

## Il rincaro dell'energia colpisce l'industria italiana, gli elevati contagi frenano i consumi di servizi.



**Risalita a forte rischio.** A inizio 2022 si sono fatte più fitte le nubi, addensatesi già a fine 2021 sulla risalita del PIL italiano, stimato in frenata nel 4° trimestre. Con gli attuali prezzi abnormi dell'energia, i margini erosi, la scarsità di commodity e l'aumento dei contagi, il rischio è che il PIL subisca uno stop nel 1° trimestre: almeno -0,8% l'impatto del caro-energia sul PIL del 2022 (stime CSC).



**Industria: attesa flessione.** Lo scenario per la manifattura ha iniziato a peggiorare a dicembre: il PMI è sceso (62,0 da 62,8), pur indicando espansione; gli ordini reggono a fatica. [Il costo insostenibile del gas \(+723% a dicembre sul pre-crisi\) e dell'elettricità in Italia](#), sommandosi ai rincari degli altri input, sta causando temporanee chiusure di imprese nei settori energivori. L'impatto sulla produzione industriale in Italia sarà registrato tra dicembre e gennaio (dopo il +0,7% medio a ottobre-novembre).



**Servizi e consumi di nuovo giù.** Il PMI dei servizi è calato a dicembre (53,0 da 55,9), segnale che la risalita sta frenando. Nel turismo il recupero fino a novembre era parziale (-25% dal 2019 i viaggi di stranieri in Italia) e ora la nuova ondata di contagi sta riducendo la mobilità delle famiglie (-22% in Italia a gennaio 2022). Ciò potrebbe frenare nuovamente le spese fuori casa, sebbene i limiti di legge restino moderati. Il recupero dei consumi (gap di -3,6% dal pre-crisi, tutto nei servizi) rischia di interrompersi.



**Investimenti: attese pessimiste.** Gli investimenti in Italia hanno rallentato già nel 3° trimestre 2021 (+1,6% da +2,4% nel 2°). Per il 4° crollano i giudizi delle imprese sulle condizioni di investimento (saldo da +24,4 a +6,7), mentre le aspettative sulle condizioni economiche sono in caduta per il 1° trimestre 2022. Agiscono da freno sia i bassi margini, erosi dalle commodity, sia il contesto molto incerto, nonostante il traino esercitato da PNRR e incentivi (specie per le costruzioni).



**Credito stabile.** I prestiti alle imprese italiane hanno frenato a +0,4% annuo a novembre, dopo il balzo nel 2020 (+8,3% a fine anno), sulla scia di una domanda stabilizzatasi nel 2° e 3° trimestre 2021. Non si vedono impatti sulle sofferenze bancarie, in calo fino a novembre, grazie anche alle cartolarizzazioni. Però, l'inizio dell'uscita della FED dalle misure espansive sta avendo un riflesso su tassi e spread nell'Eurozona, nonostante la BCE mantenga invariata la policy: il BTP è salito a 1,22% a gennaio (da 0,97%), pur restando basso e senza ancora conseguenze sul costo del credito (1,1% per le imprese).



**Occupati in recupero.** Aumenta l'occupazione anche a novembre (+64mila unità): non c'è quindi una frenata nel mercato del lavoro. Il numero di occupati, al minimo a gennaio 2021, ha recuperato quasi tutta la caduta (+700mila; ma -144mila da fine 2019). I lavoratori dipendenti sono pressoché ai livelli pre-pandemia (-41mila i permanenti, +79mila i temporanei), mentre continua il calo degli indipendenti.



**Export tra luci e ombre.** A ottobre-novembre 2021 l'export italiano ha continuato a crescere (+2,2% in valore), sostenuto dalle vendite extra-UE (+2,6%) e intra-UE (+1,9%). Germania e USA, primi due mercati, sono quelli che più hanno contribuito a tale performance. La dinamica è positiva anche a prezzi costanti (+0,6%), ma più contenuta, dato il balzo dei prezzi (+1,7%). Ma lo scenario per inizio 2022 è molto incerto: accanto a una robusta ripresa della domanda estera, segnalata a dicembre dagli indicatori sugli ordini manifatturieri, permangono difficoltà nelle forniture e pressioni sui prezzi.



