

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

8. Lo scenario internazionale

Shock energetico e inflazione incombono sullo scenario globale Lo scenario internazionale è segnato dal balzo dei prezzi energetici che sta pregiudicando l'attività produttiva mondiale, seppure con diversa intensità nelle varie aree geografiche. L'Europa è quella più fortemente colpita. L'inflazione, spinta dai rincari energetici, è in forte aumento e riduce il potere d'acquisto delle famiglie. Il conseguente diffuso rialzo dei tassi di interesse frena gli investimenti, in particolare in settori come le costruzioni, con un progressivo effetto negativo sulla domanda e di conseguenza sull'attività produttiva. Infatti, le più recenti previsioni delle istituzioni internazionali anticipano per quest'anno un netto rallentamento del ciclo economico mondiale.

La dinamica degli scambi mondiali di beni ha sorpreso al rialzo nei primi sette mesi del 2022, attestandosi al +3,6% di crescita rispetto alla media del 2021, nonostante il perdurare del conflitto russo-ucraino, dei blocchi produttivi in Cina dovuti alla politica zero-Covid e dei conseguenti colli di bottiglia in alcune catene di fornitura globali.

COMMERCIO MONDIALE



Nello scenario CSC, il commercio mondiale è quindi rivisto al rialzo nel 2022 (+4,0%) rispetto alle previsioni di aprile (+2,0%). Tale stima sconta una dinamica nella seconda parte dell'anno sostanzialmente piatta: il commercio mondiale perderà nel secondo semestre del 2022 lo slancio che ha mantenuto nella prima metà. L'uscita fiacca dal 2022 influisce sulla previsione del 2023, cui consegna un "acquisito" prossimo allo zero. Per il 2023, quindi, il commercio mondiale è rivisto al ribasso (+2,3%; Tabella 3) rispetto ad aprile (+4,5%), con una crescita prevista in forte rallentamento, sotto la media di lungo periodo (+3,3%).

L'impatto della guerra e delle sanzioni economiche varate fino a giugno sembra essere stato ad oggi ancora contenuto in termini di crescita degli scambi mondiali, anche perché non tutte le aree sono esposte allo stesso modo. Anzi, in alcuni paesi, *in primis* la Cina e l'India, gli scambi con il paese sanzionato, la Russia, si sono rafforzati nella prima metà del 2022.

I due grandi shock che si sono succeduti negli ultimi tre anni, la pandemia da Covid, prima, e l'invasione russa dell'Ucraina, dopo, hanno comportato forti pressioni sulla catena di approvvigionamento sia per la carenza di materie

Tabella 3
Le esogene internazionali della previsione

(Variazioni %)

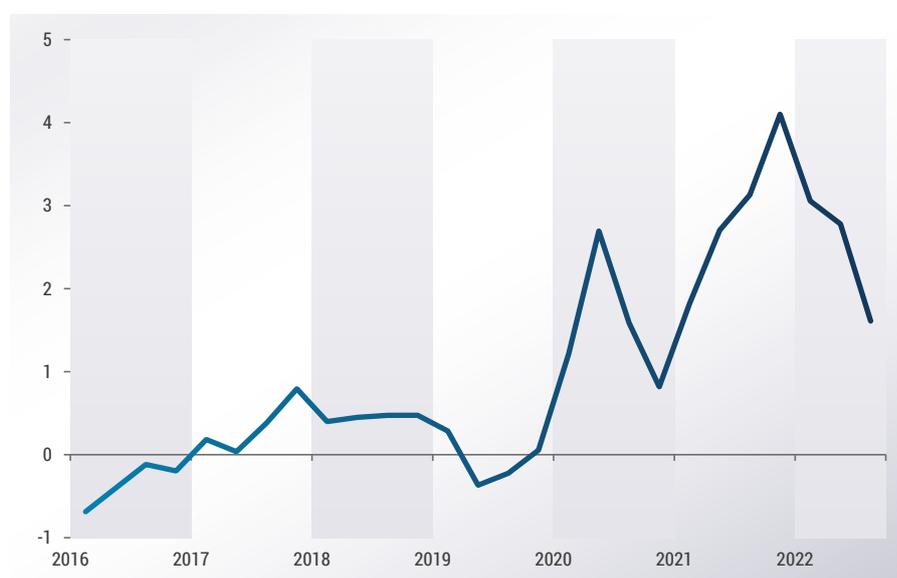
	2020	2021	2022	2023
Commercio mondiale	-5,4	10,3	4,0	2,3
PIL - Stati Uniti	-3,5	5,6	1,5	1,1
PIL - Area euro	-6,5	5,2	3,0	0,3
PIL - Paesi emergenti	-2,0	6,4	3,6	3,8
Prezzo del petrolio ¹	42	71	102	91
Prezzo del gas (Europa)	9	47	150	204
Cambio dollaro/euro ²	1,14	1,18	1,05	1,00
Tasso FED effettivo ³	0,37	0,08	1,92	4,50
Tasso BCE ³	0,00	0,00	0,59	2,50

¹ Brent, dollari per barile; ² livelli; ³ valori %.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI, CPB.

Grafico 22
Si allenta la pressione sulle catene di approvvigionamento

(Indice globale di pressione sulle catene di approvvigionamento*)



* *Global Supply Chain Pressure Index*, si veda la nota 7.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FED.

Scorporando le componenti principali relative alla logistica, emerge che l'indice dell'attività portuale di container - *RWI/ISL Container Throughput Index* - ad agosto è aumentato indicando un ritorno alla normalizzazione del traffico nei principali porti (cinesi e nord-europei).

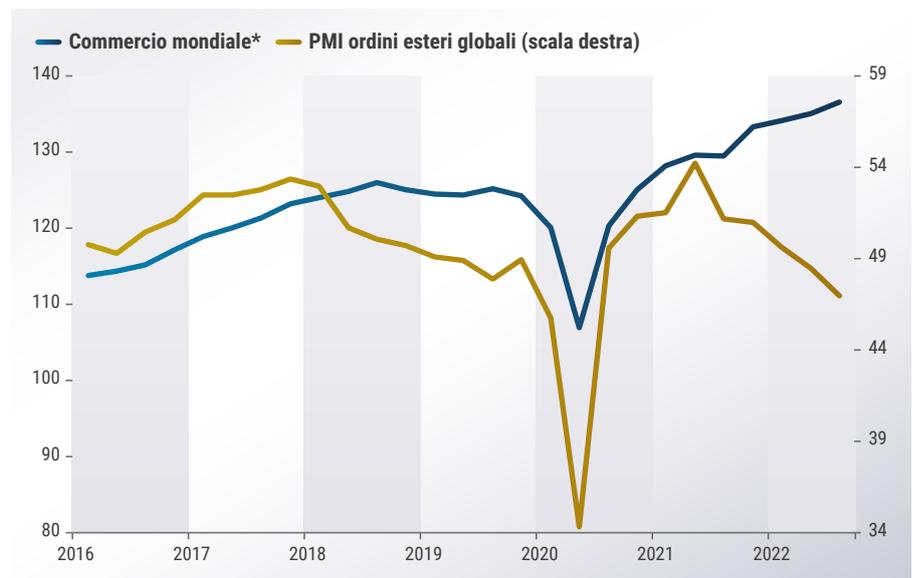
⁷ L'indice è una misura pluridimensionale della pressione globale sulle catene di approvvigionamento, considerando congiuntamente: il *Baltic dry index*, rappresentativo del costo di trasporto e noli marittimi delle materie prime secche, l'indice *Harpex*, che guarda ai tassi di spedizione dei container, il costo del trasporto aereo lungo una serie di rotte, unito anche agli indicatori qualitativi dei PMI (*Purchasing Managers' Indices*) per le principali economie globali. Si veda, Benigno G., di Giovanni J., Groen J. e Noble A.I., "A new barometer of global supply chain pressures", Federal Reserve Bank of New York, 4 gennaio 2022.

A settembre la componente ordini esteri del PMI globale ha continuato a scendere sotto la soglia neutrale (50), per il settimo mese consecutivo, segnando contrazione negli scambi mondiali.

I dati del commercio mondiale, invece, restano in crescita (+0,7% a luglio rispetto a giugno), determinando una divaricazione marcata tra le due variabili⁸ (Grafico 23). La componente ordini esteri PMI globale dovrebbe anticipare un rallentamento della domanda mondiale, sotto le spinte inflazionistiche e della stagnazione degli Stati Uniti, primo importatore mondiale, le cui importazioni hanno sperimentato una fortissima accelerazione nel corso del 2022.

Grafico 23 Continua la crescita degli scambi globali

(Dati trimestrali a prezzi costanti, 50 = soglia neutrale)



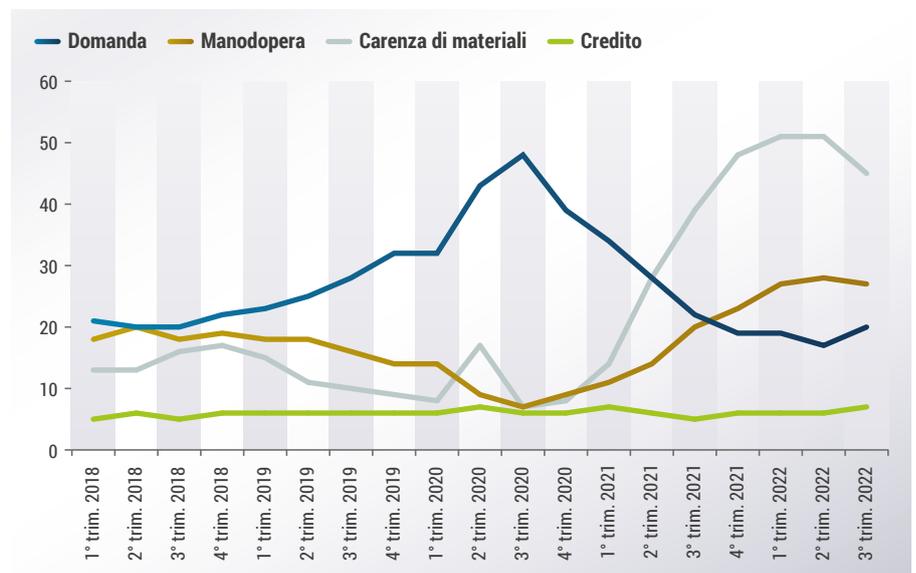
* 3° trimestre 2022: luglio.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB e S&P Global.

