

Sommario*

L'invasione russa dell'Ucraina ha esacerbato le tendenze stagflattive già in atto dalla fine dello scorso anno. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha rivisto le prospettive di crescita e di inflazione peggiorandole, oltre che per i paesi belligeranti, soprattutto per le economie più dipendenti dalle loro forniture, come l'area dell'euro. I rincari e alcune carenze di materie prime spingono fortemente i prezzi al consumo, che registrano diffusamente massimi storici. Le politiche fiscali contrastano queste tendenze con misure a carico dei bilanci pubblici, le banche centrali con la restrizione delle politiche monetarie.

In Italia l'anno scorso il PIL è aumentato del 6,6 per cento, recuperando buona parte della flessione del 2020. L'attività economica è stata trainata soprattutto dagli investimenti e dalle esportazioni, entrambi cresciuti più che nell'area dell'euro. In autunno il settore industriale ha risentito della battuta d'arresto delle esportazioni e il terziario si è indebolito per la stasi dei consumi; gli acquisti delle famiglie sono stati limitati dalla compressione del potere d'acquisto, indotta dall'accelerazione dei prezzi. L'inflazione al consumo ha continuato ad aumentare nel primo trimestre di quest'anno, raggiungendo in marzo il 6,5 per cento, un valore che non si registrava da un trentennio. Nonostante la volatilità ciclica e l'accelerazione dei prezzi, l'occupazione e le dinamiche retributive restano moderate; tuttavia s'intensificano gli squilibri tra domanda e offerta di lavoro.

Dall'inizio dell'anno la congiuntura è divenuta più incerta; alla battuta d'arresto della produzione industriale in gennaio ha fatto seguito un rapido recupero in febbraio. In marzo, il primo mese seguente l'invasione russa dell'Ucraina, le famiglie sono divenute più caute sulle decisioni di acquisto di beni durevoli. Sulla base delle stime dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) nei primi tre mesi dell'anno il PIL si sarebbe ridotto di circa mezzo punto percentuale, con un intervallo bilanciato ma molto ampio. Alla flessione dei ritmi produttivi nel manifatturiero avrebbe fatto riscontro una dinamica meno sfavorevole nel terziario, grazie anche all'allentamento delle restrizioni per il contrasto al COVID-19.

Nel medio termine prevalgono invece nettamente i rischi al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione, a causa del conflitto in Ucraina: secondo una simulazione dell'UPB la guerra ha già sottratto al PIL dell'Italia nel 2022 circa un punto percentuale; se la durata della fase militare si estendesse temporalmente di un trimestre, il costo per l'attività economica del nostro Paese aumenterebbe di ulteriori 1,6 punti di PIL nel complesso del biennio 2022-23.

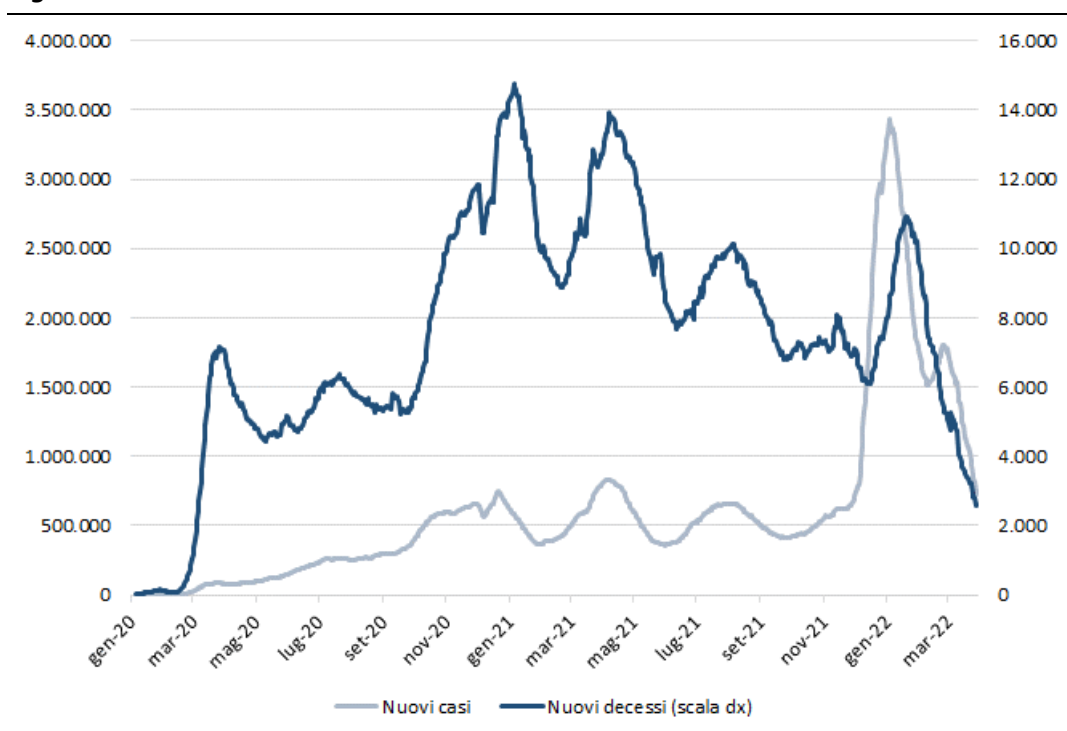
* A cura del Servizio analisi macroeconomica; Nota completata con le informazioni disponibili il 21 aprile 2022.

Il contesto internazionale

La guerra in Ucraina aumenta l'incertezza e i rischi globali

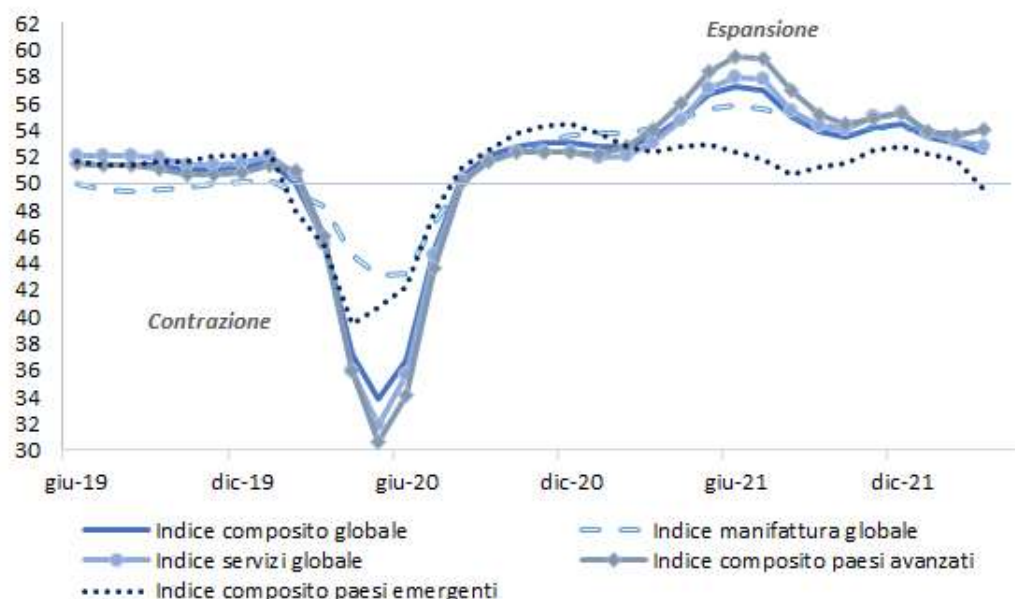
Dopo il rimbalzo dell'attività economica del 2021, il nuovo anno si era aperto con l'indebolimento del ciclo economico internazionale. A determinare il rallentamento dell'attività era la veloce diffusione della variante Omicron del COVID-19, che dopo la prima metà di gennaio aveva raggiunto un picco di oltre quattro milioni di nuovi casi in un solo giorno (il 19 gennaio; fig. 1). In febbraio, però, la curva dei contagi mostrava una decisa inversione di tendenza, contribuendo a riportare l'ottimismo tra gli operatori economici. L'invasione Russa dell'Ucraina, il 24 febbraio, ha cambiato decisamente il quadro, incidendo da subito sulla fiducia di imprese e consumatori. Dopo essersi stabilizzato poco sotto il valore di 55 in autunno, l'indice composito globale di fiducia dei direttori degli acquisti (JP Morgan Global Composite PMI) ha segnato un arretramento a 52,7 in marzo (da 53,5 di febbraio), a sintesi di un calo sia nella manifattura sia nei servizi (fig. 2). Nell'ultimo comunicato stampa si evidenziano peggiori prospettive per l'*export* e nuovi ritardi nella produzione per la carenza di manodopera, materie prime e semilavorati. Sebbene, infatti, i due paesi protagonisti del conflitto abbiano un peso limitato negli scambi internazionali, essi sono uno snodo chiave per l'Europa e l'Africa come fornitori di materie prime, in particolare energetiche, ma anche agricole e di metalli (ad esempio nichel e palladio). Se da un lato le sanzioni imposte alla Russia non dovrebbero avere forti ripercussioni economiche dirette sui paesi dell'Unione, le

Fig. 1 – COVID-19: numero di nuovi casi e di decessi



Fonte: ourworldindata.com.

Fig. 2 – JP Morgan Global Composite PMI
(media mobile a tre mesi)



Fonte: HIS Markit, JP Morgan.

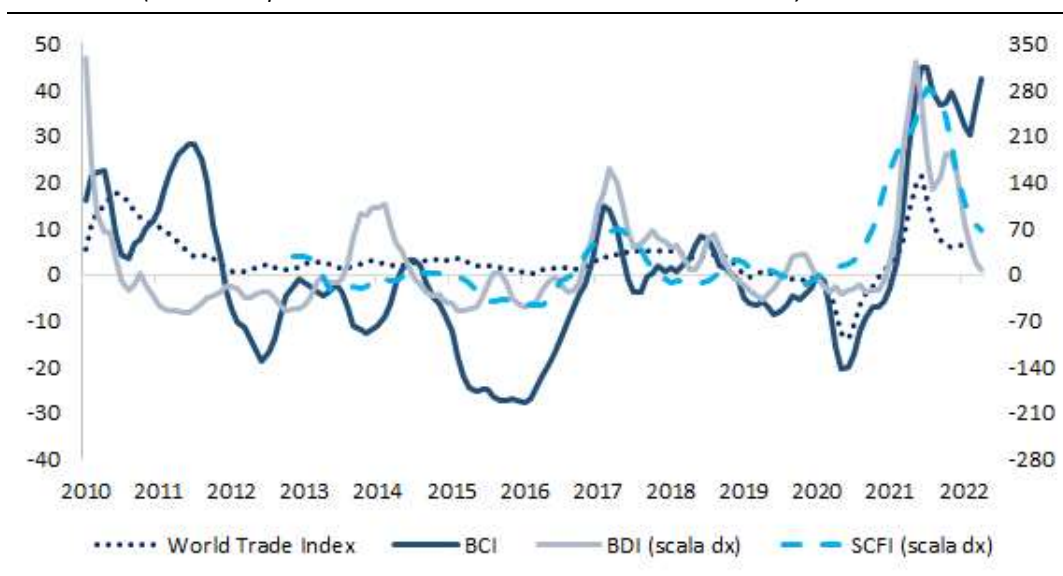
conseguenze del conflitto sulla fiducia e sui prezzi delle materie prime appaiono un forte ostacolo alla produzione, soprattutto per i paesi europei (si veda il riquadro “Alcune valutazioni sugli impatti macroeconomici del conflitto russo-ucraino”).

Negli Stati Uniti il 2021 si è chiuso con una crescita del PIL (del 5,7 per cento) maggiore della flessione registrata nel 2020 (-3,4 per cento); per l’area dell’euro l’espansione è stata di poco inferiore, al 5,3 per cento (-6,4 l’anno precedente). In Cina, dove la pandemia ha avuto origine, senza tuttavia generare una contrazione dell’*output* nel 2020, il PIL l’anno scorso è aumentato dell’8,1 per cento, il tasso più elevato dal 2011. Nonostante le drastiche restrizioni alla mobilità e quindi all’attività economica, adottate per via della recrudescenza del COVID-19 in alcune città grandi, il nuovo anno è iniziato meglio delle attese e il PIL è aumentato del 4,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2021.

