 miliardi di sterline l'indebitamento pubblico britannico, circa il 3% del PIL. Quella che doveva essere un'operazione per dimostrare l'intenzione del nuovo Governo di favorire la crescita economica è stata accolta dal mercato con chiari segni di scetticismo.

La sterlina, già debole contro il dollaro, nei tre giorni successivi all'annuncio della manovra si è deprezzata di un ulteriore 4,6% e del 2,7% contro l'euro. I rendimenti dei titoli di Stato sono schizzati di circa 100 punti base e il tasso a 30 anni si è attestato sopra quota 5% per la prima volta dal maggio 2002, per poi ridiscendere sotto tale soglia. Gli investitori, detentori di titoli a 10 o 30 anni, hanno registrato perdite dell'8% e 19% nel giro di 3 sessioni di mercato. Anche il mercato azionario ha risentito del contraccolpo, con l'indice FTSE-250, dominato da compagnie di taglia minore rispetto al FTSE-100 e che risentono maggiormente degli andamenti dell'economia domestica, che ha registrato perdite di circa il 6% nello stesso arco temporale.

¹ Questo Focus è stato realizzato da Andrea Zazzarelli di *Fathom Consulting*.

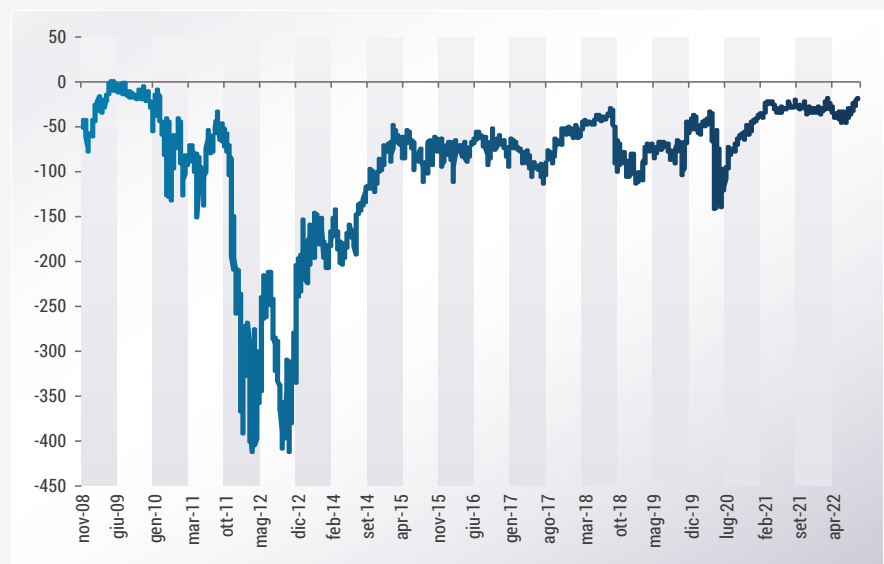
² Qui la lista delle misure dal sito del governo britannico: <https://www.gov.uk/government/publications/the-growth-plan-2022-documents/the-growth-plan-2022-html#tackling-energy-prices>

L'impatto sull'economia britannica Secondo stime di Fathom Consulting, gli sgravi previsti avranno un impatto positivo sul PIL britannico di appena lo 0,2% circa nel corso dei prossimi quattro trimestri. Ciò è legato alla bassa propensione al consumo delle famiglie a reddito più elevato che sono i principali beneficiari di queste misure.

Inoltre, la reattività dei consumi e degli investimenti agli incentivi fiscali tende generalmente ad essere correlata in maniera pro-ciclica con l'andamento dell'economia, alimentando seri dubbi su un loro contributo significativo alla crescita economica nel breve e medio termine, alla luce delle aspettative di un forte rallentamento dell'economia globale. Il pacchetto approvato, quindi, darà un limitato beneficio in termini di crescita, a fronte di un significativo incremento dell'indebitamento strutturale.