In linea con quanto rilevato dal PMI globale sono le indicazioni riguardo ai fattori limitanti la produzione, per i 27 paesi dell'Unione europea, secondo quanto emerge dalle inchieste della Commissione. La percentuale di imprese che segnala carenze di materie e/o attrezzature, che ha toccato il suo picco nei primi due trimestri del 2022 (51% dei rispondenti), è in lenta riduzione ma resta molto alta. Aumenta quella che indica una contrazione della domanda come vincolo alla produzione (20% nel 3° trimestre; Grafico 24).

Grafico 24 Fattori limitanti la produzione nell'Unione europea

(In % dei rispondenti)



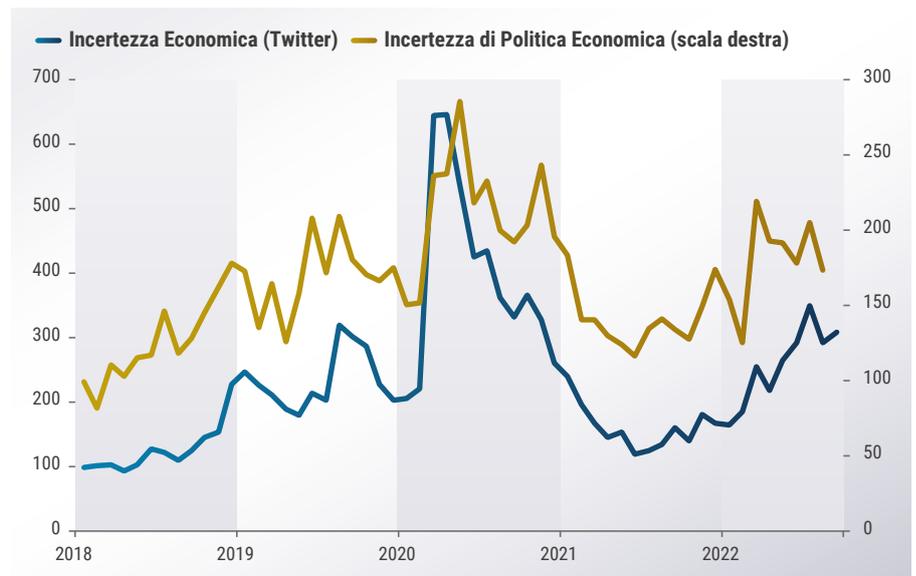
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

⁸ Si veda il Focus 6.

Altro elemento rilevante per gli scambi mondiali è l'incertezza, che permane su livelli elevati, sebbene da luglio abbia iniziato a invertire la tendenza. Tale inversione potrebbe essere il risultato di una certa assuefazione al conflitto in corso, che diventa un nuovo elemento "strutturale", senza che questo prelude ad una riduzione permanente dell'incertezza. Anzi, l'attuale rischio di *escalation* del conflitto ha già fatto oscillare verso l'alto l'incertezza giornaliera. Ciò costituisce un grave deterrente per gli investimenti diretti esteri nel mondo, che nel 2022 sono previsti dall'UNCTAD⁹, nello scenario migliore, piatti rispetto al 2021 (dopo +64%), con effetti negativi anche sugli scambi mondiali (Grafico 25).

Grafico 25 Permane elevata l'incertezza

(Indice, gennaio 2018=100)

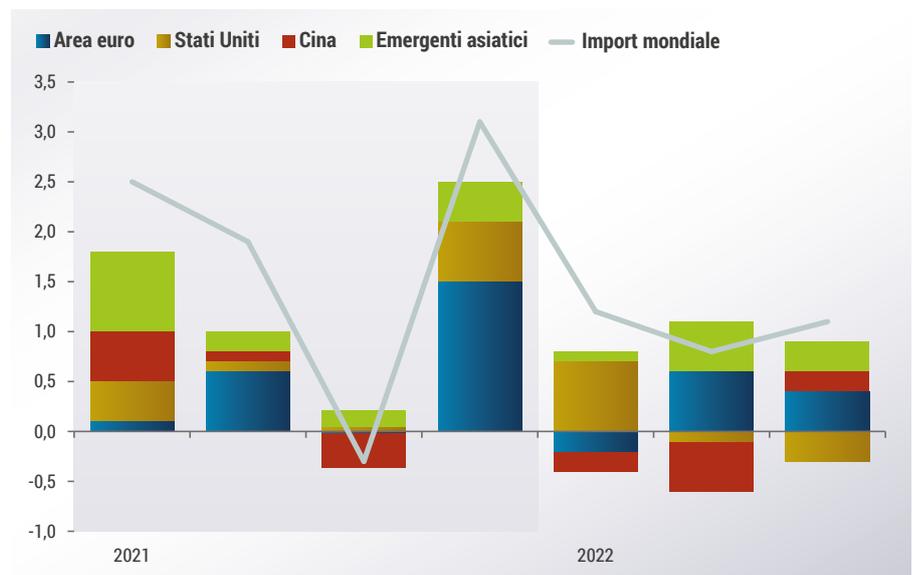


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Economic Policy Uncertainty.

Componenti del commercio globale A sostenere la crescita degli scambi mondiali nella prima parte del 2022 sono stati soprattutto i paesi avanzati, Area euro e Stati Uniti, mentre i paesi emergenti hanno complessivamente rallentato. In particolare, ciò che è venuto meno è stato il contributo delle importazioni cinesi, mentre gli altri paesi emergenti asiatici hanno continuato a sostenere la domanda mondiale (Grafico 26).

Grafico 26 La Cina passa il testimone nell'espansione del commercio

(Import mondiale, crescita e contributi alla crescita, dati trimestrali)



* 3° trimestre 2022: luglio.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati CPB.

⁹ World Investment Report, 2022.



Lo scenario previsivo CSC incorpora un cambio nel baricentro della crescita degli scambi mondiali: rallenteranno fortemente quelli dei paesi avanzati e riprenderanno maggiore dinamicità quelli cinesi. Questo scenario di crescita sconta che la politica zero-Covid attuata finora in Cina, che ha fortemente impattato sulla produzione, gradualmente verrà allentata, specie dalla seconda parte del 2023. Inoltre, una buona disponibilità di gas e petrolio, data l'assenza di sanzioni verso il fornitore principale di queste commodity, la Russia, favorisce il sistema produttivo cinese.

USA meno penalizzati da shock e conflitto Nello scenario CSC si ipotizza una crescita del PIL degli Stati Uniti dell'1,5% nel 2022, che segue il rimbalzo post-Covid del 5,6% registrato nel 2021, e dell'1,1% nel 2023.

Nel 2° trimestre del 2022, il PIL americano è diminuito per la seconda volta consecutiva (-0,1% trimestrale, dopo -0,4%), portandosi del 2,6% al di sopra del livello del 4° trimestre 2019 (pre-Covid). Gli investimenti fissi lordi, migliorati dell'1,8% congiunturale nel 1° trimestre del 2022 sono tornati a diminuire nel 2° (-1,1%), mentre la tenuta dei consumi (+0,4%, di cui +0,8% di servizi, -0,6% di beni) ha attenuato il calo del prodotto totale.

La variazione acquisita per il 2022 è dunque diminuita dello 0,1% tra il 1° e il 2° trimestre (da +1,5% a +1,4%) e, in modo più significativo, rispetto al trascinarsi che si aveva a fine 2021 (+2,0%). Coerentemente, lo scenario ipotizzato per il biennio 2022-2023 è stato rivisto al ribasso di 1,5 punti percentuali nel 2022 (da +3,0%) e di 1,6 punti percentuali nel 2023 (da +2,7%).

I punti di attenzione nel quadro economico statunitense sono i seguenti:

- La guerra ha avuto un peso minore che altrove. Lo shock energetico e l'invasione russa dell'Ucraina stanno avendo effetti diretti sull'economia statunitense più contenuti di quelli osservati per altri paesi. D'altra parte, il rallentamento del commercio internazionale nel 2022 (sebbene meno pronunciato delle attese) dovrebbe accentuarsi nel 2023 e penalizzare pure gli USA, anche a causa dell'aumento dell'incertezza a livello economico, finanziario e geopolitico. L'incertezza di politica economica americana misurata dall'*EPU Index*¹⁰ ha registrato un aumento significativo, per quanto molto meno marcato di quello globale (7,4% nella media dei primi otto mesi del 2022, rispetto ai corrispondenti mesi del 2021).
- L'indice della produzione industriale ha tenuto (Grafico 27): nel 2° trimestre del 2022 ha, per la prima volta, superato il punto massimo di gennaio 2018 (già prima i valori pre-pandemia). La crescita trimestrale è stata dell'1,3%, la più alta da giugno del 2021, ed è seguita al rallentamento nel 1° trimestre. Tuttavia, i dati di luglio ed agosto prefigurano una variazione acquisita nel 3° trimestre molto più contenuta (+0,4%), che sembra anticipare un possibile calo nella seconda metà del 2022 e una variazione annua inferiore di 0,8 punti percentuali rispetto a quella del 2021 (+4,1% da +4,9%).
- Gli indicatori qualitativi nel corso del 2022 hanno mantenuto valori espansivi, ma in progressivo calo. Il PMI manifatturiero, dopo un incoraggiante incremento nei mesi tra febbraio e aprile del 2022, ha ripreso un trend di rallentamento che si protrae dal picco toccato a luglio 2021. La media acquisita nel 3° trimestre del 2022 è di 4,6 punti inferiore a quella del 2°, in linea con quanto registrato per l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago (-5,4 punti) e l'ISM manifattura (-2,0 punti). I livelli medi trimestrali si mantengono al di sopra della soglia di espansione, anche se con un margine sempre più ridotto: 1,7 punti per

