

Rapporti di previsione - Centro Studi Confindustria

L'ECONOMIA ITALIANA TRA RIALZO DEI TASSI E INFLAZIONE ALTA

PRIMAVERA 2023



CONFINDUSTRIA
Centro Studi



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

L'ECONOMIA ITALIANA TRA RIALZO DEI TASSI E INFLAZIONE ALTA

Primavera 2023

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, Ciro Rapacciuolo, Lorena Scaperrotta.

Gli autori dei focus sono:

n.1 Pasquale Capretta, Ciro Rapacciuolo; n.2 Sofia Felici; n.3, Stefano Di Colli, Sofia Felici, Ciro Rapacciuolo; n.4 Cristina Pensa, Matteo Pignatti; n.5 Sofia Felici, Chiara Puccioni, Ciro Rapacciuolo; n.6 Gianluca Fiorindi (Piccola Industria Confindustria), Antonio Angelino e Francesca Oliverio (Cerved).

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 22 marzo 2023.

Per commenti scrivere a: csc@confindustria.it

Edito da:



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

Indice:

Introduzione e sintesi	pag.	5
<hr/>		
Le previsioni per l'economia italiana	»	13
<hr/>		
1. Il PIL	»	15
2. Le componenti del PIL	»	17
3. L'occupazione	»	25
4. Le retribuzioni e i prezzi	»	29
5. La finanza pubblica	»	34
6. Il credito per le imprese	»	38
7. Lo scenario internazionale	»	41
FOCUS:		
<hr/>		
1 - Il reddito disponibile reale delle famiglie italiane ha limitato i danni nel 2022	»	65
2 - L'intensità energetica dell'industria si riduce nel 2022: possibili spiegazioni	»	67
3 - Quale impatto dei rialzi dei tassi ufficiali su investimenti e PIL?	»	73
4 - Come si spiega l'ottima performance dell'export italiano nonostante i numerosi shock?	»	78
5 - Margini manifatturieri: andamenti eterogenei tra i settori nell'ultimo triennio	»	85
6 - Piccole e medie imprese: più solide di quanto si pensi	»	91

Focus 3 - Quale impatto dei rialzi dei tassi ufficiali su investimenti e PIL?

I CANALI DI IMPATTO DEL RIALZO DEI TASSI SUGLI INVESTIMENTI IN ITALIA



SALE IL COSTO DEL CREDITO



LA SPESA PER INTERESSI DELLE IMPRESE È STIMATA AUMENTARE DI 6,8 MLD



TASSI ALTI SCORAGGIANO LA RICHIESTA DI NUOVI PRESTITI

Per provare a ridurre l'inflazione, la BCE ha iniziato a rialzare il tasso di interesse ufficiale a luglio 2022, quando era a zero e, in poco più di otto mesi li ha alzati altre cinque volte e a ritmi molto sostenuti, mai meno di 50 punti base (vedi par. 7).

L'impatto sull'economia italiana tramite il credito Sugli effetti restrittivi dei rialzi gli economisti sono quasi tutti concordi. A partire dalla stessa BCE, che lo scrive ripetutamente a ogni nuova mossa. La stretta monetaria, infatti, toglie inequivocabilmente risorse agli investimenti delle imprese e frena le nuove operazioni di finanziamento (e fa lo stesso per le famiglie e i consumi).

i. Il costo del credito per le imprese italiane è salito a gennaio a 3,72% sulle nuove operazioni (ultimi dati disponibili), da 1,18% a fine 2021, è salito ancora nei primi mesi dell'anno (in relazione ai rialzi del tasso ufficiale) e presumibilmente continuerà a salire nei prossimi mesi (per effetto del rialzo di marzo). La quota di imprese industriali che ottiene credito solo a condizioni più onerose è cresciuta al 42,9% (da 7,3% un anno prima). Ciò segue, appunto, il rialzo del tasso BCE, mentre il BTP da alcuni mesi è già sopra al 4,00%.

ii. Ai valori attuali dei tassi pagati dalle imprese, man mano che i prestiti vengono rinnovati a scadenza e considerando anche l'alta quota di operazioni a tasso variabile, la spesa per interessi delle imprese è stimata aumentare di 6,8 miliardi di euro in un anno. Si tratta dello scenario peggiore delineato dal CSC già a fine 2022 (si veda l'infografica di novembre 2022¹), visto che i tassi pagati dalle aziende italiane hanno poi seguito in pieno il rialzo dei tassi di riferimento.