Gli scambi internazionali sono attesi in rallentamento

Dopo due anni di contrazione, nel 2021 il commercio internazionale è cresciuto del 10,1 per cento, il ritmo più elevato dal 2010, nonostante gli impedimenti causati dalle congestioni nei porti commerciali e dalla scarsità delle materie prime. Nella seconda metà dell’anno le tensioni nelle catene degli approvvigionamenti sembravano attenuarsi (fig. 3), ma lo scoppio del conflitto russo-ucraino le ha nuovamente acuite.

Fig. 3 – Commercio mondiale, quotazioni delle materie prime e dei trasporti (1)
(variazione percentuale annua della media mobile a tre mesi)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, Baltic Exchange, Shanghai Shipping Exchange e Bloomberg.

(1) BCI – *Bloomberg Commodities Index*; BDI – *Baltic Dry Index*; SCFI – *Shanghai Containerized Freight Composite Index*.

Le statistiche sugli scambi del CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) non sono ancora disponibili per marzo, tuttavia dagli indici PMI emerge un forte indebolimento dell'*export* e il nuovo indicatore di commercio del Kiel Institute² ha registrato una rilevante flessione.

Le previsioni del Fondo monetario internazionale

Il FMI ha pubblicato il 19 aprile le nuove previsioni nel *World Economic Outlook*. Rispetto all'aggiornamento dello scorso gennaio, le stime sono state riviste al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione (tab. 1). Le revisioni sono ascrivibili sia al conflitto russo-ucraino sia a drastici *lockdown* in Cina, in applicazione della politica di "zero-COVID", che ha ulteriormente pesato sulle catene degli approvvigionamenti. Per il FMI il prodotto mondiale crescerebbe del 3,6 per cento sia quest'anno sia il prossimo, con revisioni al ribasso di 0,8 e 0,3 punti percentuali rispettivamente. Per gli Stati Uniti la revisione è contenuta a pochi decimi di punto e il PIL dovrebbe espandersi del 3,7 e 2,3 per cento nei due anni di previsione; per l'area dell'euro, maggiormente connessa con i paesi in conflitto, per quest'anno il ribasso è pari a oltre un punto percentuale e la crescita dovrebbe attestarsi al 2,8 per cento (2,3 per cento nel 2023). Il complesso delle

² L'indicatore desume la dinamica del commercio a partire dal traffico merci di navi *portacontainer*. Per maggiori informazioni si rimanda alla nota metodologica <https://www.ifw-kiel.de/experts/ifw/vincent-stamer/thinking-outside-the-container-a-sparse-partial-least-squares-approach-to-forecasting-trade-flows-15754/>.

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO aprile 2022			Differenze da WEO <i>update</i> gennaio 2022	
	2021	2022	2023	2022	2023
Prodotto mondiale	6,1	3,6	3,6	-0,8	-0,2
<i>Economie avanzate</i>	5,2	3,3	2,4	-0,6	-0,2
<i>Stati Uniti</i>	5,7	3,7	2,3	-0,3	-0,3
<i>Area dell'euro</i>	5,3	2,8	2,3	-1,1	-0,2
<i>Economie emergenti</i>	6,8	3,8	4,4	-1,0	-0,3
<i>Cina</i>	8,1	4,4	5,1	-0,4	-0,1
Commercio mondiale	10,1	5,0	4,4	-1,0	-0,5

Fonte: FMI (2022), *World Economic Outlook*, aprile.

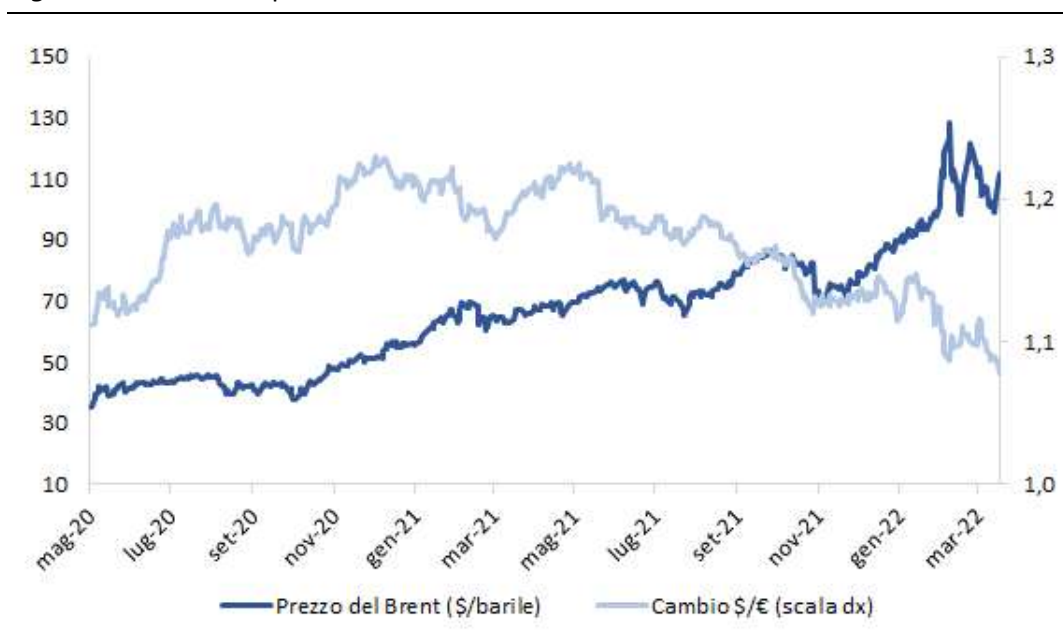
economie emergenti, pur con una revisione analoga a quella dell'area dell'euro, crescerebbe nel biennio 2022-23 del 3,8 e 4,4 per cento; la revisione per la Cina è più moderata, simile a quella degli Stati Uniti, e il PIL dovrebbe crescere mediamente di poco meno di cinque punti percentuali all'anno. Per il commercio si prospetta una revisione paragonabile a quella della crescita globale e una dinamica del 5,0 e 4,5 per cento nei due anni di previsione. L'inflazione è stata rivista al rialzo più che in gennaio; la dinamica dei prezzi al consumo dei paesi avanzati sarebbe al 5,7 e 2,5 per cento, quest'anno e il prossimo, quella delle economie emergenti all'8,7 e al 6,5 per cento.

Il conflitto in Ucraina acuisce i rincari delle materie prime

Il recupero dell'attività produttiva e i problemi legati alla logistica avevano spinto i prezzi delle *commodities* su un sentiero crescente già dal 2021. Dalla metà di febbraio scorso, quando gli operatori già scontavano le ostilità militari nell'Europa dell'Est, le quotazioni sono ulteriormente cresciute ed è contemporaneamente aumentata la volatilità giornaliera. Tra la fine di aprile del 2020, periodo in cui le quotazioni avevano toccato un minimo, e i giorni precedenti l'invasione russa, l'indice generale delle *commodities* redatto dall'*Hamburg Institute of International Economics* (HWWA) è più che triplicato (470 per cento per la componente energetica). Dallo scoppio del conflitto alla metà di aprile gli indici non energetici hanno registrato un ulteriore incremento, intorno ai cinque punti percentuali; per i beni energetici, con brusche oscillazioni giornaliere, nello stesso periodo le quotazioni del gas al punto di scambio virtuale (PVS) olandese (TTF) sono aumentate del 9,4 per cento a 97,5 euro per MWh, quelle del petrolio Brent del 15 per cento (a 111,8 dollari per barile).

Anche il mercato dei cambi ha risentito del repentino mutamento del clima internazionale e la valuta europea, più esposta di quella statunitense alle sorti del conflitto, ha subito un ulteriore indebolimento di oltre tre punti percentuali, attestandosi sotto 1,08 dollari per euro (fig. 4).

Fig. 4 – Prezzo del petrolio e tasso di cambio

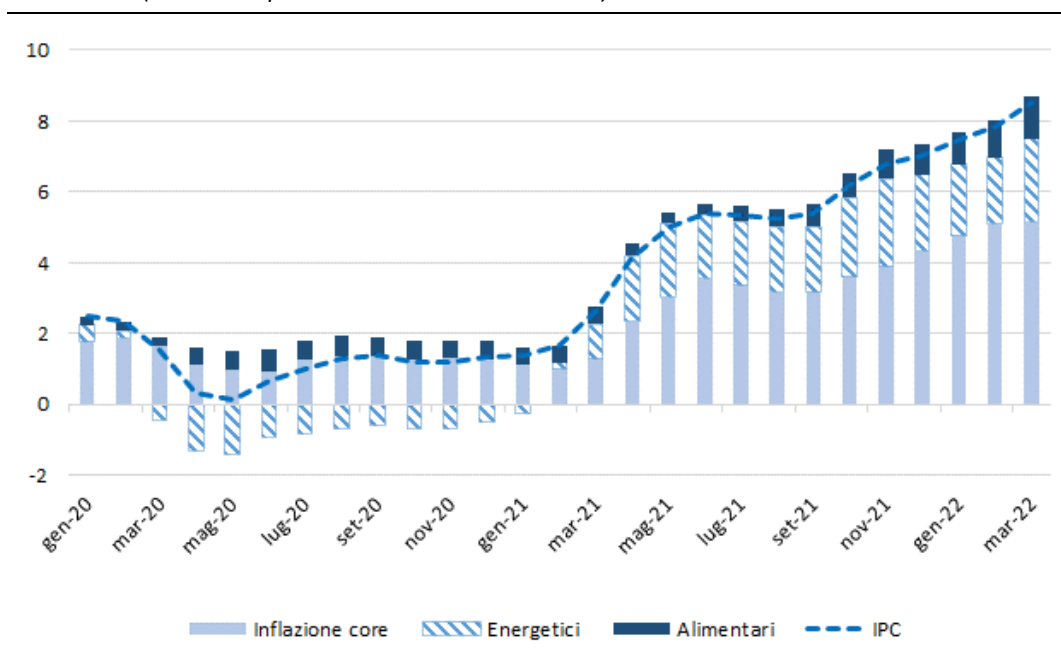


Fonte: Refinitiv.

L'inflazione al consumo raggiunge valori molto alti nel confronto storico

Nel 2020, nelle fasi di ripresa dopo i *lockdown*, gli aumenti dei costi di produzione dovuti ai rincari delle materie prime erano stati assorbiti dai produttori contraendo i margini delle imprese. Tale politica era sostenibile in quanto si riteneva che il fenomeno fosse temporaneo e destinato a rientrare una volta che l'attività produttiva e distributiva fosse tornata a regime. Solo a partire dalla primavera dello scorso anno negli Stati Uniti e dall'estate in Europa i prezzi al consumo hanno cominciato ad accelerare, sospinti inizialmente dalle componenti energetiche e alimentari e, più di recente, anche da quelle di fondo; in marzo l'inflazione al consumo negli Stati Uniti ha raggiunto l'8,5 per cento, un valore che non si registrava da dicembre del 1981; nello stesso periodo l'aumento annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) nell'area dell'euro è stato del 7,4 per cento, mai registrato dall'inizio della rilevazione statistica (gennaio 1997). Già il 2021 aveva segnato un incremento dei prezzi al consumo nell'area dell'euro (2,6 per cento) meno pronunciato di quello degli Stati Uniti (4,7 per cento). La diversa evoluzione delle dinamiche nominali tra le due sponde dell'Atlantico è ascrivibile sia alle politiche economiche sia alla fase ciclica delle due economie. In particolare, negli Stati Uniti l'inflazione si ritiene sia causata dal forte stimolo fiscale e dagli effetti della pandemia sul mercato del lavoro, che ha indotto la fuoriuscita di molti lavoratori (*great resignation*), riducendo l'offerta; pertanto l'inflazione americana è spinta in prevalenza dalla componente *core* (fig. 5) e l'*output gap* è positivo (1,6 nel 2022, da 0,3 nel 2021).