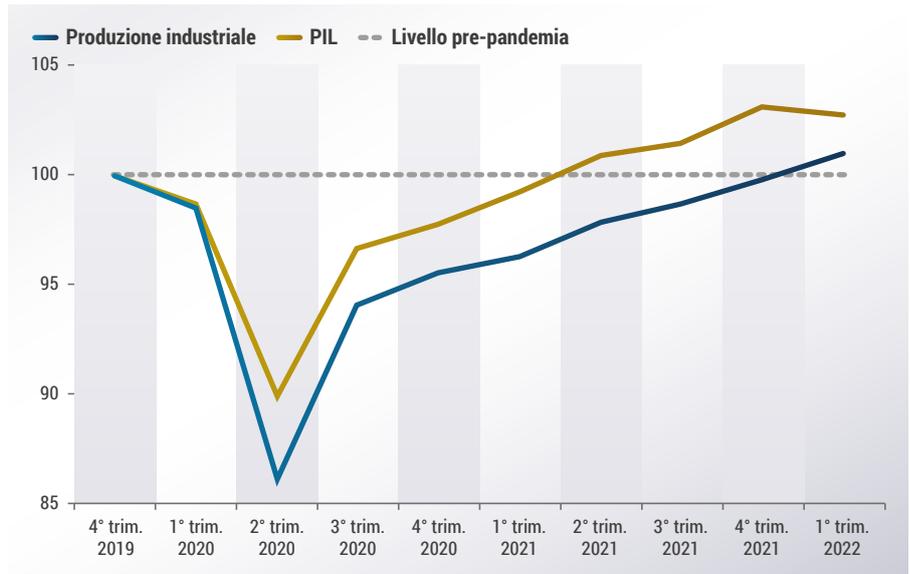
¹⁰ L'*Economic Policy Index* è elaborato da Baker S.R., Bloom N. e Davis S.J. ("Measuring economic policy uncertainty", *The quarterly journal of economics*, 2016; <https://www.policyuncertainty.com/index.html>).

il PMI manifatturiero da 8,1 di fine 2021; 2,2 punti per l'indice dei Direttori degli acquisti di Chicago da 14,4; 2,8 punti per l'ISM manifatturiero da 10,2. Gli indici sull'attività manifatturiera locali della FED sono attestati su valori significativamente inferiori alla media del 2021, in molti casi (con l'eccezione di Dallas) anche su livelli recessivi.

- Il mercato del lavoro nel 2022 si è stabilizzato su un tasso di disoccupazione inferiore al 4,0%. Ad agosto i posti di lavoro creati da giugno 2020 (saldo complessivo di 20,8 milioni) hanno quasi interamente recuperato quelli persi nei settori non agricoli durante la pandemia nei mesi di marzo e aprile 2020 (21,2 milioni).

Grafico 27 USA: rallenta la produzione

(Indice produzione industriale medie trimestrali, 4° trim. 2019=100)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FRED.

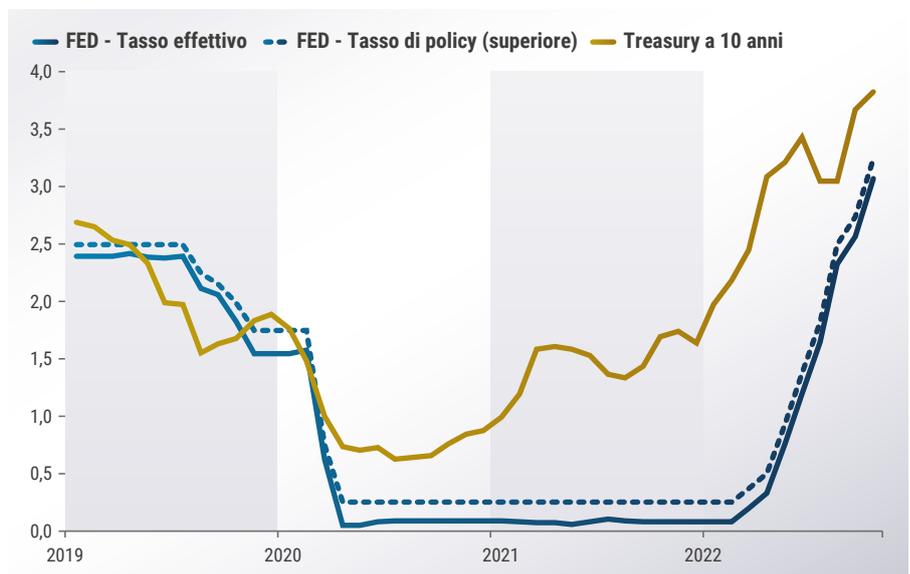
TASSO FED



Inflazione alta e massicci rialzi dei tassi FED La FED sta continuando a rialzare i tassi ufficiali: con la quinta mossa, all'unanimità, a settembre li ha portati nella forchetta 3,00-3,25%. Il tasso di riferimento fino a marzo era fermo a 0,00-0,25%. Si trovava a quei livelli da aprile 2020, quando era stato tagliato bruscamente per sostenere la ripresa post-Covid. Il tasso effettivo FED, da 0,08% a febbraio, è salito quindi a 3,08% a settembre (Grafico 28).

Grafico 28 Tassi americani in rialzo

(USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il motivo è il balzo dell'inflazione (+8,3%), salita a oltre quattro volte la soglia obiettivo FED (+2,0%). Negli USA, l'inflazione è troppo alta anche esclusi energia e alimentari (+6,3%): ciò riflette la maggior domanda interna (rispetto all'Eurozona) e, quindi, le pressioni sui prezzi diffuse. La dinamica delle retribuzioni nominali negli USA ha accelerato al +5,1% annuo nel 2° trimestre 2022, incorporando in parte la maggior inflazione.

Secondo la FED, la disoccupazione resta poco sotto ai valori di lungo termine e l'economia americana è abbastanza in salute da poter fare a meno dello stimolo monetario, nonostante il caro-energia, il conflitto in Ucraina, la persistente pandemia.

A settembre il comunicato FED continua a indicare che il tasso ufficiale sarà alzato ancora nelle prossime riunioni. Il FOMC (*Federal Open Market Committee*) ha segnalato che la maggioranza dei suoi membri intende alzare i tassi ancora di oltre un punto, a 4,25-4,50% a fine 2022. Per il 2023, la stessa maggioranza è favorevole a un ultimo rialzo, al 4,50-4,75%.

I mercati scontano un sentiero simile di rialzo dei tassi. I *future* indicano infatti tassi FED a 4,25-4,50% a dicembre 2022 (con attese salite di oltre mezzo punto nell'ultimo mese). Per il 2023, invece, ritengono più probabile che il tasso rimanga fermo; assegnando comunque una probabilità contenuta a un ultimo rialzo a 4,50-4,75% (stime CME).

Nello scenario CSC, coerentemente con tali indicazioni, la FED alzerà i tassi in due mosse nella parte finale del 2022, fino al 4,50%, mentre nel 2023 i tassi resterebbero fermi. Lo scenario CSC di aprile incorporava un rialzo molto minore (a 2,50%) e meno ripido (distribuito tra il 2022 e il 2023).

Dunque, la politica monetaria frenerà l'economia USA già nel corso del 2022: il tasso di riferimento, infatti, ha superato a settembre il livello neutrale di lungo periodo (stimato al 2,5% dal FOMC) e lo distanzierà ampiamente alla fine di quest'anno. L'impatto della politica monetaria restrittiva si farà sentire quindi soprattutto nel corso del 2023, quando il tasso supererà tale soglia fin dall'inizio dell'anno.

Il tasso FED resterà nettamente superiore a quello BCE nel corso del 2022 e del 2023, con una distanza media pari a +1,33 punti quest'anno e a +2,00 il prossimo. Ciò continua a esercitare una forte spinta a indebolire l'euro rispetto al dollaro. Questo avviene nonostante i rialzi BCE nel 2022 che hanno limitato la distanza tra i due tassi.

Inoltre, la FED ha fermato già a marzo 2022 il piano di *Quantitative Easing*, che fino a ottobre 2021 realizzava acquisti di titoli americani per 120 miliardi di dollari al mese. Lo stop è avvenuto prima dell'atteso, visti i progressi sull'occupazione e l'aumento vertiginoso dell'inflazione.

La FED ha già deciso anche di limitare, da maggio, il reinvestimento in bond delle somme incassate da quelli che giungono a scadenza. Da settembre, titoli scaduti per 95 miliardi al mese non vengono riacquistati. Lo stock di titoli accumulato, perciò, si sta gradualmente riducendo, pur restando enorme: 5.687 miliardi di *Treasury* e 2.718 di *Mortgage Backed Security* a settembre. Per il momento non si prevedono, invece, vendite di titoli.

La fine del QE e l'inizio della riduzione dello stock hanno annullato la precedente spinta al ribasso sui tassi USA di medio-lungo termine. Perciò, il rendimento del *Treasury* decennale è salito a 3,49% a settembre, da 1,63% a fine 2021.

Eurozona tra guerra e rincari energetici: deboli prospettive di crescita Nel 2021 l'Eurozona ha chiuso l'anno registrando una crescita del PIL di +5,2%, grazie al rimbalzo dei consumi delle famiglie (+3,7%) e al sostegno derivante dall'aumento degli investimenti (+4,1%). L'andamento positivo ha caratterizzato anche la prima parte del 2022, nonostante il contesto reso vulnerabile da

PIL EUROZONA



2022
+3,0%

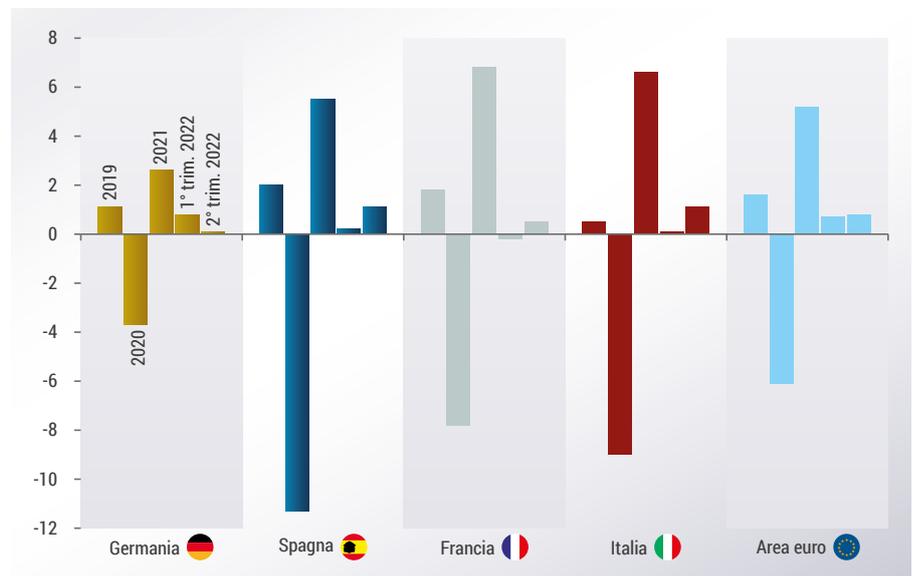
2023
+0,3%

diversi fattori: evoluzione della pandemia, invasione russa dell'Ucraina, rincari energetici e di altre materie prime. Dopo il 1° trimestre positivo (+0,7%), l'Eurozona ha proseguito lungo una traiettoria di crescita (+0,8% nel 2° trimestre), meglio delle attese.