Questi maggiori esborsi delle imprese, a parità di risorse generate internamente, riducono le risorse proprie disponibili per effettuare nuovi investimenti. Si tratta di un ammontare significativo: gli investimenti delle società non finanziarie in Italia sono pari a circa 180 miliardi all'anno, per cui il maggior onere sul credito in essere è pari quasi al 4% delle risorse finanziarie necessarie per sostenere tali ritmi di investimento. Se le imprese dovessero tagliare gli investimenti di questo intero ammontare per mancanza di risorse, si avrebbe un effetto recessivo di tale ordine di grandezza.

iii. I tassi più alti scoraggiano la richiesta di nuovi prestiti per finanziare investimenti, che sarebbero più onerosi. Come indica chiaramente l'indagine sul credito di Banca d'Italia, secondo cui la domanda di credito delle imprese per investimenti è in forte calo da vari trimestri.

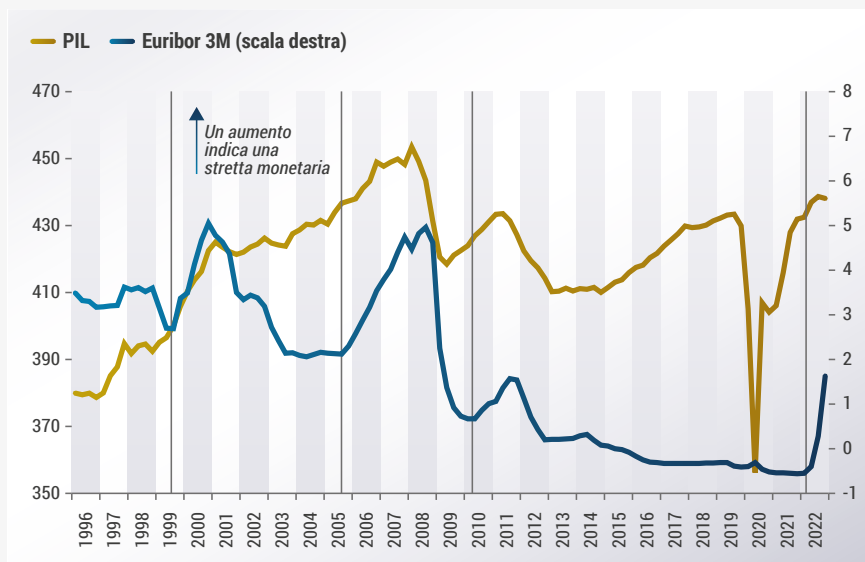
iv. La liquidità in azienda oggi in Italia non è più così abbondante, cioè non ci sono ampie risorse liquide che possano essere trasformate in immobilizzazioni, per sostenere il ritmo degli investimenti. L'ammontare dei depositi delle imprese italiane, dopo il balzo nel 2020, ha smesso di crescere nel 2022; è in calo se misurato rispetto alle maggiori esigenze operative anche se questo dato è sintesi di situazioni variegata (per alcune imprese le condizioni sono diventate difficili, per il caro-bollette che richiede più esborsi; per altre la liquidità resta abbondante).

A causa di questi canali di impatto, tra loro legati, l'aumento dei tassi di interesse è tipicamente seguito da una frenata degli investimenti delle imprese. Anche per i consumi delle famiglie si determina un effetto recessivo, per motivi analoghi. E quindi, la stretta monetaria conduce quanto meno a un marcato rallentamento dell'economia, visto che vengono colpite due delle tre componenti della domanda.

¹ Infografica dal CSC, "L'onda lunga del rialzo dei tassi inizia a colpire anche il costo del credito per le imprese italiane: ai valori attuali +2,3 miliardi in un anno", novembre 2022.

Grafico A Gli impatti negativi del rialzo dei tassi sul PIL italiano

(Valori concatenati, dati trimestrali
in miliardi di euro, valori %)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT e Refinitiv.