Fig. 5 – Inflazione negli Stati Uniti
(variazione percentuale annua e contributi)



Fonte: Bureau of Labor Statistics.

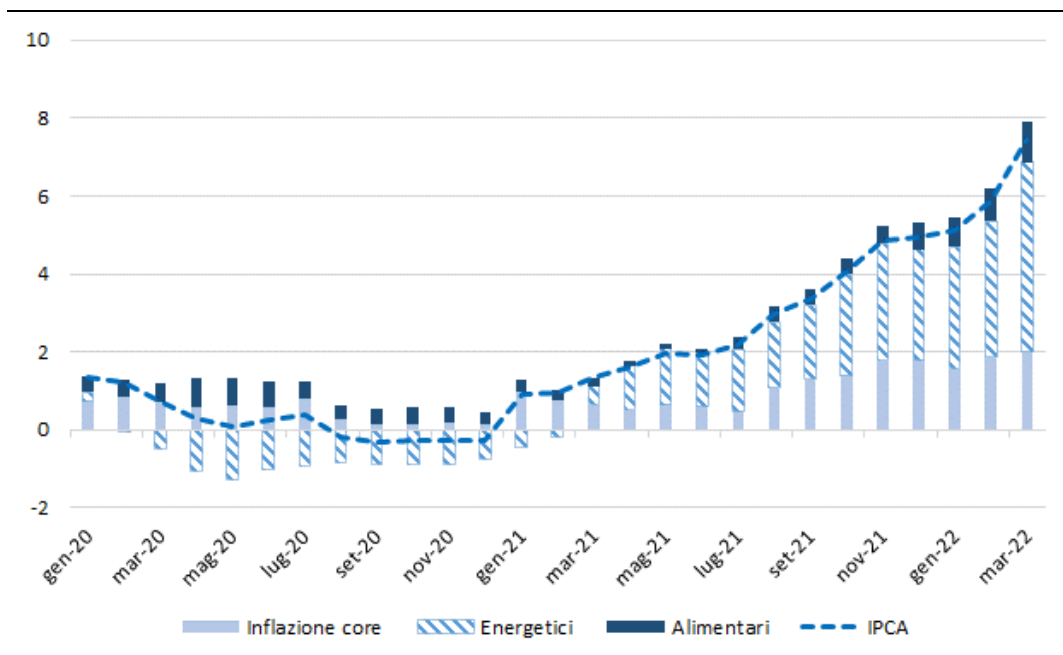
Per l'area dell'euro invece l'*output gap* è ancora negativo (-1,0 nel 2022, da -2,4 nel 2021) e l'inflazione è per lo più determinata dalla componente energetica importata (fig. 6)³.

Nonostante i tassi d'inflazione siano molto al di sopra degli obiettivi di politica monetaria delle banche centrali ormai da diversi mesi, le aspettative degli operatori si sono mosse poco fino al febbraio scorso. Solo a partire dai primi giorni di marzo c'è stato un sensibile aumento delle attese, di circa mezzo punto percentuale su tutti gli orizzonti (fig. 7), per via delle ripercussioni del conflitto in Ucraina sui mercati delle materie prime.

Nelle riunioni di marzo, sia la Riserva federale americana sia la Banca centrale europea (BCE) hanno confermato il processo di normalizzazione della politica monetaria, già prefigurato. La banca centrale americana ha avviato la fase di aumento dei tassi di riferimento *federal fund*, con un rialzo di un quarto di punto. La BCE ha ridotto gli acquisti di titoli, sia correnti sia dei mesi futuri, passando da un totale previsto di 120 miliardi a 90 per il trimestre corrente; in occasione del Consiglio direttivo di aprile la BCE ha poi ribadito che gli acquisti dovranno terminare nel terzo trimestre, lasciando un margine d'incertezza sul mese in cui ciò avverrà.

³ Le stime dell'*output gap* qui riportate sono del Fondo monetario internazionale - *World Economic Outlook*, aprile 2022.

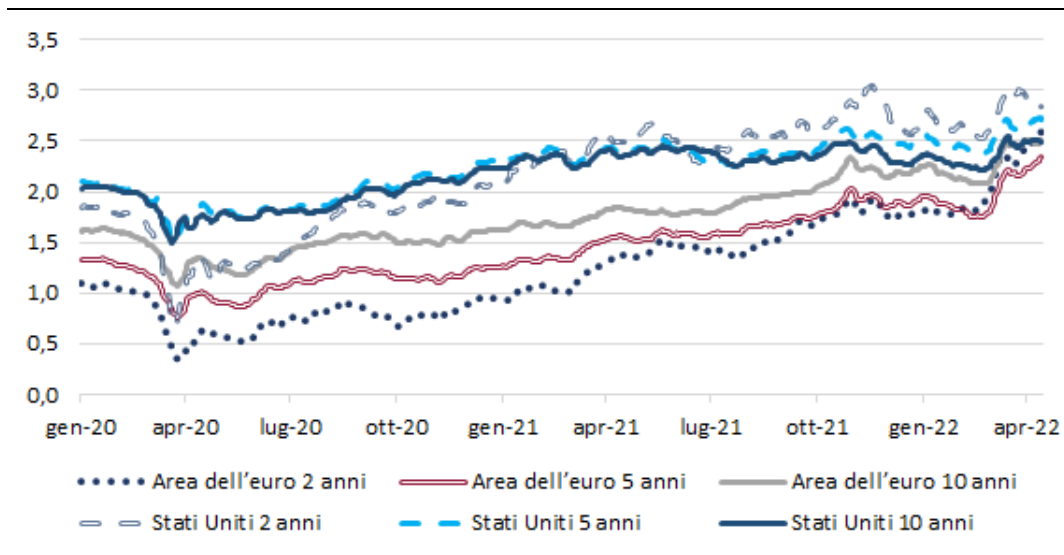
Fig. 6 – Inflazione nell’area dell’euro (1)
(variazione percentuale annua e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell’indice totale, in quanto concatenato.

Fig. 7 – Aspettative di inflazione implicite negli *inflation swaps*
(valori percentuali – media mobile a sette giorni)



Fonte: Refinitiv.

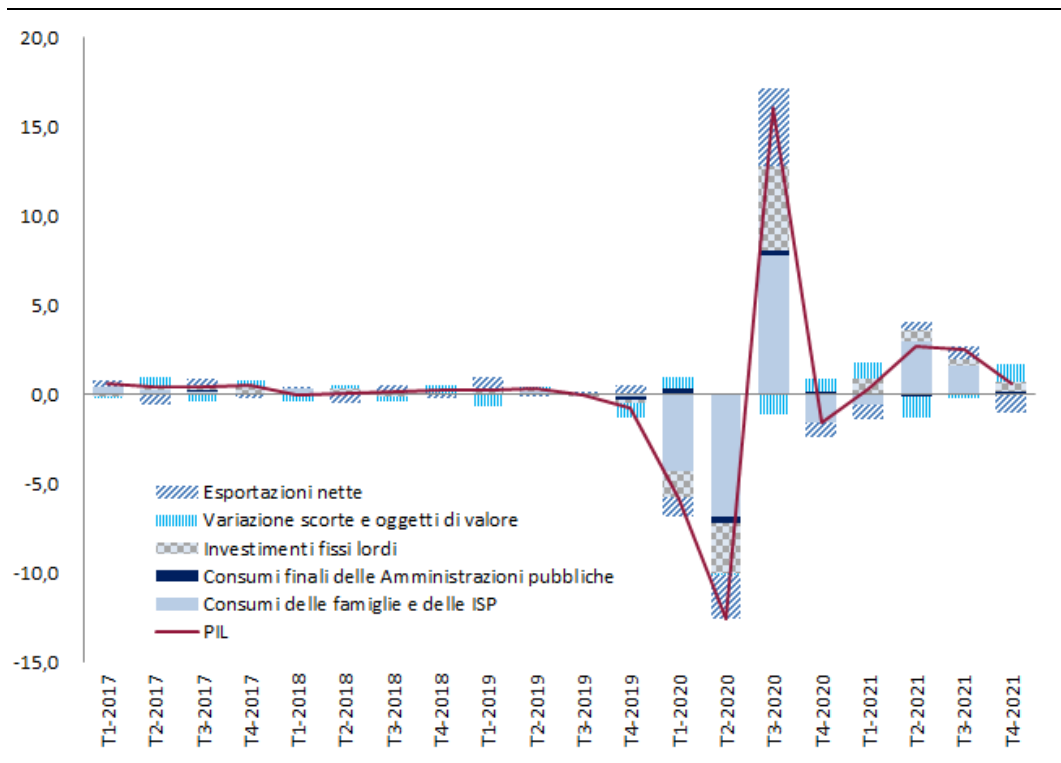
L'economia italiana

Il rimbalzo del PIL nel 2021 ha perso slancio nell'ultimo trimestre

Lo scorso anno il PIL ha recuperato gran parte della contrazione, senza precedenti in tempi di pace, registrata nel 2020 a causa della pandemia. Secondo i conti economici annuali, diffusi all'inizio di marzo e non modificati per quanto attiene al PIL in volume lo scorso 4 aprile, l'attività nel 2021 è cresciuta del 6,6 per cento, sospinta prevalentemente dalla domanda nazionale con un contributo di 6,2 punti percentuali; l'apporto delle esportazioni nette, al pari di quello delle scorte, è stato invece solo lievemente positivo (per 0,2 punti percentuali). Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto ha segnato incrementi marcati nelle costruzioni e nell'industria in senso stretto (rispettivamente 21,3 e 11,9 per cento) e più moderati nei servizi (4,5 per cento); l'agricoltura è risultata in flessione, per il terzo anno consecutivo (-0,8 per cento rispetto al 2020, -7,0 per cento rispetto al 2018).

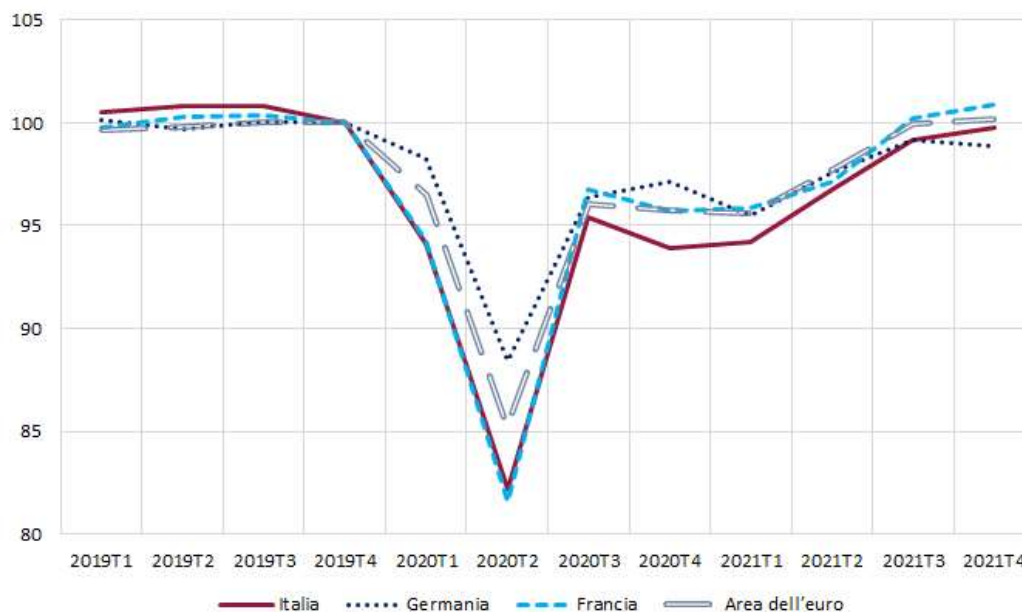
Lo scorcio finale del 2021 ha registrato un aumento congiunturale del PIL di oltre mezzo punto percentuale (fig. 8), portando il livello di attività appena pochi decimi al di sotto di quelli di fine 2019; il recupero rispetto al livello pre-pandemia è in anticipo sulla Germania ma in lieve ritardo rispetto alla Francia e all'area dell'euro (fig. 9).