Ciò grazie in particolare, nel 2° trimestre, al contributo derivante dalla spesa delle famiglie (+1,3%), grazie al completo superamento delle misure di restrizione pandemica e, in misura più modesta, a quello degli investimenti (+0,9%). Questa crescita ha portato l'Area al di sopra del livello pre-Covid (+1,8% nel 2° trimestre 2022), sebbene in maniera eterogenea (Grafico 29)¹¹. Tra i principali paesi europei, Spagna e Italia sono state le più virtuose, registrando entrambe un +1,1% nel 2° trimestre, seguite da Francia (+0,5%) e Germania che ha registrato una variazione appena positiva (+0,1%). La buona dinamica del PIL italiano nel 2° trimestre le garantisce il primato in termini di *gap* dal pre-Covid (+1,3%), meglio della Francia (+0,9%); al contrario, la Spagna risulta ancora distante (di -2,3 punti percentuali), mentre la Germania è appena sotto (-0,03%)¹².

Grafico 29 Crescita eterogenea tra i paesi dell'Eurozona

(Var. % congiunturali, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Le informazioni congiunturali per il 3° trimestre 2022 mostrano segnali di graduale indebolimento, che si materializzeranno in una variazione negativa del PIL nel 4° trimestre. A partire da marzo il clima di fiducia dell'Area euro (ESI) rilevato dalla Commissione si è progressivamente affievolito: nel 3° trimestre si è registrata una diminuzione del 7,3% rispetto al 2°. Il pessimismo è generalizzato, ma visibilmente più marcato nell'industria e nelle costruzioni (-81,6% e -51,2%), seguite dal settore dei servizi (-42,2%). Un peggioramento è stato rilevato anche nelle aspettative riguardanti l'occupazione (-3,8% nel 3° trimestre).

Anche le ultime indagini qualitative sull'attività economica, basate su valutazioni dei direttori degli acquisti, segnalano un rallentamento. La frenata è dovuta in particolare al settore manifatturiero, coerentemente con la debole dinamica della produzione industriale, che a luglio ha registrato un crollo del 2,3%, la flessione più intensa da aprile 2020 e che la riporta nuovamente sotto

¹¹ Rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, l'attività economica europea ha registrato una variazione positiva di +4,1%.

¹² Sul valore molto positivo per la media dell'Eurozona influisce il valore estremo in Irlanda (+28,4%), per effetto delle diverse transazioni di imprese multinazionali (MNE) che vengono incluse nei conti nazionali. Come durante il periodo della pandemia, inoltre, il settore delle esportazioni irlandese si sta mostrando particolarmente resiliente.

i livelli del 2019 (-0,7%). L'indice PMI manifatturiero ha virato sotto la soglia di 50, segnalando contrazione ad agosto (49,6), per poi diminuire ulteriormente a settembre (48,4). Anche il PMI dei servizi si è indebolito (48,9 a settembre).

Lo scenario CSC ipotizza un +3,0% per il 2022 (inferiore all'acquisito, +3,2%), seguito da una debole dinamica di +0,3% nel 2023. Mentre nel primo semestre del 2022 l'economia dell'Eurozona si è mostrata resiliente e ha tratto vantaggio dalla spinta proveniente sia dalla domanda interna, sia dai mercati esteri, l'aumento straordinario del costo dell'energia e le pressioni inflazionistiche eserciteranno un impatto negativo sull'attività produttiva e sui consumi nell'orizzonte previsivo.

L'inflazione ai massimi (+9,1% annuo in agosto e +10% la stima provvisoria di settembre) e le difficoltà legate all'adozione delle misure europee per contrastare l'aumento del prezzo del gas e ai rischi di razionamento delle forniture di gas dalla Russia¹³, contribuiscono a prolungare la fase di incertezza (cresciuta di +15% in media a luglio e agosto rispetto al 2° trimestre) e a rendere volatili i prezzi energetici. Ciò rende più instabile, per le imprese e per le famiglie, il contesto nel quale maturano le proprie decisioni di spesa per i mesi a venire. Lo scenario è ulteriormente penalizzato dal recente rialzo dei tassi di *policy* da parte della Banca Centrale Europea che inaspriscono le condizioni di finanziamento. Sarà dunque cruciale l'azione coordinata tra i paesi membri per l'implementazione di misure volte a contenere il rincaro e assicurare la disponibilità di gas¹⁴.

TASSO BCE



2022
0,59%

2023
2,50%

BCE: forte rialzo dei tassi La BCE a settembre ha alzato per la seconda volta i tassi (dopo la prima a luglio), in misura marcata, a 1,25%. Ciò ha segnato una netta inversione di rotta rispetto alla *policy* espansiva mantenuta per oltre 6 anni (da aprile 2016), in particolare durante il periodo più critico della pandemia. Gli acquisti di titoli erano già stati fermati, appena prima (inizio luglio). L'uscita dalle misure monetarie iper-espansive nell'Eurozona si sta realizzando già entro il 2022, con alcuni mesi di anticipo rispetto alle attese iniziali.

La mossa è stata motivata da un'inflazione troppo sopra l'obiettivo perché spinta dai prezzi energetici; la dinamica di fondo, infatti, è più bassa (+4,8%) ma comunque sopra l'obiettivo. Una seconda motivazione, non dichiarata dalla BCE, è il timore di un ulteriore indebolimento dell'euro sul dollaro (che accrescerebbe i prezzi in euro delle commodity quotate in dollari), considerata la forte risalita dei tassi USA.

Tuttavia, da un lato le quotazioni di gas e petrolio sono fuori del raggio d'azione della BCE e quindi l'inflazione resterà comunque elevata a causa del caro-energia. Dall'altro, l'economia europea è già indebolita dallo shock energetico e ciò potrebbe essere sufficiente a spingere al ribasso le aspettative di inflazione. Al contrario, la mossa sui tassi avrà effetti recessivi addizionali (il tasso "neutrale" nell'Eurozona è stimato a circa 2,0%)¹⁵, indebolendo ulteriormente le prospettive di crescita. Per questo, come sta accadendo, il rialzo dei tassi BCE potrebbe produrre l'effetto opposto a quello atteso e cioè deprezzare ulteriormente l'euro.

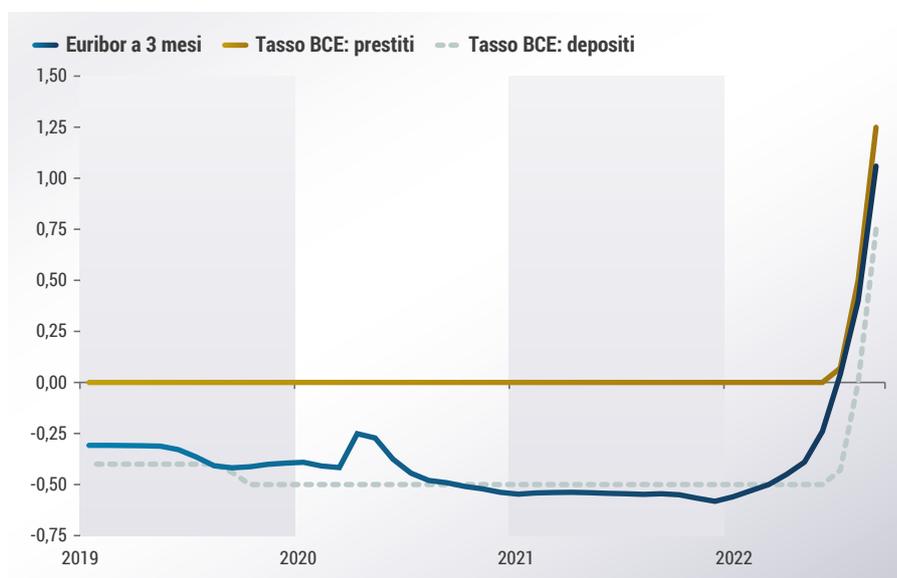
¹³ Secondo le ultime previsioni della BCE presentate a settembre, le prospettive di crescita si riducono al 2,8% per il 2022 (dal 3,1% nello scenario *baseline*) e a -0,9% (da +0,9%) per il 2023; in particolare, tale scenario al ribasso differisce dalla situazione attuale in quanto include in particolare la chiusura totale di tutta la fornitura di gas russa.

¹⁴ *In primis*, lo squilibrio energetico derivante dalla carenza di forniture di gas dalla Russia. Il 30 settembre si è riunito il Consiglio UE straordinario sull'energia in cui gli stati membri si sono accordati sul taglio dei consumi, sul tetto agli extra ricavi per i produttori di energia elettrica e sul contributo di solidarietà dei produttori di combustibili fossili, mentre non è arrivata alcuna decisione in merito al *price cap*.

¹⁵ La BCE non pubblica una stima del tasso neutrale, perché molto variabile nel tempo, ma dalle indicazioni contenute nelle decisioni ufficiali emerge che ritiene che oggi si trovi sopra l'1,25% e vicino al 2,00%; calcoli CSC su stime di Oxford Economics conducono a un valore di 2,10% nel 2022.