Come indicato dalla letteratura economica, le decisioni sui tassi si trasmettono quasi immediatamente sui mercati finanziari, mentre è molto più graduale la trasmissione sulle condizioni finanziarie di famiglie e imprese, e poi queste rivedono più lentamente le loro decisioni di consumo e investimento. Per questo i rialzi dei tassi impattano l'economia reale con ritardi ampi e variabili. L'ampiezza di questi ritardi è influenzata dalla struttura dell'economia, dalle aspettative sui mercati finanziari, dalle decisioni di famiglie e imprese, dall'interazione tra tutti questi fattori. Inoltre, la concomitanza con altri eventi economici (il rimbalzo post-pandemico, lo shock energetico), rende più complessa la valutazione dei "lunghi e variabili" ritardi della politica monetaria².

Evidenze empiriche mostrano che per l'Eurozona, in media, un rialzo dei tassi raggiunge la sua piena efficacia in termini di impatto sul PIL dopo un anno e mezzo, e sull'inflazione tra uno e due anni. Quindi i rialzi dei tassi decisi dalla BCE non hanno ancora sviluppato pienamente i loro effetti e ciò imporrebbe molta prudenza alla stessa Banca centrale.

Se, infatti, la politica monetaria deve evitare che una temporanea impennata dell'inflazione diventi un fenomeno persistente sostenuto da fattori di domanda, allo stesso tempo deve raggiungere l'obiettivo senza mettere a rischio la stabilità finanziaria e minimizzando gli impatti negativi sull'economia.

² Il concetto di "long and variable lags" della politica monetaria deve la sua prima analisi a Milton Friedman (1972), utilizzando una metodologia semplice per individuare i ritardi: la correlazione fra la variazione degli aggregati monetari, la produzione industriale e l'indice dei prezzi al consumo, usando dati USA con una serie di anticipi e ritardi. La conclusione principale è che occorre un lungo periodo di tempo prima che si manifestino effetti di variazioni monetarie sull'attività economica, con un effetto medio che varia tra i 12 e i 16 mesi.

UN RIALZO DEI TASSI RAGGIUNGE LA SUA PIENA EFFICACIA



DOPO OLTRE UN ANNO
SUL PIL



TRA UNO E DUE ANNI
SULL'INFLAZIONE

In questo senso, seppur con ampia incertezza, diversi elementi lasciano ritenere che le decisioni di politica monetaria già adottate siano più che sufficienti.

Innanzitutto, il peggioramento delle ragioni di scambio e la perdita di potere d'acquisto causati dai rincari dell'energia hanno già contenuto la domanda aggregata nell'Eurozona, attenuando le pressioni sui prezzi: nel 3° trimestre 2022 (ultimo disponibile) la domanda di beni e servizi era ancora sotto i livelli pre-pandemia.

Il numero di disoccupati continua a rimanere ben al di sopra dell'offerta di lavoro: nell'Eurozona supera di 6 milioni quello dei posti vacanti. Allo stesso tempo, la crescita dei salari è moderata, attorno al 3%, e non ci sono indizi di una spirale salari-prezzi.

Inoltre, la riduzione del prezzo del gas nei primi mesi di quest'anno, facendo venire meno la ragione principale dell'aumento dell'inflazione (nel 2022 ha pesato per circa il 60% sull'aumento dei prezzi), consentirà il lento rientro della stessa.

Infine, nell'Eurozona, le stesse aspettative di inflazione a 12 mesi che emergono dai mercati finanziari, cui è legato sia l'andamento dei salari che quello dell'inflazione, sono al momento al 2,7%, dal picco del 7,5% raggiunto ad agosto scorso (medie mensili); mentre le aspettative a lungo termine sono intorno all'obiettivo del 2%.

È quindi essenziale grande cautela da parte della BCE nel procedere a nuovi aumenti dei tassi perché la probabilità che questi si rivelino eccessivi rispetto alla situazione sta crescendo molto velocemente e rappresenta uno dei principali fattori di rischio dell'attuale quadro economico. I prestiti alle imprese nell'Eurozona, guardando medie trimestrali annualizzate, sono diminuiti a gennaio dell'1,3% da una crescita del 9,8% a ottobre scorso.

Rialzi eccessivi, infatti, avrebbero importanti effetti negativi sulla crescita di tutti i paesi dell'Area e potrebbero mettere a rischio la stabilità finanziaria. In questo senso, l'aumento senza precedenti dei tassi ufficiali da parte di un elevatissimo numero di banche centrali al mondo può avere ripercussioni negative difficilmente quantificabili al momento. Nell'Unione monetaria, anche per effetto della sua incompleta definizione e dei ritardi nella realizzazione dell'unione bancaria e del mercato dei capitali, il rischio di frammentazione dei mercati finanziari rimane elevato.