Fig. 8 – Variazione del PIL e contributi delle componenti della domanda (variazioni percentuali congiunturali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

Fig. 9 – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



Fonte: Eurostat.

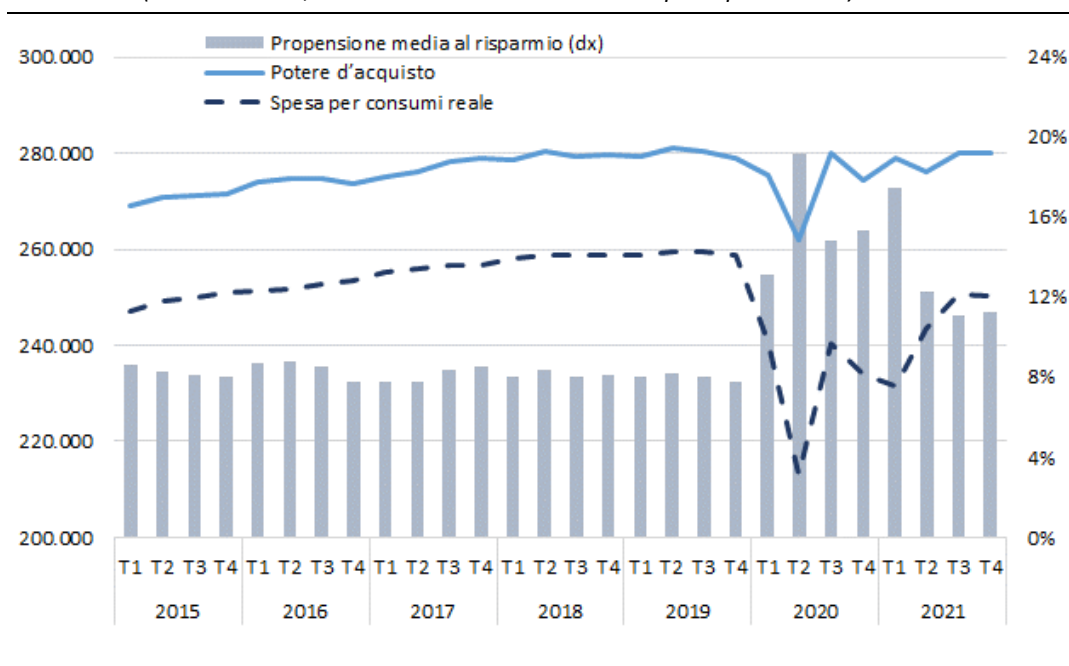
La dinamica dell'attività economica nell'ultimo trimestre ha riflesso la prosecuzione della fase espansiva in tutti i comparti produttivi, a eccezione di quello agricolo; dal lato della domanda, l'apporto della componente interna, alimentata quasi esclusivamente dagli investimenti fissi lordi, è stato parzialmente eroso da quello negativo delle esportazioni nette. Il trascinamento statistico del PIL per l'anno in corso si attesta al 2,3 per cento.

I piani di spesa delle famiglie sono improntati alla cautela

L'anno scorso i consumi delle famiglie sono cresciuti di oltre cinque punti percentuali, quindi meno dell'attività economica. Dopo i balzi congiunturali nei trimestri centrali dell'anno, i consumi privati hanno registrato una battuta d'arresto in autunno (-0,1 per cento), soprattutto nelle componenti dei beni durevoli e dei servizi, anche a causa delle misure restrittive di contrasto alla pandemia.

La stagnazione della spesa delle famiglie nel quarto trimestre ha riflesso quella del potere di acquisto, che si è mantenuto sostanzialmente invariato in quanto l'incremento del reddito disponibile in termini nominali è stato assorbito dalla maggiore dinamica dei prezzi. La propensione al risparmio è appena aumentata (all'11,3 per cento del reddito disponibile, dall'11,1 del terzo trimestre), riflettendo l'orientamento ancora prudentiale nelle decisioni di acquisto delle famiglie. Lo scorso anno la propensione al risparmio si è ridotta al 13,1 per cento, confermandosi comunque cinque punti percentuali al di sopra del valore medio nel biennio precedente la pandemia (fig. 10).

Fig. 10 – Potere di acquisto, consumi e propensione al risparmio delle famiglie
(milioni di euro, valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

L'elevato *stock* di risparmio accumulato durante la crisi, in maniera forzata o volontaria, costituisce il principale meccanismo di assorbimento di *shock* esterni per preservare, almeno nel breve periodo, i livelli di spesa delle famiglie italiane.

La spesa per consumi privati si prospetta in contrazione nei primi mesi dell'anno in corso. L'indicatore dei consumi (in volume) di Confcommercio nella media del bimestre gennaio-febbraio è diminuito di oltre un punto percentuale rispetto a quella del quarto trimestre del 2021, per effetto di minori acquisti di beni e servizi già nei mesi antecedenti lo scoppio del conflitto tra Ucraina e Russia. Indicazioni analoghe giungono anche dalle vendite al dettaglio rilevate dall'Istat, risultate in flessione in termini di volume e pressoché stagnanti in valore rispetto alla media ottobre-dicembre. La fiducia dei consumatori è progressivamente peggiorata a partire dai mesi autunnali; tale tendenza è proseguita nel primo trimestre e si è intensificata con l'avvio della guerra in Ucraina. In marzo le opinioni delle famiglie si sono fortemente deteriorate, soprattutto con riferimento alle attese sull'economia italiana e all'opportunità di acquistare beni durevoli.

Dopo il balzo del 2021, gli investimenti si prospettano in deciso rallentamento

Lo scorso anno gli investimenti hanno registrato un balzo di diciassette punti percentuali, il più forte da oltre cinquanta anni. L'incremento, più rapido rispetto a quello dell'area dell'euro e delle sue principali economie, è stato tale da recuperare

molto più della flessione del 2020, raggiungendo un livello superiore di oltre sei punti percentuali rispetto a quello pre-crisi. L'espansione dell'accumulazione nel 2021 è stata simile tra la componente dei macchinari e attrezzature e quella delle costruzioni, sebbene a fronte di una prevalenza di quest'ultima, sospinta anche da cospicui incentivi fiscali. Nel trimestre finale del 2021 l'accumulazione di capitale ha accelerato al 2,8 per cento, grazie al rafforzamento delle spese in costruzioni, soprattutto nella componente residenziale.

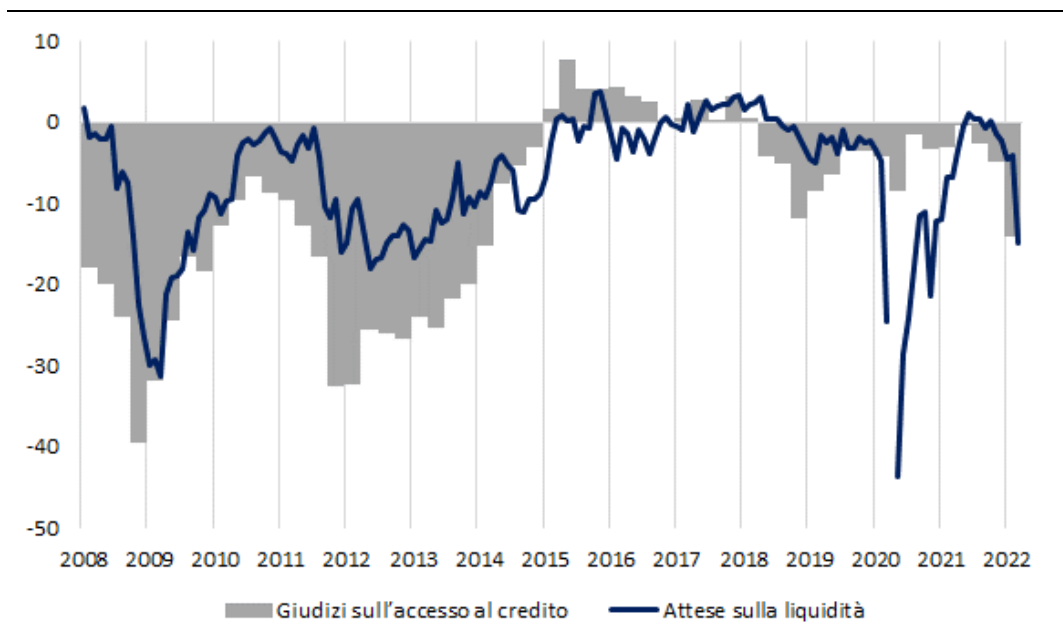
Il tasso di investimento, rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, si è attestato lo scorso anno su livelli storicamente elevati, raggiungendo il 23,1 per cento nel quarto trimestre; nello stesso periodo la quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, si è ridotta per il quinto trimestre consecutivo, al 41,6 per cento (dal 44,8 per cento nell'estate del 2020). Al peggioramento della redditività, nonostante le misure di politica economica a sostegno della liquidità e le limitate pressioni salariali, ha concorso l'aumento dei costi delle materie prime, non soltanto energetiche.

L'indagine della Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta tra febbraio e marzo, segnala un peggioramento dei giudizi sulla situazione economica generale; le attese a breve termine sulle vendite e sulle condizioni operative delle imprese risultano in netto deterioramento a causa dell'incertezza imputabile a fattori economici e politici, all'andamento dei prezzi delle materie prime e alle tensioni relative agli scambi commerciali internazionali. Secondo la rilevazione dell'Istat sulla capacità utilizzata dalle imprese manifatturiere nel quarto trimestre, il grado di utilizzo degli impianti si è attestato al 78,6 per cento, oltre un punto percentuale al di sopra del dato medio del biennio 2018-19; contestualmente, è aumentata la quota di imprese che ha riscontrato ostacoli alla produzione (46,5 per cento rispetto al 45,1 di luglio-settembre), connessi prevalentemente alla carenza di domanda e manodopera. L'indebolimento del processo di accumulazione nel breve termine emerge anche dal calo degli ordini interni di beni strumentali, in gennaio-marzo, e dal deterioramento delle condizioni creditizie (fig. 11).

Le esportazioni hanno recuperato nel 2021 più che nell'area dell'euro

La ripresa degli scambi commerciali e dei flussi turistici internazionali si è riflessa favorevolmente sulle esportazioni dell'Italia, che nel 2021 sono aumentate del 13,4 per cento, più che nella media dell'area dell'euro (11,0 per cento). Le vendite all'estero dell'Italia sono state favorite anche dal miglioramento della competitività, in quanto i rialzi dei prezzi interni sono stati meno pronunciati di quelli dei nostri competitori esteri. Riguardo ai mercati di sbocco, i dati sui beni indicano che all'incremento delle vendite all'estero del 2021 hanno concorso in misura simile quelle extra-UE e, in leggera prevalenza, quelle all'interno dell'Unione europea.

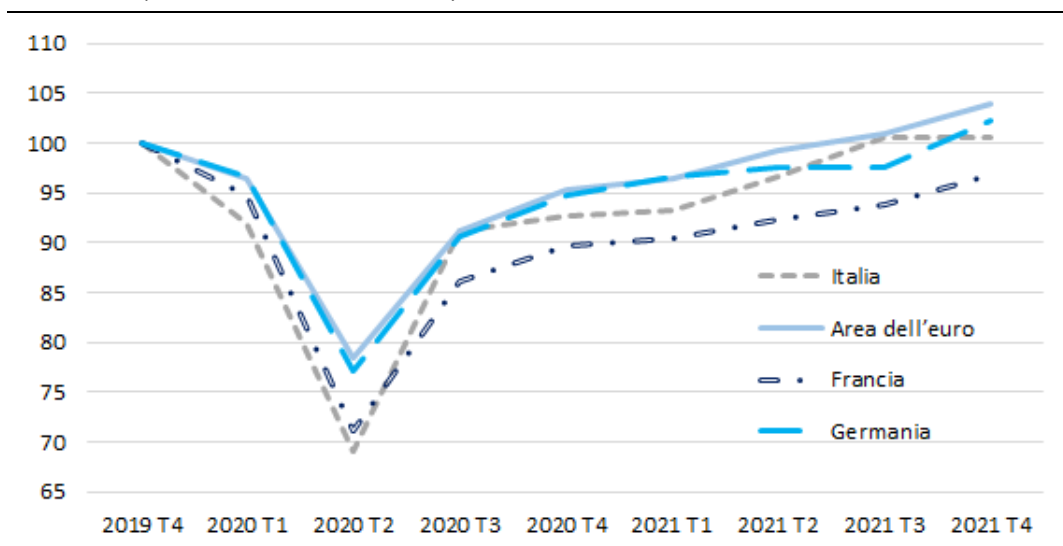
Fig. 11 – Giudizi sul credito nella manifattura e ordini dall'interno di beni strumentali (differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



Fonte: Istat.