Grafico 30 Balzo dei tassi BCE e, quindi, dell'Euribor

(Tassi di interesse, valori %, dati mensili)



Settembre 2022: ultimi dati giornalieri.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

La politica monetaria, per ora, con i primi due rialzi, è in una fase di “normalizzazione” rispetto al livello zero. Ma con il proseguire del sentiero dei rialzi, la *policy* si avvia a diventare restrittiva. Nello scenario CSC, la BCE alzerà ancora i tassi ufficiali nei prossimi mesi, fino al 2,25% a dicembre 2022. A inizio 2023 è atteso un ultimo rialzo, a 2,50% (i *future* aggiornati indicano un aumento fino a 3,00%).

Il tasso di mercato Euribor, che ha iniziato a risalire anche prima dei tassi ufficiali (0,90% in media a settembre, da -0,58% a dicembre 2021, ovvero già un aumento di un punto e mezzo), proseguirà su questa strada nei mesi finali del 2022 e nella prima parte del 2023. Questo forte aumento dei tassi a breve contribuirà a frenare il credito all'economia reale, specie nel corso del 2023, per il finanziamento sia dei consumi che degli investimenti.

La BCE ha fermato a luglio il programma pre-pandemia di acquisto di titoli emessi nell'Eurozona (*Quantitative Easing-2*). Il ritmo degli acquisti era già stato abbassato a 30 miliardi di euro al mese in media nel 2° trimestre. A seguito del forte rialzo dell'inflazione nei mesi primaverili, la conclusione del QE-2 è avvenuta proprio all'inizio del 3° trimestre, in anticipo rispetto alle attese. In precedenza, infatti, si prevedevano acquisti, ridotti, anche dopo ottobre 2022.

Il massiccio programma “emergenziale” (PEPP) era già scaduto a marzo. Lo stock di titoli acquistati con il *pandemic programme* è di 1.691 miliardi di euro (l'ampiezza massima era 1.850).

Per evitare un'erosione dello stock accumulato, la Banca Centrale continua a reinvestire in titoli le somme incassate da quelli che man mano scadono, relativamente sia al QE-2 che al PEPP. I riacquisti di titoli relativi a questo secondo strumento sono flessibili (come già gli acquisti originari del PEPP), nei tempi, nel tipo di titoli e soprattutto tra paesi membri. A settembre la BCE ha ribadito che i riacquisti dureranno ancora a lungo, sicuramente per tutto il 2023.

I bond in bilancio BCE, perciò, sono stabili negli ultimi mesi: 4.956 miliardi di euro a settembre, come a inizio luglio (ma comunque +233 da inizio anno). Di questi, 2.592 miliardi sono titoli pubblici dell'Eurozona¹⁶ e 344 sono *corporate bond*, cioè emessi da imprese europee. Altri 329 vengono da vecchi programmi: questa parte dello stock è in riduzione perché non beneficia di reinvestimenti.

La fine degli acquisti addizionali, come atteso, ha lasciato spazio a un aumento dei tassi di mercato di medio-lungo termine nell'Area (e degli spread sovranici). Tuttavia, i riacquisti continuano comunque a sostenere la domanda di tali titoli contribuendo a tenere a freno i tassi.

La BCE tra settembre 2019 e fine 2021 ha prestato ampie risorse alle banche europee, con operazioni "straordinarie" (TLTRO-3) decise prima della pandemia, della durata di 3 anni. Queste risorse, quindi, resteranno in campo fino al 2024 (ma alcune iniziano a scadere a settembre 2022). Le TLTRO-3 avevano condizioni più favorevoli sui tassi, per favorire il credito a famiglie e imprese. Tali operazioni hanno fornito 2.339 miliardi alle banche (scesi ora a 2.125), rivelatisi fondamentali durante la pandemia per evitare difficoltà nella raccolta bancaria. I prestiti totali BCE, incluse le operazioni ordinarie, ammontano a 2.129 miliardi a settembre. Di questi, 432 miliardi sono stati erogati a banche italiane (20,3%), in lieve flessione da 453 a inizio anno.

Le banche dell'Eurozona, a fronte dei prestiti ricevuti e degli acquisti BCE di titoli (che intermediano), continuano a detenere ampi depositi liquidi presso Francoforte: 4.704 miliardi a settembre (+312 da inizio anno). Di questi, 336 miliardi sono depositi di banche italiane (7,1%), in netto calo dai 416 a inizio anno. Su tali depositi, da settembre le banche non devono più pagare il tasso negativo (solo in parte erano già esentati), ma anzi percepiscono un interesse: un effetto concreto della normalizzazione monetaria, che produce un marcato miglioramento per la redditività degli istituti.

PIL EMERGENTI



2022
+3,6%

2023
+3,8%

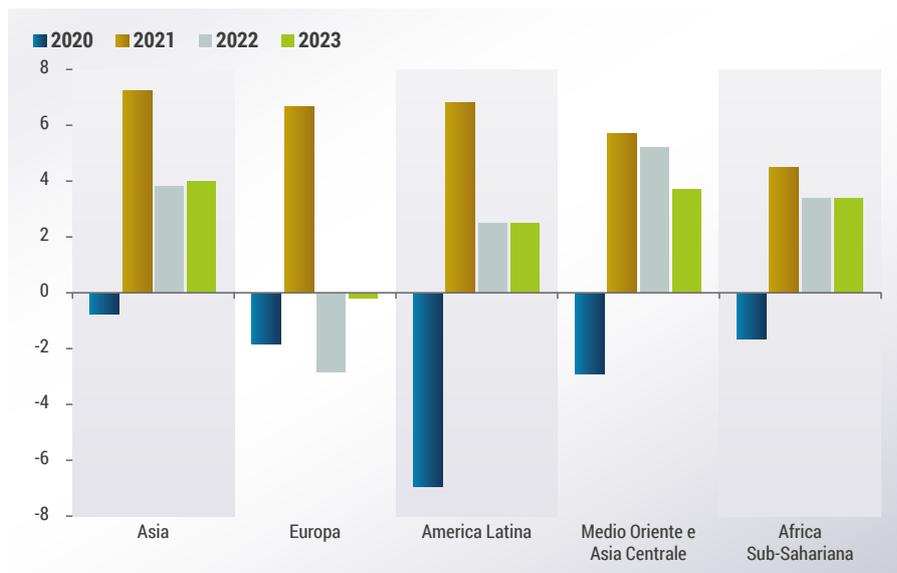
Tengono le economie emergenti Molto eterogenea la dinamica delle economie emergenti soprattutto in conseguenza del diverso impatto del rincaro dei prezzi delle materie prime energetiche e delle altre commodity sulla bilancia commerciale. Dinamiche e prospettive di crescita positive caratterizzano i paesi esportatori di materie prime energetiche, di alcuni beni in ambito agroalimentare e di altre commodity che hanno subito spinte al rialzo dei prezzi di vendita. Seppure in secondo piano, continua anche a incidere la diffusione dei contagi da Covid. Complessivamente, le economie emergenti sono attese crescere del +3,6% nel 2022 e del +3,8% nel 2023.

L'Asia, che conta per circa un terzo del PIL mondiale, continua a trainare la crescita dei paesi emergenti (Grafico 31). I paesi più a rischio nell'orizzonte previsionale sono gli emergenti europei, perché maggiormente esposti agli effetti dell'invasione russa dell'Ucraina, quindi alle pressioni inflazionistiche, e più vulnerabili alle incertezze sulle forniture di gas dalla Russia, oltretutto fortemente dipendenti dalle prospettive della locomotiva tedesca, che è in panne proprio per queste ragioni. I paesi dell'America Latina scontano le politiche monetarie restrittive implementate per limitare l'impennata dei prezzi e il rischio di improvvise fughe di capitali a seguito della risalita dei tassi decisa dalla FED, che ha fatto da traino a una serie record di rialzi dei tassi a livello mondiale (oltre 150 dall'inizio dell'anno). Il Medio Oriente beneficerà del livello elevato dei prezzi degli idrocarburi, che hanno un ruolo di grande rilievo nel paniere di esportazioni di quest'area geografica.

¹⁶ In particolare, ci sono 744 miliardi di euro in titoli di Stato italiani nel portafoglio della BCE (39% del PIL).

Grafico 31 La crescita degli emergenti per area geografica

(Crescita del PIL a prezzi costanti)

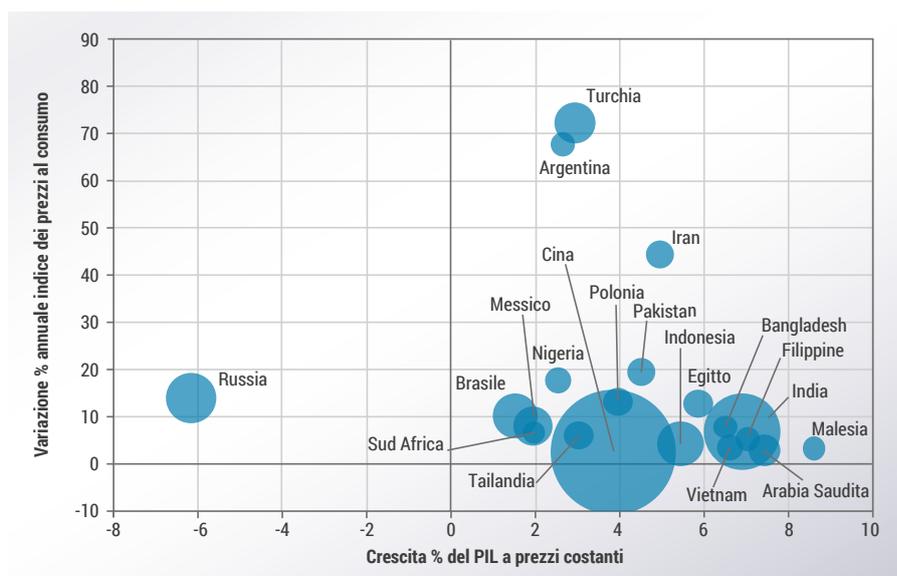


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI e S&P Global.