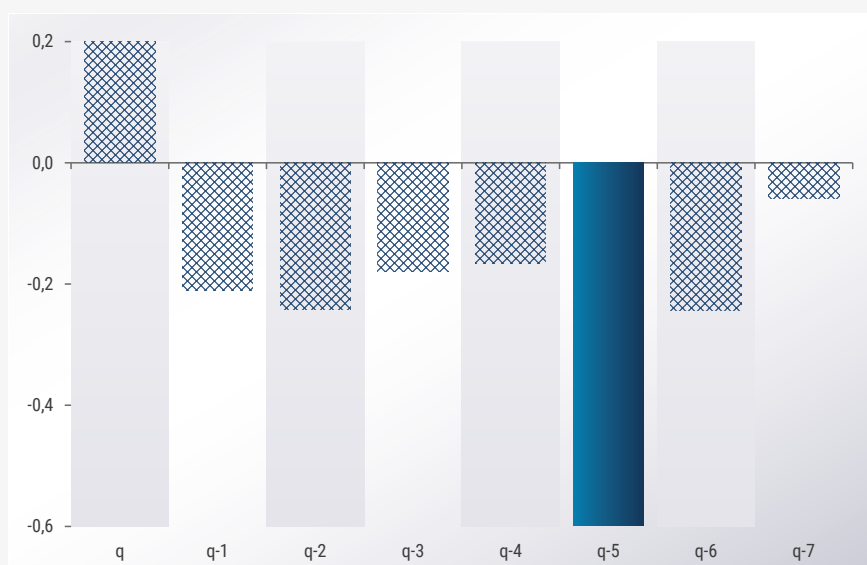
Una stima single equation per l'Italia Se la letteratura indica tempi dilatati per l'impatto dei rialzi dei tassi sul PIL nell'Eurozona, è importante quantificare i ritardi per quel che riguarda l'economia italiana. Una semplice analisi econometrica realizzata dal CSC, che mette in relazione il tasso di interesse Euribor a 3 mesi, cioè il tasso interbancario preso come riferimento dell'Eurosistema (e i suoi ritardi) con il PIL, in un periodo che va dal 1996 al 2022, permette di stimare dopo quanti trimestri si materializza l'effetto della politica monetaria sulla crescita economica.

Nella specificazione econometrica³ sono incluse, oltre al tasso di interesse, altre variabili esplicative, tra cui il prezzo del gas (il cui impatto negativo maggiore sul PIL è già stato stimato dal CSC avvenire tra il quarto e il sesto trimestre successivo⁴).

³ Un risultato simile si ottiene considerando come variabile dipendente la variazione dell'indice di produzione industriale, con un coefficiente negativo e significativo al ritardo coincidente al 4° trimestre.

⁴ Centro Studi Confindustria, "Un confronto con le crisi petrolifere", *Rapporto di previsione*, Focus 1, ottobre 2022.

Grafico B
La risposta del PIL italiano
a un rialzo dei tassi:
stima *single equation*
(Valori %, dati trimestrali)



Nota: la specificazione econometrica include come variabile dipendente il PIL (logaritmo delle diff. prime) e come variabili indipendenti il tasso Euribor a 3 mesi (logaritmo delle diff. prime del tasso indicizzato) e i suoi ritardi, il prezzo del gas (logaritmo delle diff. prime) con i suoi ritardi, il tasso di crescita annua dell'indice dei prezzi al consumo, il deflatore del PIL, il numero di occupati (tutti espressi in logaritmi delle diff. prime). Il *lag* (q-5) è quello relativo al coefficiente risultato significativo sulla base del p-value <0,05. Sull'asse delle ordinate viene riportato il valore medio del coefficiente ottenuto dai diversi sotto-periodi considerati.

Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati ISTAT, S&P Global, Refinitiv e Banca mondiale.

Una stima VAR L'analisi econometrica è stata condotta dal CSC anche con un modello multivariato (VAR), che include (come nella stima precedente) il tasso Euribor a 3 mesi e il PIL italiano, ma anche il rendimento medio dei BTP e il tasso di interesse sui prestiti alle società non finanziarie. La stima è realizzata nel periodo di 20 anni che va dal 3° trimestre del 1999 (a partire dall'introduzione dell'euro) al 4° trimestre del 2019 (per escludere la pandemia).