**Eurozona: sfiducia e timore.** Gli indicatori congiunturali mostrano un indebolimento delle prospettive economiche nell'Eurozona. L'*Economic Sentiment* segnala un'ulteriore flessione della fiducia (114,5 da 116,6), per il secondo mese, attribuibile ai timori per la pandemia in corso. Il PMI manifatturiero scende a 58,0 da 58,4 a dicembre 2021, quello dei servizi a 53,1 da 55,9, confermando il rallentamento dell'attività, in un contesto in tensione sul fronte energetico e delle catene di approvvigionamento.

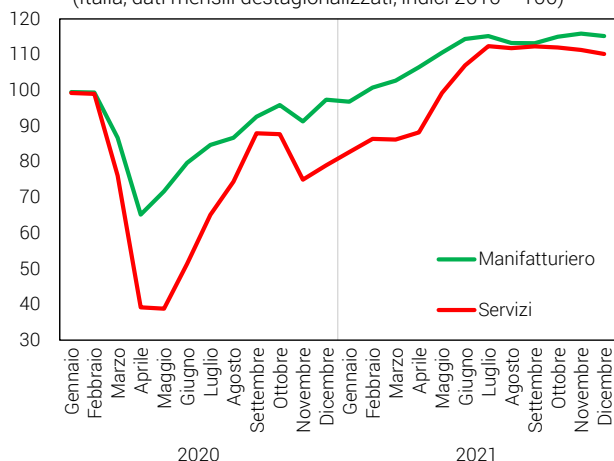


**Frenata negli USA.** La FED a dicembre ha tagliato ancora la previsione di crescita del PIL nel 2021-2023 (-0,5% cumulato). D'altra parte, il 2021 si è chiuso con una flessione inattesa della produzione industriale (-0,1%), confermando la frenata dopo il picco dell'estate. Visibile anche dal calo di PMI manifatturiero (57,7 a gennaio, da 58,3), ISM manifatturiero (57,5 da 61,1) e molti indici locali. Le vendite al dettaglio a dicembre sono scese (-1,9%), nonostante la disoccupazione tornata vicino ai livelli pre-pandemia (3,9%). Anche la fiducia dei consumatori è in discesa (indice del Michigan a 68,8 da 70,6).

**Emergenti avanti piano.** Le manifatture delle economie emergenti chiudono il 2021 in fase stagnante (Brasile) o in lieve espansione grazie alla tenuta della domanda interna (Cina e Russia). Quella indiana è l'unica a crescere a ritmi più sostenuti, seppure in frenata a dicembre. La fiducia degli imprenditori è ovunque condizionata dal prolungamento della pandemia e dalle strozzature nelle filiere internazionali.

### Fiducia delle imprese in flessione a dicembre

(Italia, dati mensili destagionalizzati, indici 2010 = 100)

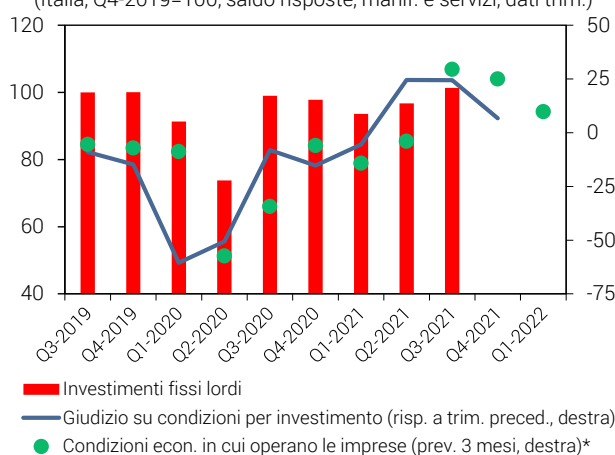


Aprile 2020: stime CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

### Imprenditori più pessimisti, forte rischio per gli investimenti

(Italia, Q4-2019=100, saldo risposte, manif. e servizi, dati trim.)