In autunno le vendite all'estero si sono pressoché stabilizzate, a fronte di una dinamica positiva per i principali *partner* europei. Rispetto ai valori pre-crisi le esportazioni italiane hanno comunque tenuto il passo degli altri maggiori paesi europei, registrando nella seconda metà dello scorso anno un incremento simile a quello dell'area dell'euro (fig. 12).

Fig. 12 – Esportazioni totali dell'area dell'euro e delle sue principali economie (numero indice; 2019T4=100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Nel primo bimestre del 2022 le esportazioni in valore sono aumentate di circa sette punti percentuali rispetto alla media di ottobre-dicembre, grazie a incrementi sia della componente intra-UE sia di quella esterna all'Unione. Tuttavia le inchieste qualitative prospettano un indebolimento nel breve termine: nella media gennaio-marzo sono peggiorati i giudizi sugli ordinativi esteri, in larga misura a causa della marcata flessione in marzo, successivamente allo scoppio del conflitto in Ucraina.

Anche la dinamica delle importazioni nel 2021 è risultata in deciso aumento (14,2 per cento), tanto da recuperare quasi completamente il crollo registrato nel 2020. Il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel complesso dell'anno scorso è stato lievemente positivo, sebbene in peggioramento nel quarto trimestre a causa dell'espansione delle importazioni a fronte della dinamica stagnante delle esportazioni.

Le indicazioni settoriali recenti

Nonostante il progressivo allentamento delle misure di contenimento della pandemia, il quadro degli indicatori disponibili ha progressivamente assunto un'intonazione negativa dall'inizio dell'anno, anche prima dell'avvio delle ostilità militari in Ucraina.

Il 2021 aveva segnato un recupero della produzione industriale di quasi dodici punti percentuali. I primi mesi dell'anno in corso si sono caratterizzati per una forte erraticità: in gennaio si è osservata una battuta d'arresto (-3,4 per cento), poi riassorbita in febbraio (4,0 per cento). Gli indicatori qualitativi sono recentemente peggiorati: in marzo il PMI manifatturiero è diminuito (a 55,8 da 58,3 di febbraio), a riflesso degli aumenti delle materie prime connessi anche con le ritorsioni poste in essere a seguito dei recenti accadimenti bellici tra Ucraina e Russia; nello stesso mese l'indice Istat di fiducia del comparto ha segnato la quarta flessione consecutiva, attestandosi a 110,3, il livello più basso dallo scorso maggio.

La produzione delle costruzioni, dopo essersi rafforzata marcatamente lo scorso anno, ha segnato in gennaio un calo (-0,9 per cento su base congiunturale) che ha eroso parzialmente i guadagni registrati nel quarto trimestre. La fase ciclica del settore sembra comunque ancora favorevole. Il sondaggio sul mercato delle abitazioni, condotto in gennaio e febbraio da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, ha rilevato un miglioramento delle attese sulla domanda di abitazioni e una contestuale flessione degli incarichi a vendere; il clima di fiducia dell'edilizia in marzo ha proseguito la tendenza favorevole iniziata dopo il *lockdown* della primavera del 2020.

Nel terziario il valore aggiunto è aumentato nel trimestre finale del 2021, dello 0,4 per cento in termini congiunturali, determinando un incremento nel complesso del 2021 del 4,5 per cento, inferiore a quello del PIL. Gli indicatori qualitativi sembrano prospettare un indebolimento nel breve termine. Nella media gennaio-febbraio il PMI si è attestato

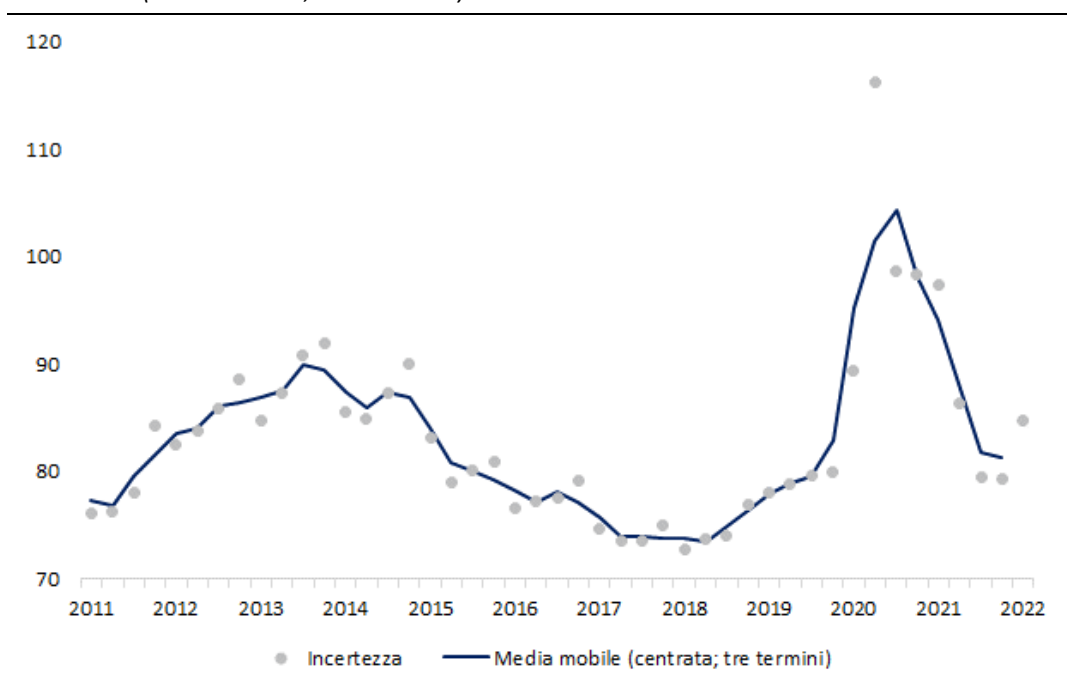
appena sopra la soglia di demarcazione tra espansione e contrazione e gli indici di fiducia si sono deteriorati nello scorcio iniziale di quest'anno, soprattutto in marzo.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, ha segnato nel primo trimestre dell'anno un marcato arretramento rispetto alla media ottobre-dicembre, confermando la fase di indebolimento iniziata nella seconda metà del 2021; nello stesso periodo l'incertezza di famiglie e imprese, secondo la misura elaborata dall'UPB, è nuovamente aumentata, dopo la stabilizzazione nella parte finale dello scorso anno (fig. 13).

Le previsioni di breve termine

Le variabili quantitative mensili più tempestive delineano una fase ciclica in peggioramento nella prima parte dell'anno in corso: nella media gennaio-marzo si sono osservate flessioni, rispetto al quarto trimestre del 2021, sia per i consumi elettrici e di gas per uso industriale, sia per le immatricolazioni di autoveicoli (fig. 14). Con riferimento al mese di marzo, il primo successivo al conflitto in Ucraina, gli indicatori sulla domanda delle famiglie sono peggiorati, soprattutto per gli acquisti di beni durevoli, come le auto, per i quali può avere prevalso un atteggiamento attendista.

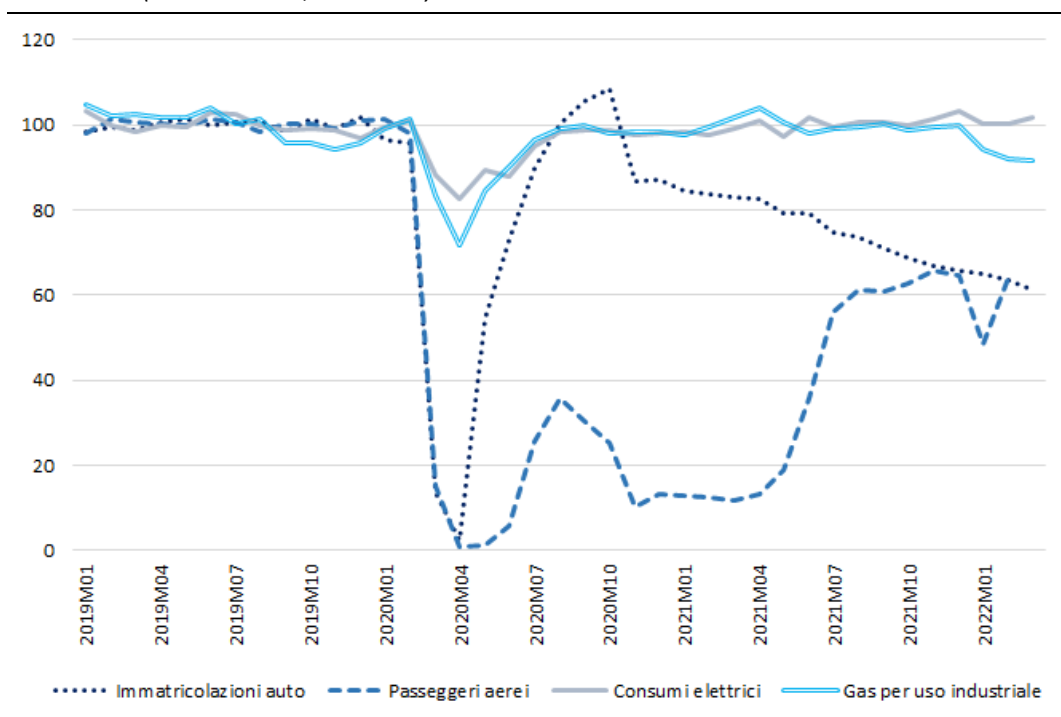
Fig. 13 – Indice di incertezza dell'UPB (1)
(numero indice, 1993 T1=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) L'indice di incertezza è stato presentato e discusso nella [Nota di Congiuntura UPB dell'aprile 2017](#).

Fig. 14 – Indicatori tempestivi dell'attività economica
(numero indice, 2019=100)



Fonte: elaborazioni su dati ANFIA, Assaeroporti, Terna e SNAM.

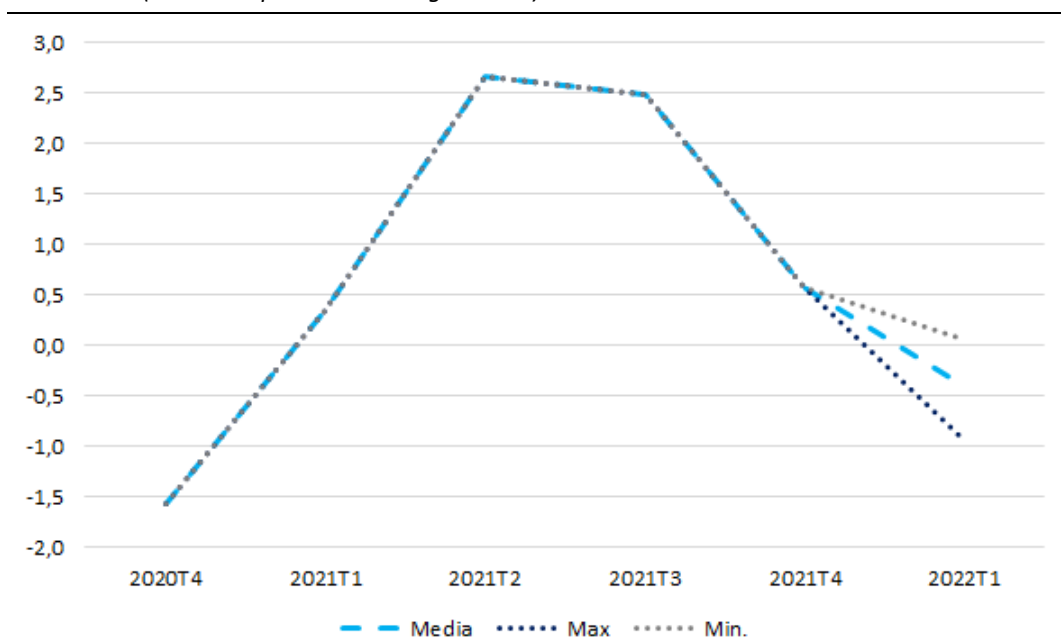
Per contro, i consumi elettrici e i flussi di trasporto di merci su rotaia sono aumentati, per cui l'impatto della guerra sul complesso delle attività produttive potrebbe manifestarsi con qualche ritardo. La diversa reazione iniziale di famiglie e imprese agli eventi bellici trova riscontro anche nel clima di fiducia, che il mese scorso è peggiorato sensibilmente per i consumatori e con minore intensità per le imprese.