L'aumento dei prezzi nel 2022 sarà meno marcato tra gli emergenti asiatici (con l'eccezione del Pakistan, dove l'inflazione potrebbe sfiorare il +20%). L'inflazione rischia di superare i livelli di guardia in Turchia, Argentina e Iran, dove potrebbe attestarsi rispettivamente intorno al +72%, al +67% e al +44%. L'inflazione resta elevata (oltre il +10%) anche negli emergenti dell'Europa dell'Est (in Polonia è attesa per il 2022 al +13%; Grafico 32), oltre che in Russia, paese invasore che si trova già dall'inizio dell'anno in corso a dover far fronte a una dura recessione insieme a una crescita dei prezzi al consumo nell'ordine del +14%. Le attese di inflazione sono per ora invariate e in linea con i livelli pandemici del 2020 in Cina, intorno al +2,4%, e in India poco sotto il +7%, seppure i dati congiunturali più recenti risultino più allineati con le tendenze internazionali.

Grafico 32 Inflazione e crescita nei principali paesi emergenti

(Dimensione delle bolle pari al peso in termini di PIL mondiale a parità di potere d'acquisto, 2022)

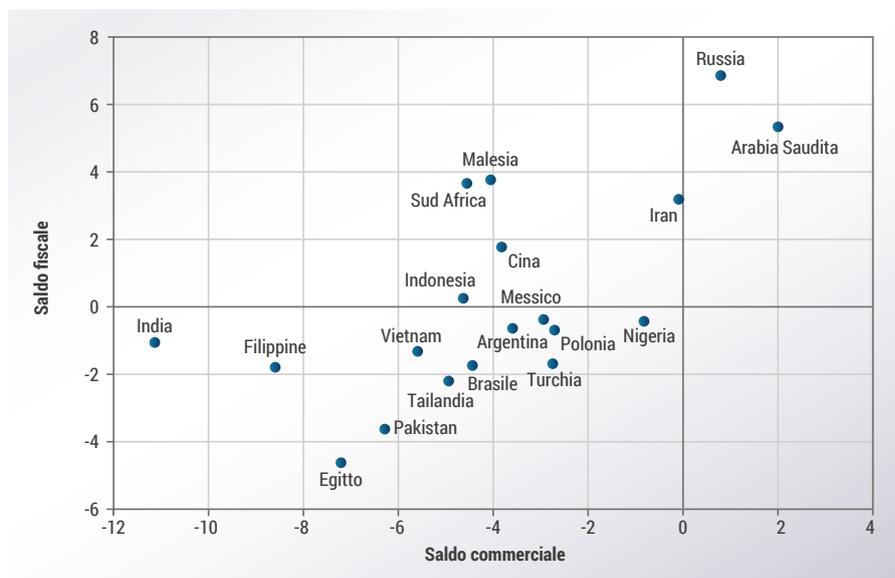


Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati FMI e S&P Global.

Come già rimarcato, gli elevati prezzi degli idrocarburi premiano i paesi esportatori di gas e petrolio che vedono migliorare il surplus (Russia e Arabia Saudita), o comunque ridurre i deficit nelle partite correnti (Nigeria e Iran). Alcuni di essi beneficiano anche di un miglioramento del saldo fiscale: paesi come

Grafico 33 Surplus commerciale e fiscale per i paesi esportatori di idrocarburi

(Saldo commerciale e fiscale nelle principali economie emergenti, 2022)



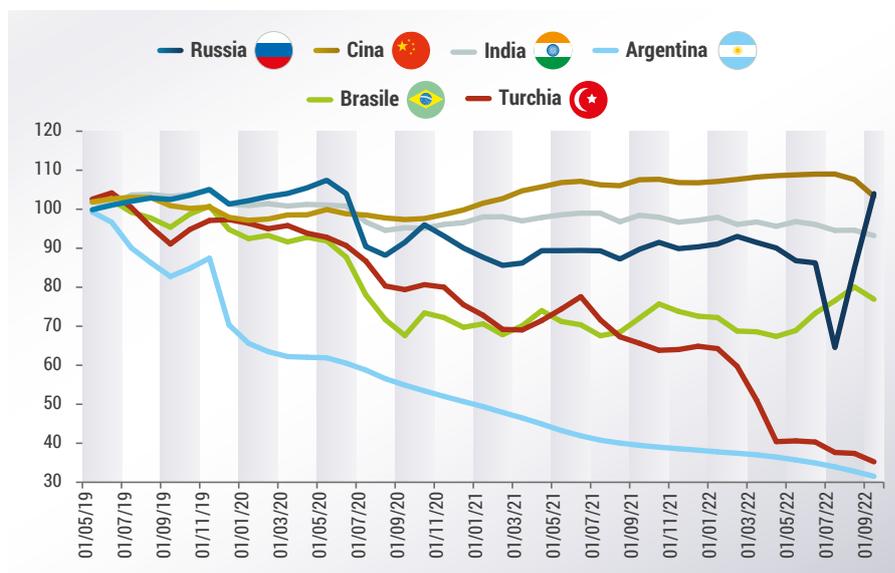
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati S&P Global.

L'India, insieme alle Filippine, è uno dei paesi più esposti ai rincari dell'energia, importando gran parte degli idrocarburi necessari a soddisfare il proprio fabbisogno energetico. L'Egitto, il Pakistan, la Thailandia e il Brasile sono tra le economie emergenti che manifestano un più evidente "deficit gemello", ovvero un disavanzo simultaneo di partite correnti e bilancio pubblico. È rilevante notare come anche Turchia e Argentina, con evidenti problemi di iper-inflazione, manifestino squilibri sul piano fiscale e commerciale.

Non stupisce che proprio questi due paesi stiano scontando maggiormente fughe di capitali a seguito del rialzo dei tassi negli USA. Il tasso di cambio dollaro/peso argentino è in caduta libera da mesi, mentre la lira turca ha subito un crollo a seguito della guerra in Ucraina. L'Argentina sconta anche l'incertezza politica legata all'avvicinarsi delle elezioni presidenziali, con conseguenze negative sugli investimenti e rischi di insolvenza, che si ripercuotono pure sul tasso di cambio (Grafico 34).

Grafico 34 Peso argentino e lira turca in caduta libera

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



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Viceversa, il real brasiliano, che si svalutava in seguito alla pandemia, si è lievemente apprezzato con l'invasione russa in Ucraina, sebbene i dati più recenti indichino una lieve battuta di arresto.

La Cina non ha ancora risentito marcatamente della guerra in Ucraina, mantenendo dei fondamentali dell'economia solidi: l'inflazione resta sotto controllo, l'indebitamento pubblico contenuto e le partite correnti in equilibrio. La manifattura cinese è comunque in rallentamento, sia per i razionamenti di energia legati all'ondata di caldo durante l'estate, sia per le politiche di contenimento della diffusione del Covid. Un ulteriore fattore di indebolimento dell'economia è legato all'elevato indebitamento del settore immobiliare, a cui probabilmente si farà fronte con il bilancio pubblico. Le restrizioni legate alla politica dello "zero Covid"¹⁷ potrebbero peraltro proseguire per tutto il periodo di transizione politica, che dovrebbe aprirsi il 16 ottobre a Pechino con l'inizio del XX Congresso nazionale del Partito Comunista cinese e chiudersi nel 1° trimestre del 2023 con l'avvicendamento dei vertici governativi. In tutto, a settembre, 65 milioni di persone residenti in 33 città hanno subito limitazioni alla mobilità e ai contatti sociali. Il Congresso nazionale dovrebbe confermare Xi Jinping per altri 5 anni come Presidente della Cina, per il terzo mandato consecutivo.

L'India ha dovuto far fronte a una terza ondata di Covid all'inizio del 2022 e si trova adesso ad affrontare il rincaro dell'energia, la svalutazione della rupia rispetto al dollaro e un'inflazione elevata (sopra il 7% secondo i dati congiunturali più recenti) che ha costretto la banca centrale ad un rialzo deciso dei tassi con obiettivo di arrivare al 7% entro la fine del 2023. Nella seconda metà dell'anno, produzione e nuovi ordini tornano a crescere al ritmo più sostenuto da nove mesi grazie al temporaneo calo dei contagi da Covid e alla discesa dei prezzi delle materie prime.

L'economia brasiliana è contrastata. Da un lato il rialzo dei prezzi di alcune materie prime spinge l'export, dall'altro le pressioni inflazionistiche e i conseguenti rialzi dei tassi alimentano spinte recessive. L'economia dovrebbe comunque continuare a crescere sia nel 2022 sia nel 2023 a un ritmo contenuto intorno all'1,5%. Il 2 ottobre si è tenuta la prima tornata delle elezioni presidenziali, i cui risultati definitivi si conosceranno il 30 ottobre, dopo il ballottaggio tra Luiz Inácio Lula da Silva, in vantaggio al primo turno, e Jair Bolsonaro, presidente in carica.

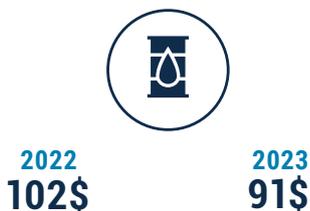
La Russia sta limitando i danni derivanti dalle sanzioni e dalla riduzione dei quantitativi di gas esportati in Europa grazie all'impennata dei prezzi dello stesso gas, conseguenza della riduzione dell'offerta. L'economia è entrata comunque in recessione nel 2022 (la contrazione potrebbe attestarsi intorno al 6% secondo le stime di S&P Global) e dovrebbe rimanerci anche nel 2023 (-3%).

Il precipitare delle relazioni tra Occidente e Russia per l'invasione dell'Ucraina e l'aumento delle tensioni tra Occidente e Cina su Taiwan rendono particolarmente incerto lo scenario per le economie emergenti. Risulta sempre più marcata la contrapposizione tra due parti del mondo, una che coincide in gran parte col gruppo delle economie emergenti, e l'altra con il gruppo delle economie avanzate.

Queste tendenze hanno trovato conferma all'incontro dell'Organizzazione per la Cooperazione di Shanghai (SCO) che si è tenuto in settembre a Samarcanda. Lo SCO è un'istituzione eurasiatica per la cooperazione in ambito politico, commerciale e della difesa, che per certi aspetti fa da contraltare al G7. Lo SCO include paesi del calibro di Cina, India e Russia (oltre a Kazakhstan, Kirghizistan, Pakistan, Tajikistan e Turkmenistan) e si è allargata di recente

¹⁷ A inizio settembre Schenzen, il principale polo tecnologico cinese, ha introdotto un sistema di controllo multilivello, classificando in tre categorie le zone della città a seconda del rischio di contagio. A Chengdou, capitale della provincia del Sichuan, sono state applicate restrizioni che toccano la vita di 21 milioni di persone.