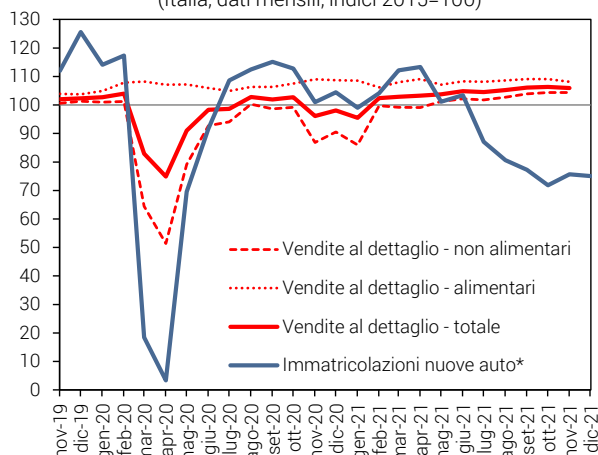


\* Spostato un periodo avanti.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

### Consumi: frenano le vendite di beni, molto basse le auto

(Italia, dati mensili, indici 2015=100)

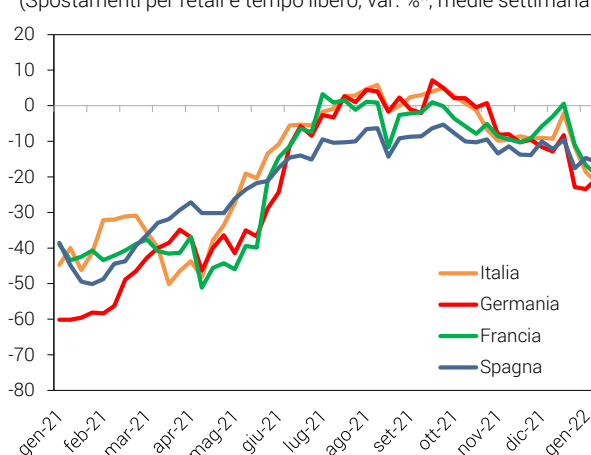


\* Dati destagionalizzati dal CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Istat e Thomson Reuters.

### Di nuovo in calo la mobilità, rischio frenata per le spese fuori casa

(Spostamenti per retail e tempo libero, var. %\*, medie settimanali)

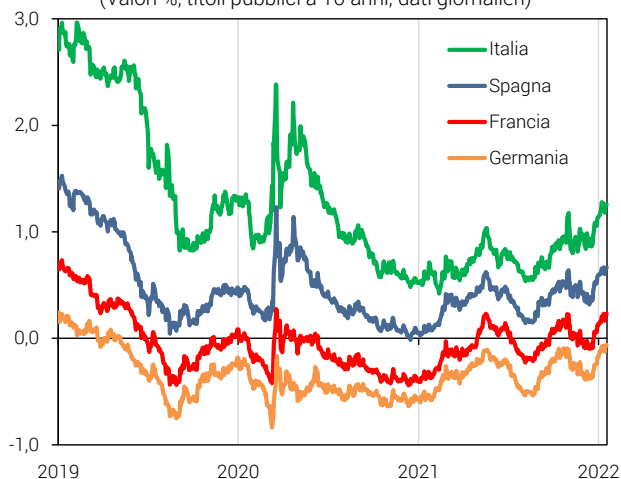


\* Var. % rispetto agli spostamenti medi nel periodo 3 gen.-6 feb. 2020.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Google.

### Tassi sovrani nell'Eurozona ancora bassi, ma in risalita

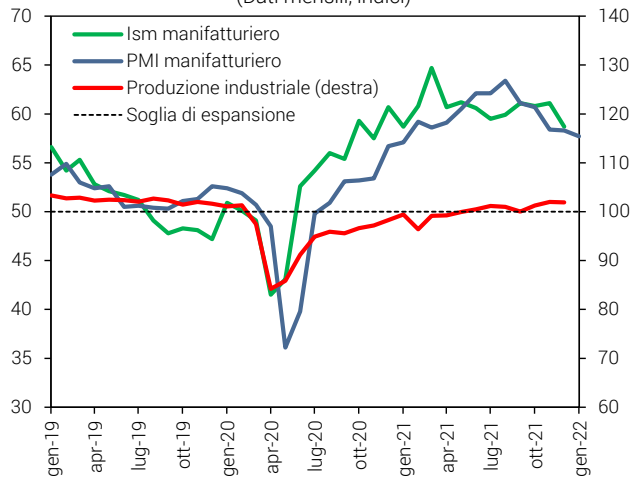
(Valori %, titoli pubblici a 10 anni, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