Secondo le stime dell'UPB nel primo trimestre di quest'anno il PIL si sarebbe ridotto in termini congiunturali di circa mezzo punto percentuale, con una banda di variazione molto ampia ma comunque bilanciata (tra -0,9 e 0,1 per cento; fig. 15). Alla flessione nella manifattura farebbe riscontro un minore indebolimento dei servizi, sostenuti dall'allentamento delle restrizioni per il contrasto alla pandemia; la stima sull'attività nel terziario è tuttavia fortemente incerta, a causa della mancanza di indicatori economici congiunturali tempestivi sul settore.

Nonostante l'indebolimento ciclico l'occupazione continua a recuperare

L'anno scorso le ore lavorate sono aumentate dell'8,0 per cento (dal -11,2 del 2020), confermando un'elasticità al prodotto al di sopra dell'unità, ma restando ancora inferiori ai livelli pre-pandemia: a fine anno le ore lavorate erano ancora l'1,7 per cento in meno rispetto a quelle del quarto trimestre del 2019.

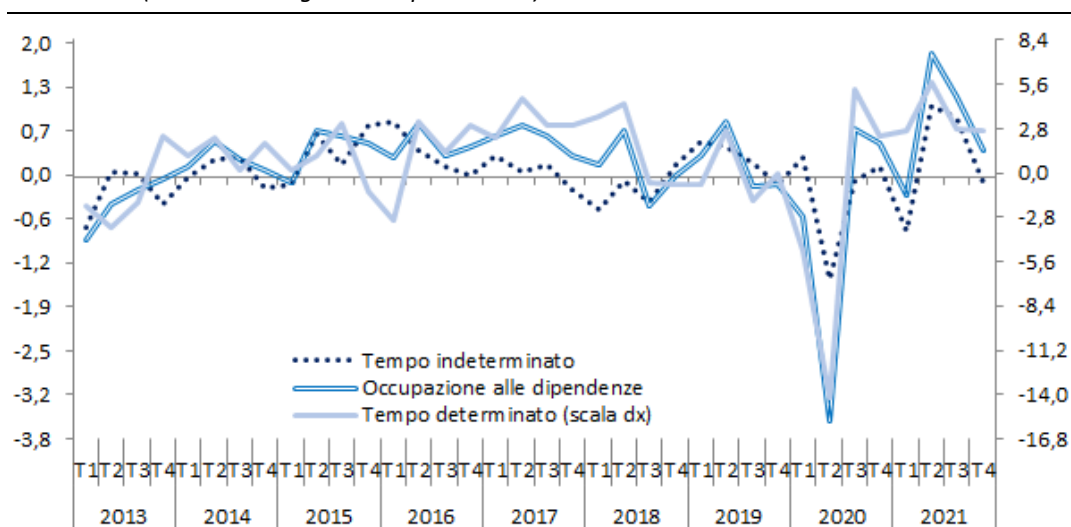
Fig. 15 – Previsioni di breve termine del PIL (1)
(variazioni percentuali congiunturali)



(1) Le previsioni del PIL sono ottenute con i modelli di breve termine dell'UPB (per maggiori dettagli si veda <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf>).

Il mercato del lavoro si è indebolito nel trimestre finale dello scorso anno, risentendo del rallentamento dei livelli produttivi. La crescita dell'*input* di lavoro totale si è ridimensionata (allo 0,2 per cento, dall'1,3 nel terzo trimestre), soprattutto nell'industria in senso stretto (0,1 per cento) e nei servizi (0,4 per cento), mentre è stata più vivace nelle costruzioni. La dinamica occupazionale (sulla base della Rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro) si è pressoché dimezzata nel trimestre finale del 2021, soprattutto per il calo della componente permanente (fig. 16).

Fig. 16 – Occupazione alle dipendenze
(variazioni congiunturali percentuali)



Fonte: Istat.

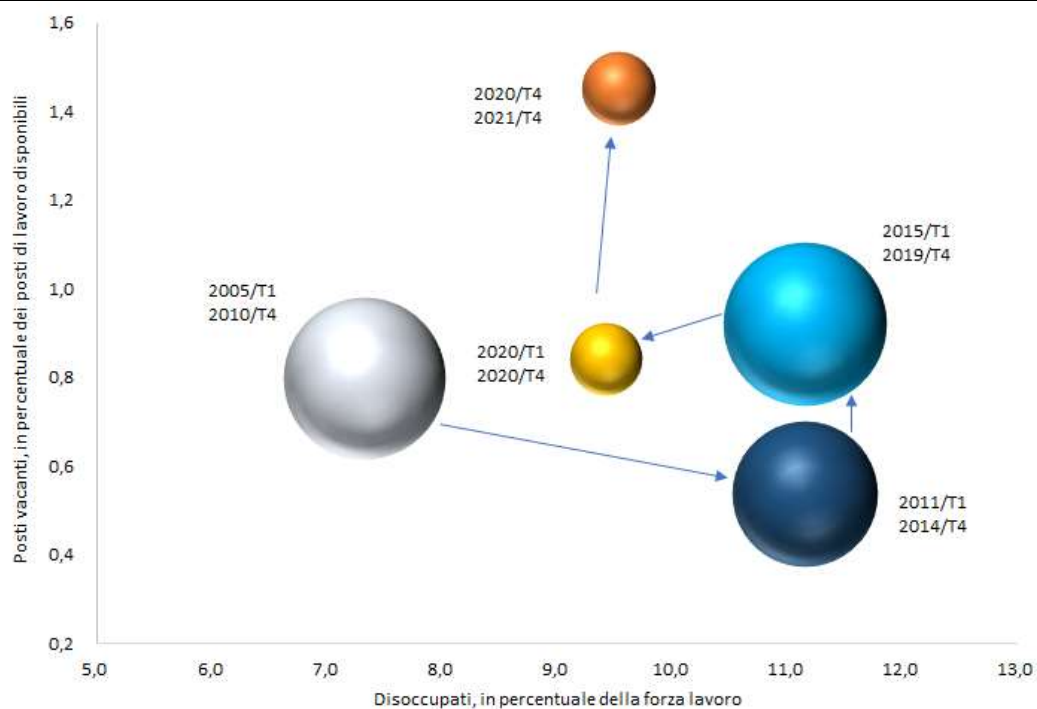
Nel bimestre gennaio-febbraio di quest'anno l'occupazione ha continuato a espandersi (0,4 per cento rispetto ai precedenti tre mesi), nonostante la battuta d'arresto nell'attività produttiva; il traino del lavoro a termine e della componente autonoma ha compensato la flessione dei dipendenti a tempo indeterminato. Il miglioramento ha interessato l'occupazione maschile, i giovani (15-24 anni) e la frazione più anziana delle forze di lavoro. In febbraio il numero di occupati è risultato inferiore rispetto ai livelli pre-crisi di due anni prima per circa 90.000 persone.

Sulla base dei dati amministrativi delle comunicazioni obbligatorie, relativi al settore privato non-agricolo, nel bimestre gennaio-febbraio di quest'anno il saldo tra assunzioni e cessazioni è tornato positivo (circa 22.000 contratti). L'incremento delle posizioni lavorative è dovuto al miglioramento delle attivazioni nette a tempo determinato, mentre si è registrato un rallentamento dei contratti permanenti, soprattutto delle attivazioni e trasformazioni a tempo indeterminato di posizioni a termine. I nuovi posti di lavoro si sono attestati su livelli analoghi a quelli dei mesi finali del 2021 nell'industria, e hanno rallentato nei servizi (commercio e turismo) maggiormente esposti alla pandemia. I licenziamenti sono tornati sui livelli pre-crisi nei servizi, rimanendo più bassi nell'industria.

Nel 2021 le ore complessive di Cassa integrazione guadagni (CIG) si sono ridotte di circa un terzo rispetto a un anno prima. Nello scorcio finale dell'anno la flessione delle ore autorizzate per integrazioni salariali (CIG e dei fondi di solidarietà) è risultata più accentuata per la CIG con causale "COVID-19" (58,1 per cento in meno rispetto ai precedenti tre mesi), che ha rappresentato circa il 60 per cento dei trattamenti nel complesso autorizzati. La flessione è proseguita in misura analoga nel trimestre iniziale di quest'anno per le ore autorizzate per l'emergenza sanitaria; si è invece attenuata per il complesso degli strumenti di integrazione salariale, probabilmente per effetto dell'estensione dei fondi di solidarietà (a partire dal 2022 riguardano anche le imprese che occupano almeno un lavoratore dipendente).

Lo scorso anno si è caratterizzato per un recupero della partecipazione al mercato del lavoro, dopo l'intensa contrazione del 2020: il tasso di disoccupazione è appena aumentato (al 9,5 per cento in media d'anno, dal 9,4 del 2020), per effetto di un miglioramento del tasso di attività di poco superiore a quello del tasso di occupazione. Nel bimestre iniziale del 2022 il tasso di disoccupazione è sceso all'8,6 per cento, grazie al balzo del tasso di occupazione (al 59,6 per cento) sui livelli massimi storici, a causa della flessione della popolazione in età lavorativa. Il numero di individui inattivi è rimasto sostanzialmente invariato in media rispetto al trimestre finale del 2021, quando il tasso dei posti vacanti si è spostato su valori storicamente elevati nei maggiori settori produttivi (in particolare nelle costruzioni), segnalando l'acuirsi di squilibri nell'incontro tra domanda e offerta di lavoro (fig. 17).

Fig. 17 – Disoccupazione e posti vacanti
(valori percentuali medi)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'anno scorso le retribuzioni contrattuali sono aumentate dello 0,6 per cento, in misura inferiore rispetto alle retribuzioni orarie di fatto. La dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie si è confermata moderata nel trimestre finale del 2021 (0,6 per cento su base tendenziale), lievemente inferiore a quella del settore privato (0,9 per cento), dove la quota di contratti da rinnovare si è attestata al 38,0 per cento; la crescita è risultata invece nulla nella Pubblica amministrazione. L'incremento è rimasto moderato nel bimestre gennaio-febbraio del 2022, nonostante l'accelerazione dei prezzi al consumo. Alcuni accordi contrattuali stipulati più recentemente hanno, tuttavia, previsto adeguamenti salariali che incorporano parte del marcato rialzo dell'inflazione e, quindi, superiori alla previsione dell'indice IPCA al netto degli energetici importati⁴.

Nel 2021 la dinamica del costo orario del lavoro è risultata sostanzialmente invariata (-0,1 per cento in media rispetto al 2020), per effetto di una crescita delle ore lavorate (7,8 per cento) analoga a quella del monte redditi. La variazione della produttività oraria si è attestata su ritmi negativi, sostenendo la crescita del CLUP.