Questa valutazione negativa non è tuttavia, di per sé, sufficiente a spiegare completamente la risposta del mercato alla manovra. L'effetto più importante che ha avuto riguarda, infatti, l'erosione della credibilità del Governo britannico che si è riflesso nell'aumento nel premio al rischio. Lo spread tra il CDS (*Credit Default Swap*, una sorta di assicurazione contro il default) sulle obbligazioni di Stato britanniche ed il corrispettivo italiano ha raggiunto il livello più alto da prima dalla crisi dei debiti sovrani (Grafico A).

Grafico A
CDS: Spread Regno Unito meno Italia
(Valori %, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni Fathom Consulting.

I mercati non hanno apprezzato alcuni punti della manovra. In primo luogo, in modo del tutto inusuale, il Governo ha presentato la manovra in gran parte senza coperture fiscali e, in aggiunta, ha nascosto, contrariamente alla prassi, le previsioni dell'Ufficio della Responsabilità sul Budget (l'OBR, una sorta di Corte dei Conti) sull'impatto economico e fiscale della manovra.

A questo va aggiunta la reazione tiepida dell'opinione pubblica e dei media perché alcune misure sono state percepite come socialmente divisive. Basti pensare che un recente sondaggio, promosso dopo l'approvazione del pacchetto, attribuisce all'opposizione laburista un vantaggio di 33 punti percentuali di gradimento sul governo Conservatore della Premier Liz Truss e ha spinto il Primo Ministro a rinunciare all'abolizione delle aliquote per i redditi più alti.

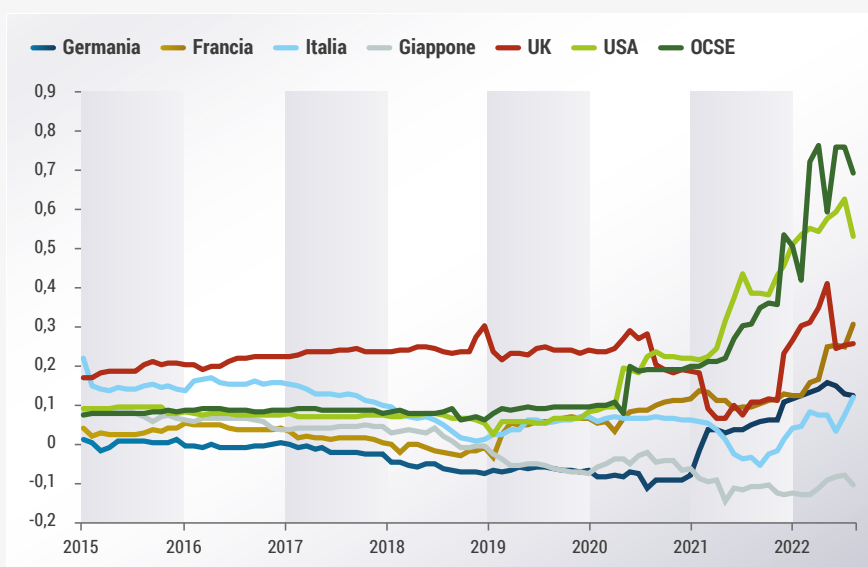
Ma a preoccupare i mercati è stata soprattutto l'incertezza che la manovra ha generato sull'efficacia della politica monetaria futura. Vi è una palese mancanza di coordinamento tra le autorità fiscali e monetarie, che crea incertezza sulla dinamica futura di inflazione e tassi. Secondo diversi osservatori, la Ban-

ca d'Inghilterra era già in ritardo nell'innalzare i tassi, a fronte delle pressioni inflazionistiche. Secondo le analisi di Fathom, e ben prima della manovra, il Regno Unito risultava il paese occidentale con il più alto rischio di veder materializzarsi una spirale tra prezzi e salari, per la prima volta in decenni.

Questo perché il tasso di disoccupazione si attesta solo al 3,6% sia per gli elevati flussi migratori in uscita post-Brexit, sia per le politiche economiche di salvaguardia dell'occupazione messe in atto durante la pandemia. Un ruolo importante ha anche l'ammontare di extra-risparmio (che stimiamo essere ancora quasi il 10% del PIL nominale) che scoraggia il rientro di parte della manodopera nel mercato del lavoro.