Il meccanismo di trasmissione così delineato tiene conto sia del canale del credito alle imprese (e alle famiglie), che si riflette sulle scelte di investimento (e di consumo), sia del canale dei rendimenti dei titoli pubblici italiani, che comporta un maggior onere per interessi dello Stato e, quindi, una minore possibilità di spesa pubblica.

La stima del VAR evidenzia che un aumento dei tassi di politica monetaria dell'1%, di cui l'Euribor a 3 mesi è utilizzato come una *proxy*, determina un effetto complessivamente negativo e statisticamente significativo, che raggiunge un picco in corrispondenza del 5° trimestre (pari a -0,42%; Grafico C). La risposta del PIL è inizialmente positiva (come confermato da una vasta letteratura empirica, che trova origine in Sims⁶), ma in termini cumulati è univocamente negativa (pari a -0,57%) e persistente: si protrae per dieci trimestri, ovvero due anni e mezzo.

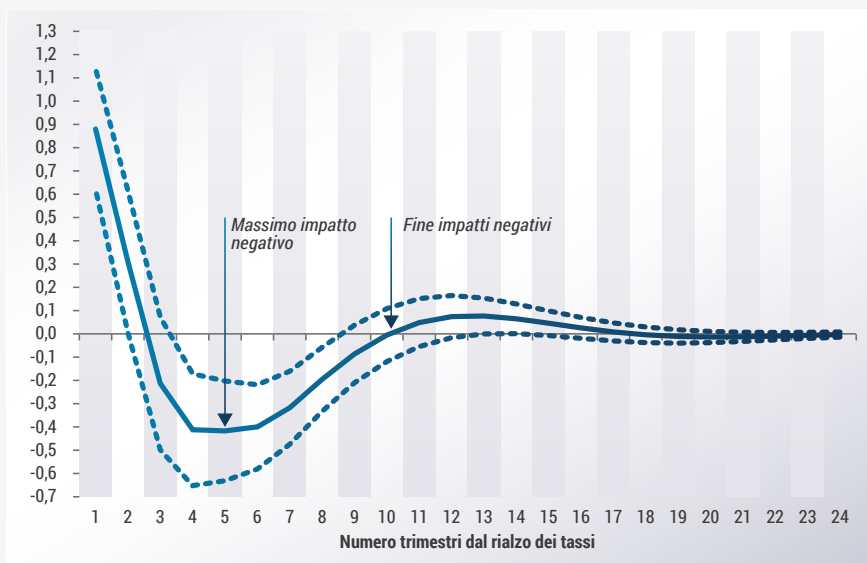
⁵ Il coefficiente medio riportato, nonché l'elasticità del tasso di crescita del PIL al tasso di interesse, per ciascun ritardo della variabile di interesse (tasso Euribor a 3 mesi) è una media tra le stime ottenute su vari sotto-periodi (1999-2022, 2005-2019, 1999-2019).

⁶ Sims C.A., "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", *European Economic Review*, 1992, 36 (5), pp. 975-1000. Si veda anche: Cochrane J.H., *Expectations and the Neutrality of Interest Rates*, 2023.

Grafico C

La risposta del PIL italiano a un rialzo dei tassi: stima VAR

(Valori %, dati trimestrali)



Nota: le linee tratteggiate indicano l'intervallo di confidenza, calcolato a -2 e +2 deviazioni standard.
Fonte: elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria.

I risultati sono robusti all'utilizzo di diversi periodi alternativi di stima (come il 1999-2022, il 2005-2019, il 1999-2010) e all'inclusione di ulteriori variabili, quali il tasso di cambio euro-dollaro, il prezzo del petrolio e il tasso di disoccupazione italiano.

IL LAG STIMATO TRA TASSI E PIL È DI



5 TRIMESTRI

Conclusioni Le due stime del CSC convergono su un *lag* di cinque trimestri tra un aumento dei tassi e il massimo impatto negativo sul PIL. Dunque, l'impatto recessivo tarderebbe oltre un anno nel dispiegarsi interamente. Si tratta di stime sostanzialmente in linea con quelle citate prima riguardo l'intera Eurozona.

Applicando questo risultato allo scenario attuale, se si considera che il rialzo BCE è partito a inizio del 3° trimestre 2022, l'indicazione è che il maggior impatto recessivo in Italia si vedrà entro la fine del 2023, anche se la stretta inizia a frenare l'economia già nel corso di quest'anno.