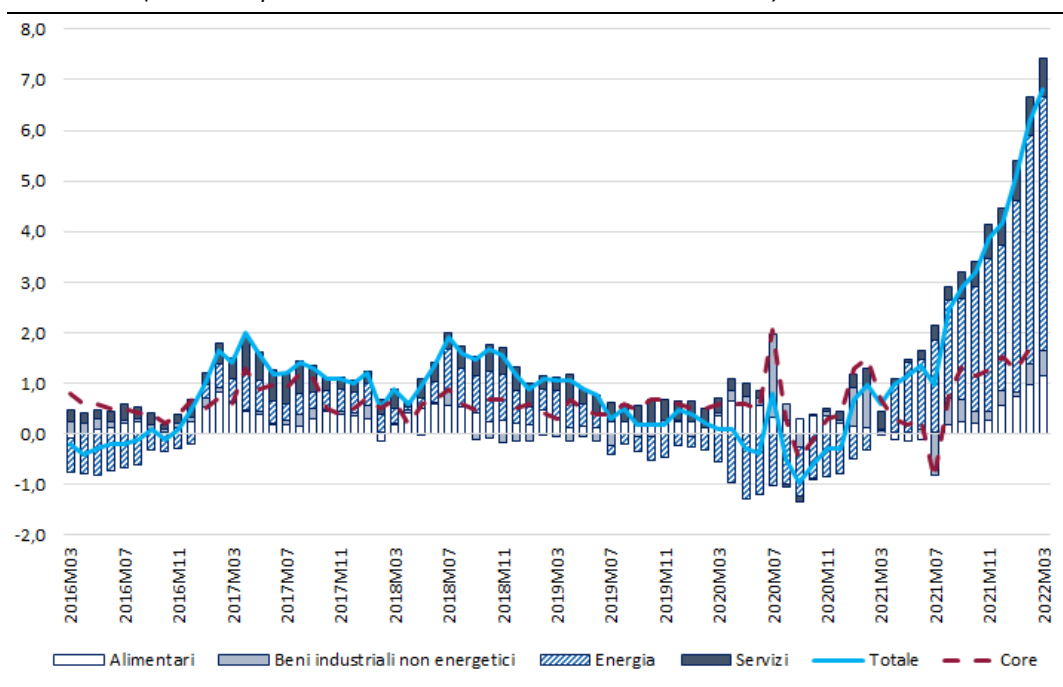
⁴ La previsione per il triennio 2022-24 dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) al netto dei prezzi dell'energia importata sarà pubblicata dall'Istat nel mese di giugno 2022.

I rincari delle materie prime spingono l'inflazione al consumo oltre il sei per cento

Si rafforza la dinamica dei prezzi, sulla scia delle tensioni nei mercati energetici e dell'incertezza legata al conflitto russo-ucraino, con riflessi in tutte le fasi della filiera di distribuzione; le imprese e le famiglie stanno rivedendo al rialzo anche le attese sull'inflazione, verso valori massimi storici.

L'inflazione al consumo, ancora contenuta nel 2021 (1,9 per cento), ha cominciato a oltrepassare la soglia del due per cento nell'autunno scorso, per poi impennarsi bruscamente nel 2022. La dinamica mensile dei prezzi al consumo (NIC) in marzo ha raggiunto il 6,5 per cento tendenziale (dal 5,7 di febbraio), un valore che non si raggiungeva dal 1991. L'aumento dell'inflazione al consumo del mese scorso ha riflesso principalmente la componente dei beni energetici (50,9 per cento tendenziale dal 45,9 del mese precedente), in particolare di quelli non regolamentati; la dinamica annua della componente controllata è rimasta stabile ma comunque si attesta su valori quasi doppi di quelli di un anno prima. La variazione annua dei prezzi alimentari è aumentata in marzo (al 5,5 per cento dal 4,6), mentre si è stabilizzata quella dei servizi e si è ridotta nei trasporti (1,0 per cento tendenziale da 1,4 di febbraio). La tendenza dei prezzi armonizzati a livello europeo in marzo (6,8 per cento da 6,2 di febbraio; fig. 18) è stata più pronunciata di quella dell'indice NIC, in relazione al diverso trattamento dei beni interessati dai saldi invernali.

Fig. 18 – Indice di prezzi al consumo totale e contributi delle sotto-componenti (1)
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

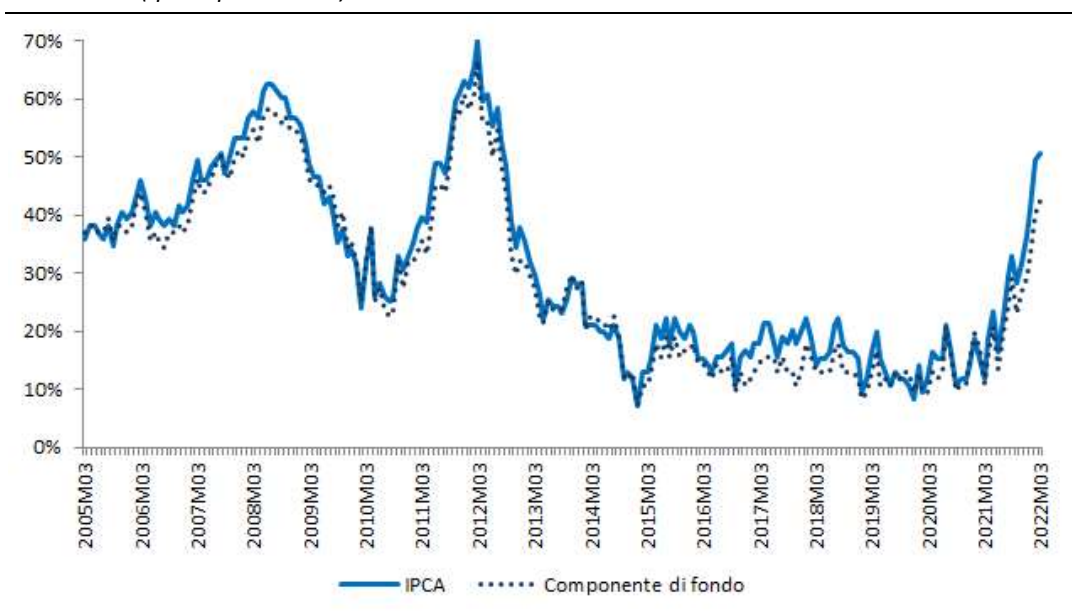
(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato. La somma dei contributi può non corrispondere con la dinamica dell'indice totale, in quanto concatenato.

L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, è aumentata in marzo all'1,9 per cento (dall'1,7 di febbraio), spinta in particolare dai rincari relative alle spese per la casa (la voce "abitazioni, acqua, elettricità e combustibili"), per i trasporti e per gli alimentari lavorati. L'inflazione acquisita per il 2022 resta ancora contenuta per la componente di fondo (1,5 per cento) mentre eccede i cinque punti percentuali per l'indice generale.

Gli aumenti di prezzo sono sempre più diffusi; in marzo i rincari superiori al due per cento hanno interessato circa la metà delle voci di spesa (43 per cento nel gruppo dei beni "core"), mentre a fine 2021 erano solo un terzo (fig. 19).

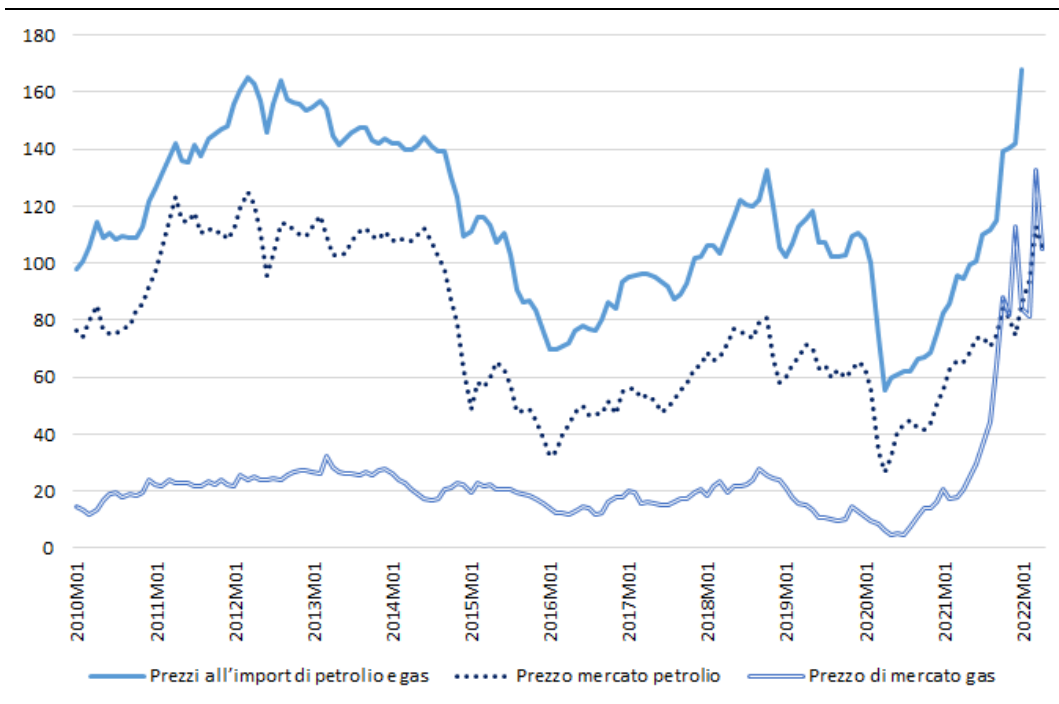
Le spinte rialziste a monte del processo di distribuzione restano sostenute. L'inflazione importata, misurata dai prezzi all'import, ha avviato un sentiero di crescita molto forte dall'estate scorsa; in febbraio ha raggiunto il 18,6 per cento, principalmente a riflesso dei rincari dei beni energetici e intermedi, al netto dei quali l'aumento è dell'ordine di dieci punti percentuali. Queste tendenze si sono acuite in seguito al conflitto in Ucraina, che ha fatto impennare i prezzi del petrolio, del gas e di altre materie prime; a gennaio, quando le quotazioni erano inferiori di circa venti punti percentuali rispetto alle attuali, il prezzo all'import della componente estrazione di petrolio e gas era più che raddoppiato rispetto a un anno prima (fig. 20). L'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente (ARERA) ha comunque annunciato una riduzione del 10 per cento delle tariffe elettriche e del gas per il secondo trimestre del 2022; il Governo è intervenuto per diminuire le accise e calmierare il prezzo dei carburanti.

Fig. 19 – Incidenza dei beni e servizi con variazione dei prezzi superiore al due per cento nel paniere dei prezzi al consumo dell'indice armonizzato IPCA (quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Fig. 20 – Prezzi di mercato e prezzi all'import di gas e petrolio
(numeri indice; euro per MWH; dollari per barile)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Refinitiv.

Le pressioni a monte della catena produttiva erano evidenti anche prima del conflitto. In gennaio il *trend* dei prezzi alla produzione dell'industria si è impennato, con un incremento di circa il 10 per cento in un mese; in febbraio si è registrata una stabilizzazione, ma i prezzi alla produzione restano su valori decisamente superiori a quelli di un anno prima (32,8 per cento). Anche nel settore delle costruzioni l'aumento in febbraio è stato più contenuto di quello osservato nel mese precedente, sebbene in termini annuali la crescita dei prezzi degli edifici sia in lieve aumento (pressoché stazionaria invece per le strade e ferrovie).

Le aspettative di inflazione, rilevate nelle inchieste presso imprese e famiglie, sono ai massimi storici. Cresce ulteriormente in marzo il numero di imprese che si attendono prezzi in salita, superando ormai la metà del campione intervistato, come mai registrato dall'inizio della serie storica (nel 1986). Anche i consumatori, che inizialmente erano sembrati più cauti, sono ormai in prevalenza convinti che i prezzi saliranno (80 per cento circa degli intervistati) e che accelereranno (52,0 per cento). Le attese di inflazione registrate dall'Indagine della Banca d'Italia presso le imprese, subito dopo l'invasione dell'Ucraina, sono su livelli decisamente elevati nel confronto storico, soprattutto nel breve termine (5,3 per cento a sei mesi) e restano sostenute anche a orizzonti più lontani (3,8 per cento a tre e cinque anni). Secondo la rilevazione di IHS Markit presso i direttori degli acquisti della manifattura in marzo le pressioni sui prezzi si sono accentuate in relazione agli ulteriori aumenti dei costi dei materiali, del trasporto, delle utenze energetiche e dei problemi sulla fornitura. Le imprese hanno reagito aumentando i prezzi di vendita, portandoli a livelli molto elevati rispetto alla media storica.