Nello scenario centrale di Fathom, si stima che l'inflazione, pur in discesa, rimanga elevata, intorno al +5% fino alla fine del 2024, con elevati rischi al rialzo e soprattutto che si determini un aumento strutturale nelle aspettative di inflazione. Segni in questa direzione non mancano. Le pressioni inflazionistiche continuano a manifestarsi su categorie di beni di consumo sempre più ampie (Grafico B).

Grafico B
Pass-through da inflazione
"non-core" a "core"
 (Coefficienti di Impatto*)



* Coefficiente sulla "non-core" inflation ritardata, in un'equazione per la "core" inflation usando una finestra di 10 anni.

Fonte: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting.

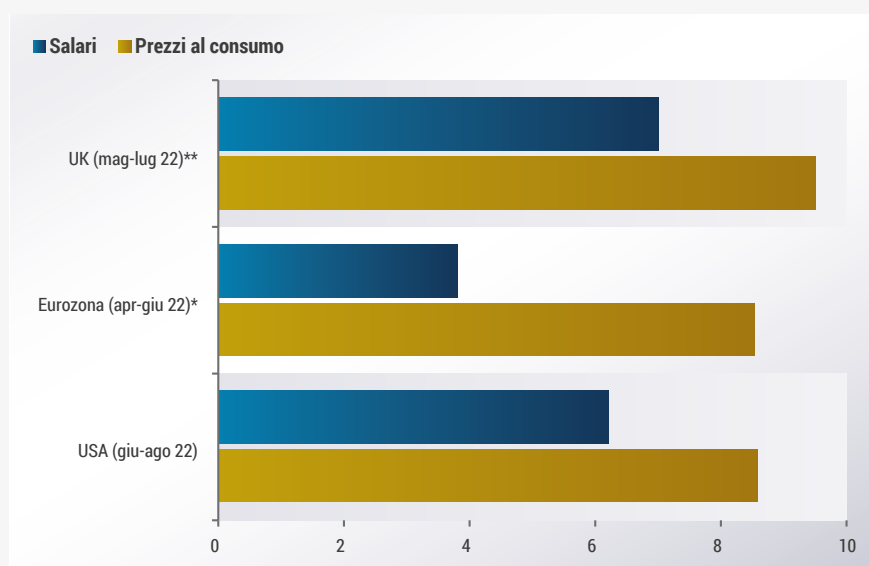
Le aspettative dei consumatori sui prezzi rimangono elevate e la crescita salariale nei settori dove la manodopera è più scarsa si è attestata al di sopra del +5% nel corso dell'ultimo anno (Grafico C).

In questo contesto, la Banca d'Inghilterra ha rialzato i tassi di 2,15 punti percentuali, dallo 0,10% toccato durante il periodo della pandemia. Rispetto alla FED, che affronta condizioni simili ma senza l'impatto della Brexit e con uno shock ai prezzi energetici di portata largamente inferiore, i tassi britannici sono quasi di un punto percentuale più bassi.

L'annuncio della manovra ha ulteriormente accresciuto il rischio che si materializzi una spirale prezzi-salari e complicato il lavoro della Banca d'Inghilterra. Infatti, il deprezzamento della sterlina tende a peggiorare le pressioni inflazionistiche attraverso le importazioni e a deprimere la domanda. Viceversa, il contributo positivo derivante dalle esportazioni è limitato, vista la modesta taglia del settore manifatturiero britannico. L'aumento dei rendimenti registrato sui titoli governativi e l'aumento delle aspettative d'inflazione sono logiche conseguenze di questi rischi.

Grafico C Ultimi dati sull'inflazione nei salari e nei prezzi

(Variazioni % annue)



* Basato sui dati sugli accordi salariali in Q2 (con un aggiustamento per il "wage drift").