PREZZO DEL PETROLIO



verso il Medio Oriente con l'ammissione dell'Iran nel 2021. Uno dei messaggi sottoscritti dai membri è stato quello di rilanciare e proteggere il sistema degli scambi, restituendo un ruolo di primo piano ai principi dell'Organizzazione Mondiale del Commercio e anche continuando nella realizzazione della *Belt and Road Initiative*. I paesi aderenti si sono anche impegnati a favorire gli scambi di conoscenza e tecnologia all'interno del gruppo.

Petrolio in parziale moderazione Il prezzo del petrolio Brent aveva raggiunto un massimo a giugno, a 123 dollari al barile in media, superando ampiamente i valori di fine 2021 (74 dollari a dicembre) e il livello target dell'OPEC (60-70 dollari). Il picco giornaliero toccato quest'anno è quello dell'8 marzo, a 133 dollari, non lontano dal massimo storico di 144 dollari nel luglio 2008. Da luglio, invece, il prezzo ha virato al ribasso, lungo un percorso di lenta e parziale moderazione, scendendo a 91 dollari in media nella prima metà di settembre, un livello ancora elevato rispetto a quello "di equilibrio". Nei primi 9 mesi del 2022, complessivamente, il prezzo è stato pari in media a 106 dollari.

L'aumento del prezzo è da collegare al fatto che la Russia è uno dei principali produttori di petrolio: ha estratto 10,8 milioni di barili al giorno (mbg) di greggio nel 2021, pari a una quota dell'11,3% su un totale mondiale di 95,7 mbg (superata solo da Arabia Saudita e USA). La "speculazione" finanziaria (misurata dalle scommesse al rialzo, cioè le posizioni lunghe nette, sui prezzi del petrolio Brent e del WTI, sui mercati europeo e americano; dati CFTC) ha avuto un ruolo rilevante nell'amplificare le fluttuazioni del prezzo, sulla scia delle tensioni e delle aspettative rialziste determinate dall'invasione russa dell'Ucraina. Ciò aiuta a spiegare i picchi registrati a marzo e poi a giugno, e in generale la maggiore volatilità registrata nel 2022 (11,6% nei primi 9 mesi, da 9,8% nel 2021). Ma non sembra aver guidato la direzione e i punti di svolta nelle quotazioni.

La pandemia ha condizionato pesantemente il mercato fisico del petrolio nel 2020, spingendo a uno squilibrio tra domanda e offerta, con eccessivo accumulo di scorte. Perciò condiziona anche il lungo processo di riequilibrio successivo tra domanda e offerta, che si è registrato nel 2021 e 2022.

Lo scenario CSC ipotizza il permanere del prezzo ai valori correnti, quelli della prima metà di settembre, fino a fine 2022 e poi anche nel corso del 2023. Tali valori già incorporano la parziale flessione che era attesa nello scenario CSC di aprile. Questa ipotesi non si discosta molto dall'ultimo scenario della *Energy Information Administration*: 97 dollari a fine 2022 e 95 a fine 2023. In questo scenario, il Brent si attesterebbe in media a 102 dollari nel 2022, in aumento dai 71 del 2021, scendendo poi a 91 nel 2023. Questi valori sono abbastanza vicini a quelli dello scenario CSC di aprile: comportano marginali revisioni, al ribasso per il 2022 (-4 dollari) e al rialzo per il 2023 (+1).

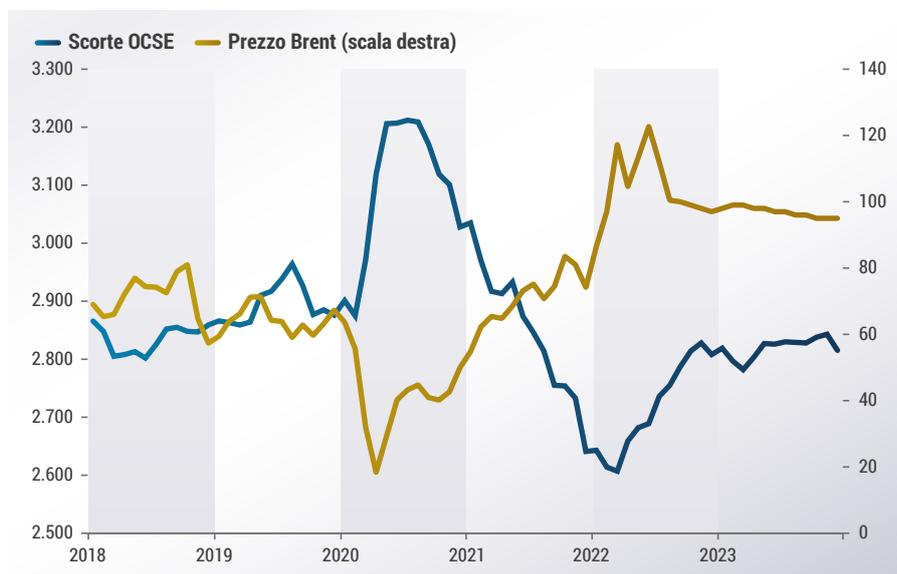
Nel 2022 si sta registrando una crescita della domanda (+2,1 mbg), ma più ancora dell'offerta mondiale (+4,4 mbg, stime EIA). La seconda si riporta così appena sotto i volumi pre-Covid e sorpassa i consumi. Quest'anno, quindi, il mercato mondiale è ben rifornito. Naturalmente, se i paesi occidentali non acquistano petrolio russo, ciò ha l'effetto di farli contare di fatto su una offerta più limitata di quella effettiva: questo contribuisce a spiegare perché il prezzo resta comunque alto.

Le scorte di greggio OCSE sono in risalita (+0,5 mbg) e a fine 2022 sono stimate tornare quasi ai valori pre-crisi, dopo il forte decumulo nel 2021 che guidava l'aumento del prezzo lo scorso anno (Grafico 35). Questo indica che l'andamento del mercato fisico nel 2022 spinge per una flessione del prezzo, che infatti si sta registrando negli ultimi mesi, nonostante il proseguire del conflitto.

La forte risalita dell'offerta nel 2022 è dovuta a diversi fattori: l'estrazione USA è attesa completare il suo recupero, sopra i livelli pre-Covid; anche la produzione OPEC è attesa in aumento, ma resterebbe ancora poco sotto i valori del 2019; l'ampio gruppo di paesi OPEC e non-OPEC a settembre ha deciso

Grafico 35 Petrolio: scorte in recupero, prezzo in moderazione

(Dollari per barile e milioni di barili)



Da settembre 2022: stime EIA.

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati EIA.

Nel 2023 è atteso il ritorno di una marginale eccedenza di domanda rispetto all'offerta, dato che l'estrazione si espanderebbe a un ritmo inferiore ai consumi (+1,2 rispetto a +2,0 mbg). La frenata dell'offerta mondiale è dovuta al calo marcato dell'estrazione in Russia che è atteso materializzarsi nel 2023, mentre l'offerta è attesa ancora in crescita modesta nell'OPEC e più marcata negli USA.

Ciò arresterebbe la risalita delle scorte di greggio OCSE, che però sono già praticamente tornate ai livelli del 2019. Queste condizioni del mercato fisico mondiale motivano l'ipotesi di un prezzo che si ferma sul livello di fine 2022, anche in tutto il 2023, ma è ancora di circa 20/30 dollari superiore rispetto al valore storico di equilibrio.

PREZZO DEL GAS



2022
150€

2023
204€

Prezzo del gas fuori controllo Lo scenario di base CSC ipotizza un profilo per il prezzo del gas in Europa simile a quello relativo al petrolio: prezzi fermi agli alti livelli medi registrati nella prima metà di settembre (204 euro/mwh) per gli ultimi mesi del 2022 e poi fino a fine 2023. Con questa ipotesi, il prezzo del gas TTF si assesterebbe a 150 euro medi nel 2022 e poi a 204 nel 2023.

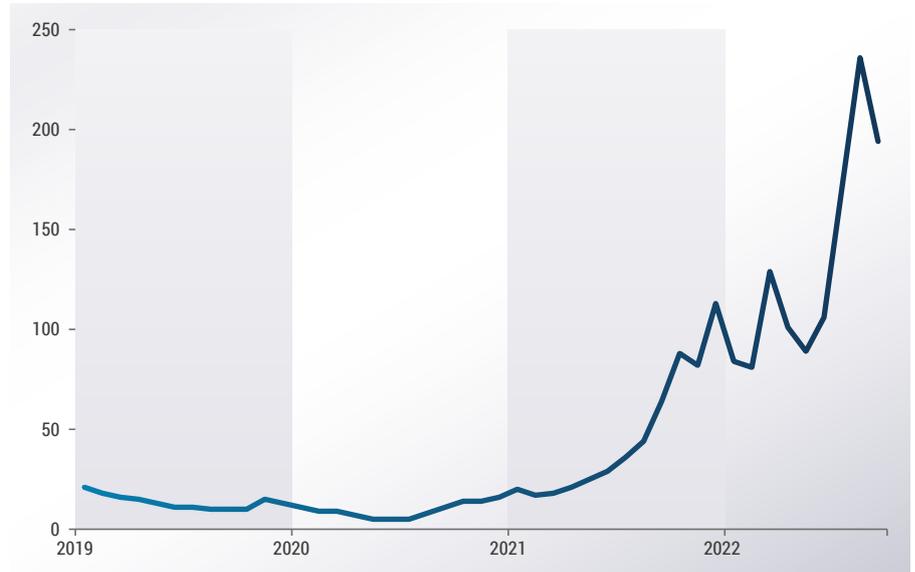
Ciò rappresenta una netta revisione al rialzo rispetto allo scenario CSC di aprile, quando si ipotizzava un lento e parziale calo (122 nel 2022 e 81 nel 2023). Il prezzo del gas in Europa negli ultimi mesi (Grafico 36), infatti, ha accelerato decisamente rispetto allo scenario precedente. La quotazione si è impennata in estate, arrivando a 236 euro in media in agosto (picco storico giornaliero a 330), da 171 a luglio, molto sopra i precedenti massimi di marzo (129 euro). A fine 2019, il prezzo del gas era di appena 13 euro.