Riquadro – Alcune valutazioni sugli impatti macroeconomici del conflitto in Ucraina

L'invasione della Russia in Ucraina, iniziata il 24 febbraio, sta causando atroci sofferenze e perdite di vite umane, civili e militari. Al tempo stesso, si configurano rilevanti ripercussioni economiche, non solo per i due paesi in conflitto, ma anche a livello internazionale.

L'Ucraina e la Russia sono importanti esportatori di materie prime alimentari (grano e mais), fertilizzanti, metalli speciali (palladio, platino, nichel) e beni energetici; la Russia è in particolare il terzo produttore mondiale di petrolio e il secondo di gas naturale. Tra la prima metà di febbraio, quando le truppe russe hanno iniziato a dispiegarsi lungo i confini ucraini, e metà aprile⁵ le quotazioni delle materie prime agricole e dei metalli hanno registrato incrementi medi di circa dieci punti percentuali⁶, con punte intorno al 40 per cento per il grano e il nichel⁷. Per il petrolio e il gas gli aumenti di prezzo si aggirano tra il quindici e il quaranta per cento, ma con elevata volatilità giornaliera⁸. Poiché i prezzi delle materie sono generalmente in dollari va anche considerato che nello stesso periodo l'euro si è deprezzato di circa il tre per cento, implicando quindi un ulteriore aggravio dei costi degli *input* importati.

Un'altra variabile che ha risentito rapidamente della guerra è la fiducia di consumatori e imprese, che in marzo ha subito un notevole contraccolpo in Europa. Inoltre, nei primi giorni del conflitto gli *spread* nei rendimenti dei titoli sovrani si sono lievemente allargati e le quotazioni azionarie hanno scontato la maggiore incertezza e quindi la minore propensione al rischio degli operatori; è pertanto aumentata la domanda dei beni rifugio e il dollaro si è apprezzato rispetto a diverse valute, incluso l'euro.

Con l'ausilio del modello macroeconomico globale di Oxford Economics – *Global Economic Model* (GEM) – si sono effettuate delle simulazioni per dare un ordine di grandezza degli effetti della guerra sull'attività economica e sull'inflazione, nel biennio 2022-23, per diverse aree geografiche. Sono stati analizzati due scenari: il primo punta a stimare gli impatti macroeconomici della guerra che possiamo già ritenere assodati e scontati dai previsori, il secondo invece valuta gli impatti addizionali che deriverebbero dalla maggiore durata delle ostilità.

I canali di trasmissione considerati nelle due simulazioni passano attraverso i prezzi delle *commodities*, gli scambi internazionali, la fiducia e i mercati finanziari. Non si considerano quindi i canali amplificatori degli effetti già citati, quali le sanzioni, le interruzioni delle filiere che dipendono fortemente dai due paesi in conflitto, o l'interruzione delle forniture di gas e petrolio russo, in ragione della forte aleatorietà nella quantificazione degli impatti economici. D'altro canto non si includono neanche le contromisure che diversi Governi stanno adottando per limitare gli effetti recessivi del conflitto, oltre che per fronteggiare l'afflusso di migranti e per aumentare le capacità di difesa, in quanto non sono note in dettaglio per tutti i paesi e appaiono difficilmente quantificabili.

Il primo esercizio confronta le banche dati di GEM di inizio marzo e inizio febbraio⁹, per valutare, in prima approssimazione, come le previsioni di crescita siano cambiate a seguito dello scoppio del conflitto (fig. R1). In questo intervallo di tempo, infatti, non sono stati pubblicati nuovi dati

⁵ Le variazioni sono calcolate come rapporto tra la media dei primi 15 giorni di aprile e i primi 15 giorni di febbraio.

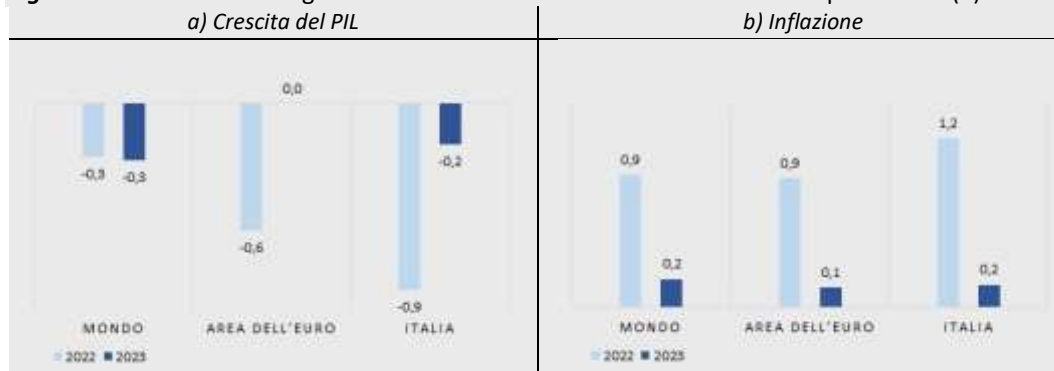
⁶ Fonte *Hamburg Institute of International Economy* (HWWA).

⁷ *Standard and Poor's Goldman Sachs Commodity Index*.

⁸ I dati sopra riportati si riferiscono alla media della seconda metà di marzo rispetto alla media della prima metà di febbraio.

⁹ Il riferimento è alle due prime *release* di ciascun mese.

Fig. R1 – Valutazione degli effetti economici del conflitto che si risolve rapidamente (1)



(1) Le ostilità terminano nel primo trimestre.

della contabilità nazionale trimestrale dei maggiori paesi, per cui le revisioni nelle previsioni possono essere attribuite in larga parte al conflitto¹⁰. A livello globale il modello sconta una riduzione del PIL modesta, di circa tre decimi di punto sia per l'anno corrente sia per il successivo, parallelamente a una riduzione degli scambi mondiali pari a mezzo punto percentuale per quest'anno e a poco meno per il prossimo. Più forti e rapidi sono gli effetti sull'inflazione, pari a quasi un punto percentuale nel 2022, in quanto i rincari delle materie prime si traslano rapidamente anche sui prezzi al consumo. L'Europa sarebbe il continente che più risente del conflitto, per via della prossimità fisica e commerciale con i due protagonisti; l'area dell'euro vedrebbe ridursi il PIL di quest'anno per oltre mezzo punto percentuale e l'Italia per poco meno di un punto. In termini di inflazione l'impatto per l'area sarebbe in linea con quello globale, mentre per l'Italia si avrebbe un impatto più forte per l'anno in corso (1,2 punti percentuali) in ragione della maggiore traslazione dello *shock* sui prezzi al consumo rispetto agli altri paesi dell'area¹¹.

Le previsioni di inizio marzo scontavano un conflitto la cui risoluzione era attesa nell'arco di poco più di un mese. Allo stato attuale, invece, è ancora estremamente difficile immaginare una data per il termine delle ostilità militari.

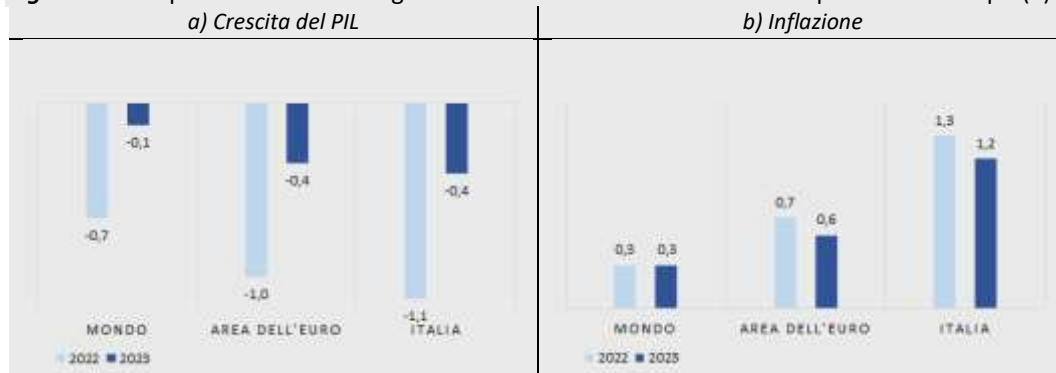
Il secondo esercizio svolto tenta quindi di valutare gli ulteriori effetti sull'economia nell'ipotesi di un conflitto che si protragga qualche mese in più rispetto a quanto inizialmente ipotizzato e cioè fino a tutta la primavera, con un percorso di normalizzazione che si estende nel resto dell'anno (fig. R2). Questo nuovo scenario incorpora uno *shock* negativo nel secondo trimestre alla fiducia di consumatori e imprese, agli *spread* nei tassi di interesse e alle materie prime; in particolare si è ipotizzato che lo *shock* sui prezzi persista fino al terzo trimestre del 2022 come conseguenza dei ritardi con cui l'offerta potrà tornare a bilanciare la domanda, che resterà elevata anche nei primi mesi post conflitto per via della necessità di ricostituzione delle scorte, specialmente energetiche, in vista del prossimo inverno. Per quanto riguarda l'economia russa, si assume un *downgrade* al rating creditizio e una contrazione del PIL per il 2022 pari a circa il 10 per cento, come attesa da diversi operatori¹². In questo secondo scenario l'ulteriore effetto sul PIL mondiale sarebbe pari a più del doppio del precedente nell'anno corrente, ma contenuto nel 2023. Per l'Italia, invece, vi sarebbe un'ulteriore perdita di oltre un punto percentuale di PIL nel 2022 e di quasi mezzo punto percentuale nel 2023. L'inflazione aumenterebbe in maniera contenuta a livello globale, di oltre mezzo punto percentuale nell'area dell'euro e di oltre un punto per l'Italia, in entrambi gli anni.

¹⁰ Nel caso dell'Italia sono stati resi noti i dati sulla produzione industriale che ha segnato una battuta d'arresto in gennaio poi recuperata in febbraio.

¹¹ Tale meccanismo riflette le dinamiche medie storiche dell'economia italiana, tuttavia l'anno scorso l'aumento dell'inflazione in Italia è stato lievemente inferiore a quello dell'area dell'euro, grazie alla minore attivazione delle componenti di fondo dei prezzi.

¹² Al riguardo si veda anche OCSE (2022), "Economic and Social Impacts and Policy Implications of the War in Ukraine", *Economic Outlook, Interim Report* Marzo.

Fig. R2 – Impatto addizionale degli effetti economici del conflitto che si protrae nel tempo (1)



(1) Le ostilità terminano nel secondo trimestre e la normalizzazione avviene in misura più graduale.

Per il nostro Paese l'effetto totale della guerra, desumibile dall'insieme dei due scenari, sarebbe consistente: cumulando gli effetti del biennio il PIL si ridurrebbe di oltre 2,5 punti percentuali e i prezzi al consumo aumenterebbero per poco meno di quattro punti percentuali.

Tra i vari canali di trasmissione considerati, gli effetti maggiori per l'Italia sono principalmente ascrivibili agli *shock* alla fiducia e ai prezzi delle materie prime, mentre la crisi economica e finanziaria della Russia e l'aumento dei tassi di interesse inciderebbero in misura minore.

In conclusione, l'analisi effettuata mostra che già sulla base degli eventi finora osservati e scontati dagli operatori di mercato vi sarebbero effetti macroeconomici rilevanti per l'economia dell'area dell'euro e in particolare dell'Italia, sia sulla crescita sia sull'inflazione. Il differimento del termine delle ostilità militari di un paio di mesi avrebbe ripercussioni economiche non trascurabili a livello globale e molto rilevanti per l'area dell'euro e l'Italia.

Lo scenario qui considerato tiene conto solo di alcuni dei possibili *shock* e canali di trasmissione sull'economia del conflitto, per cui la quantificazione degli effetti va considerata con cautela, in quanto potrebbero esserci effetti recessivi rilevanti per via di altri fattori.