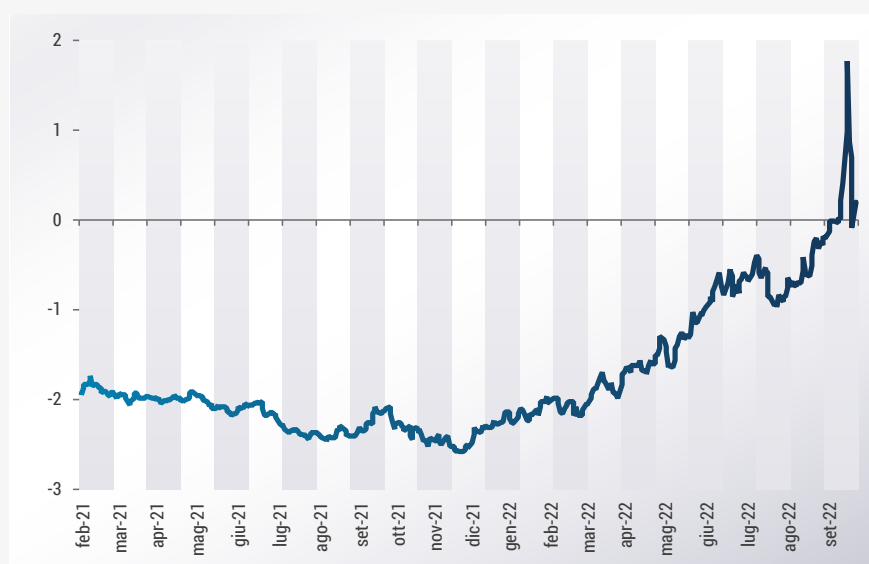
** Basato sulla misura dei salari proprietaria di Fathom ("bonus-smoothed").

Fonte: Refinitiv Datastream / Fathom Consulting.

Il recente andamento del tasso reale a 30 anni sintetizza bene ciò che è accaduto. Nella prima fase, dominata dal consenso sulla natura transitoria delle pressioni inflazionistiche, il tasso reale è rimasto negativo (tra il -2% e il -1%). Poi è salito progressivamente verso lo zero man mano che il mercato si è reso conto che l'inflazione sarebbe rimasta a lungo al di sopra del target del +2% senza un rialzo più deciso del costo del denaro da parte della Banca Centrale. Nei giorni a seguire l'annuncio della manovra, il tasso reale è, infine, schizzato a quasi il +2%, al di sopra del tasso di crescita potenziale dell'economia britannica (Grafico D).

Grafico D UK: titoli sovrani a 30 anni

(Rendimento, tasso reale, valori %)



Fonte: elaborazioni Fathom Consulting.

Il tasso reale è più recentemente sceso a seguito dell'intervento della Banca Centrale, che ha di fatto monetizzato la manovra del Governo annunciando che avrebbe temporaneamente riaperto le operazioni di QE fino ad un ammontare di 65 miliardi di sterline. Quest'intervento sembrerebbe principalmente mirato ad apportare liquidità al sistema ed eliminare sul nascere

problemi alla stabilità dei mercati finanziari interni. Infatti, come riportato da più fonti, alcuni fondi pensione britannici avrebbero difficoltà di cassa a causa dei loro programmi di *hedging* ed in seguito alle ingenti perdite generate dall'inattesa risalita dei tassi d'interesse³.

La recente discesa dei tassi di rendimento sui titoli di Stato sembra però temporanea; nel prossimo futuro sono destinati di nuovo a salire. I mercati aspettano un forte segnale dalla Banca Centrale nel combattere l'inflazione. Qualora questa aspettativa venisse delusa, sarà probabilmente il mercato a testare i limiti temporanei del supporto della Banca Centrale, con forti paralleli con gli episodi del *Black Wednesday* del settembre 1992 e, più recentemente, la crisi europea dei debiti sovrani. Come dimostrano i due casi, il rischio per l'economia britannica è di una recessione profonda, alla luce anche di un'alta storica sensibilità dell'economia ai tassi d'interesse, attraverso il canale del mercato immobiliare e creditizio.

³ I più comuni programmi di *hedging* dei fondi pensione britannici sono implementati tramite prodotti derivati chiamati *swaps*, che incorrono in perdite quando i tassi salgono.