L'offerta russa di gas ai paesi dell'Europa occidentale, infatti, è stata più volte ridotta di recente, in misura parziale ma marcata. Perciò, i mercati ora scontano nei prezzi correnti una potenziale scarsità di volumi in Europa (si veda il Focus 2). Anche il prezzo del gas negli USA è aumentato molto nel corso del 2022, ma come livello oggi rispetto al pre-Covid è su un ordine di grandezza molto inferiore di quanto registrato in Europa (+242% in agosto dal 2019, rispetto a +1.359%). Ciò è dovuto al fatto che il gas è, al momento, trasportabi-

le principalmente tramite gasdotti, mentre quello liquefatto e trasportato via mare conta meno finora. Questo conferma anche che il rincaro eccezionale del gas riguarda soprattutto, anche se non solo, l'Europa.

Grafico 36 Quotazione del gas in Europa fuori controllo

(TTF, Euro per MWh, medie mensili)



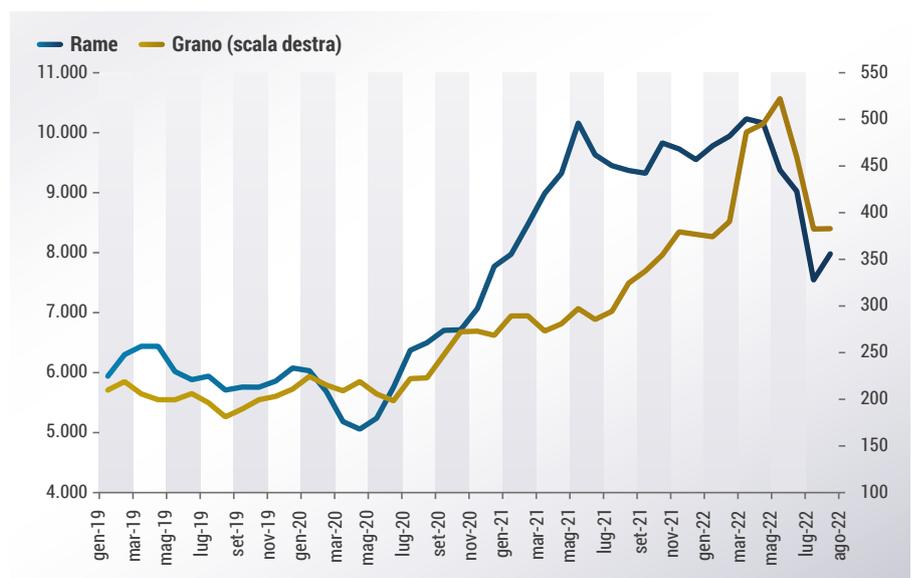
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Flessione per le quotazioni non energetiche Riguardo alle commodity non energetiche, i maggiori prezzi del gas stanno peggiorando le attese di crescita dell'Eurozona e di altri paesi avanzati, e quindi le prospettive della domanda: ciò sta favorendo una frenata dei prezzi delle altre commodity. Questo fattore ha superato le spinte al rialzo registrate nell'immediato del conflitto in Ucraina, legate al timore che parte dell'offerta divenisse indisponibile: tali attese avevano spinto ai massimi i prezzi di mercato di varie commodity.

Le quotazioni dei metalli sono scese in misura marcata rispetto ai picchi toccati nei primi mesi del 2022: rame -22% in agosto da marzo, alluminio -31%. Anche i prezzi agricoli sono in flessione: il grano registra un -27% dal picco di maggio (Grafico 37).

Grafico 37 Materie prime non energetiche in parziale flessione

(Quotazioni internazionali,
dollari per tonnellata)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca mondiale.

Le quotazioni, comunque, restano molto più elevate di quelle pre-crisi (rame +33% dal 2019, grano +90%). Dunque, i rialzi partiti nella seconda metà del

2020 si sono rivelati abbastanza persistenti, in larga parte a causa dell'invasione dell'Ucraina: prezzi per circa due anni ai massimi, ma ancora adesso alti rispetto ai livelli passati.

Le condizioni di mercato fisico mondiale sono diverse tra le varie commodity. Per il rame, nei primi 7 mesi del 2022 si è avuta una scarsità di offerta (-126mila tonnellate), ma in miglioramento rispetto alla situazione del 2021 (-183mila), non come faceva temere il conflitto. In questo caso, nonostante occorra tempo per investimenti in nuova capacità produttiva, i mercati stanno verosimilmente "correggendo" rispetto agli eccessivi rincari di qualche mese fa.

Per il grano, dopo che la stagione 2021-22 aveva visto un mercato mondiale ben bilanciato (+0,8mila tonnellate), a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina per la stagione 2022-23 si prevede un piccolo calo della produzione, a fronte di un aumento moderato dei consumi, che determinerebbe una marginale scarsità (-4,7mila) ma non il temuto "vuoto produttivo": anche in questo caso, dunque, la flessione dei prezzi si può interpretare come una "correzione" dopo un rincaro non giustificato.

Fino a pochi mesi fa, si prevedeva che le quotazioni di numerose commodity non energetiche sarebbero rimaste alte per tutto il 2022, sulla scia del conflitto, e sarebbero calate solo nel 2023.

Per esempio, la Banca mondiale a fine aprile (incorporando quindi lo scenario determinato dal conflitto) ipotizzava per i prezzi dei cereali un rincaro di +20,4% nel 2022, seguito da un parziale ribasso nel 2023 (-10,3%). La previsione di BM per i metalli era di +15,8% nel 2022 e poi di -10,5% nel 2023, un profilo simile a quello per i cereali.

In base ai dati più aggiornati, lo scenario sembra dunque da rivedere al ribasso rispetto a tali valori, perché il mercato sta già anticipando l'attesa flessione dei prezzi.

CAMBIO DOLLARO/EURO



2022
1,05

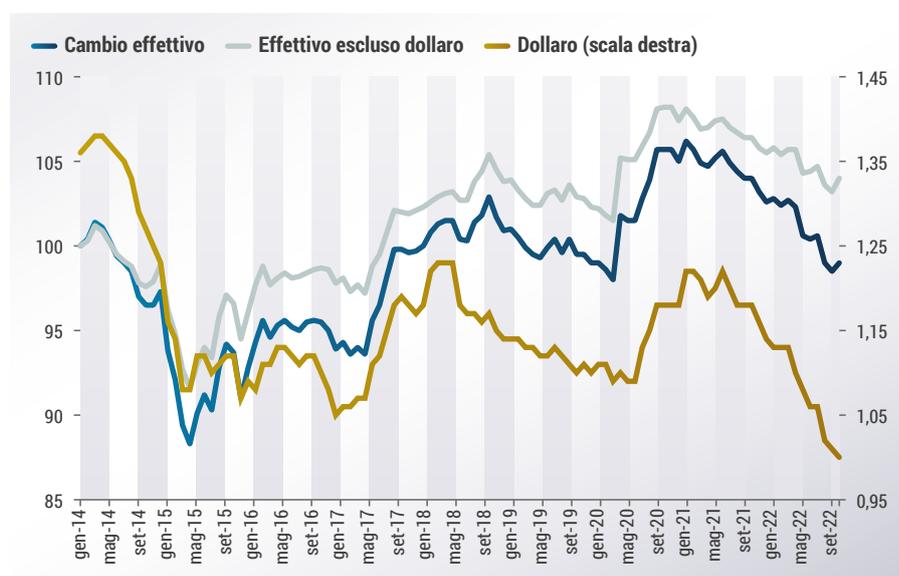
2023
1,00

Grafico 38 Euro molto debole sul dollaro

(Dollaro per euro indice
gen. 2014=100, dati medi mensili)

Euro indebolito sul dollaro Il tasso di cambio dell'euro sul dollaro è sceso appena sotto la parità, in media, a settembre (Grafico 38). Ha registrato un calo del 12,4% da inizio 2022 (-18,6% in totale da dicembre 2020). Un livello così basso non si registrava da 20 anni, cioè dai primi anni dell'Eurozona.

Al netto del dollaro, il cambio effettivo nominale dell'euro si è svalutato molto meno: -1,8% nel 2022 (-3,8% da dicembre 2020). Si posiziona sui livelli medi del 2019.



* Media geometrica ponderata dei tassi di cambio con 42 paesi extra-Area euro.
Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Il rafforzamento del dollaro era iniziato nel 2021, con le crescenti pressioni inflazionistiche che avevano alimentato le aspettative di un avvio del processo di normalizzazione delle politiche della FED. Si è accentuato nel 2022, con l'avvio e l'accelerazione del rialzo dei tassi USA. Dopo l'ultimo rialzo FED, deciso il 21 settembre, il cambio euro-dollaro è sceso sotto la soglia psicologica della parità (0,97 nell'ultima decade di settembre). In prospettiva, il rialzo dei tassi BCE, che segue quello USA, potrebbe favorire una stabilizzazione del cambio.

Sulla debolezza dell'euro, tuttavia, giocano un ruolo centrale gli effetti più forti e ravvicinati in Europa della guerra in Ucraina: peggioramento dei conti con l'estero a causa dello shock sui prezzi energetici, revisione al ribasso delle previsioni di crescita, estrema incertezza geoeconomica. Un ulteriore peggioramento dei rapporti con la Russia rappresenta un rischio al ribasso per la moneta unica (oltre che per l'intero scenario di previsione).

Gli effetti asimmetrici dell'invasione russa dell'Ucraina e i diversi tempi di reazione delle banche centrali contribuiscono a spiegare le dinamiche eterogenee dei cambi bilaterali (si veda il Focus 8).

Il CSC, per l'orizzonte fino al 2023, non realizza una previsione sul cambio, ma fa l'assunzione tecnica di un dollaro-euro fermo alla parità. Ciò corrisponde a un livello medio che scende da 1,18 nel 2021 a 1,05 nel 2022 (-11,2%) e, naturalmente, a 1,00 nel 2023 (-4,8%).