### USA: continua a rallentare l'attività economica

(Dati mensili, indici)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

## Inflazione: balzo transitorio, se si raffredda l'energia

**Inflazione crescente nel 2021...** L'inflazione è salita inaspettatamente in tutte le economie avanzate: a inizio 2021 le previsioni erano di modesto aumento, a +1,7% nell'Eurozona. Invece, a dicembre 2021 è arrivata a valori più che doppi, e in aumento rispetto a novembre, segno che il picco non è stato toccato. La dinamica dei prezzi al consumo nell'Eurozona è del +5,0% annuo, la più alta dal 1996 (+2,7% la misura *core*, al netto di energia e alimentari), mentre negli USA ha raggiunto il +7,0% (indice CPI). In Italia l'inflazione resta più bassa, +3,9%, ma è il valore più alto dal 2008.

**...trainata dai prezzi energetici** Tale incremento riflette l'anomalo rincaro dell'energia, prima petrolio, poi gas. I prezzi di gas ed elettricità contribuiscono per più di 0,8 punti all'inflazione dell'Eurozona. In Italia il balzo dei prezzi dei beni energetici, +29,1% annuo a dicembre, ha spinto l'indice generale molto sopra quello *core*, che è rimasto, a fine 2021, su una dinamica simile al 2020 (+1,5%). L'impatto sulla spesa delle famiglie del rincaro dell'energia (pari all'8,3% del paniere dei consumi) è stimato in circa 5/6 miliardi di euro: ciò sottrae risorse alla spesa in altri beni e servizi, frenando i consumi. Negli USA, dove la fiammata è arrivata prima, il rincaro energetico ha pesato meno e si è ridimensionato negli ultimi mesi: lo scarto tra l'inflazione USA totale e *core* è infatti di +1,5 punti, contro il +2,4 in Italia.

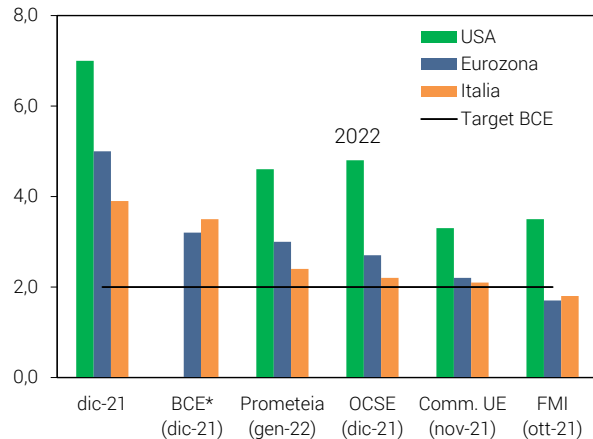
**Fattori divergenti tra Eurozona e USA...** Il ruolo svolto da altri fattori è stato diversificato in Eurozona e negli Stati Uniti. Mentre all'inflazione europea ha contribuito soprattutto l'energia, con una spinta moderata dei beni alimentari, negli Stati Uniti hanno pesato l'impennata dei prezzi dei beni di consumo durevoli, data la maggior ripresa della domanda (in particolare per le automobili) e le tensioni sugli affitti (al +3,7% annuo). Sebbene le pressioni sui salari siano rimaste contenute finora in Europa, mentre negli USA ci sono già segni di rialzi significativi, qualche incertezza rimane in vista dei prossimi rinnovi contrattuali in Italia. L'ulteriore impatto sui prezzi, comunque, è atteso rimanere contenuto in Italia nella misura in cui la crescita delle retribuzioni contrattuali resti basata, come previsto, sull'inflazione calcolata al netto dell'energia importata.

**...e politiche monetarie differenziate** Le banche centrali, coerentemente, hanno imboccato diversi percorsi di politica monetaria, uno più difensivo, l'altro più paziente. La FED ha annunciato la riduzione degli acquisti di titoli ("solo" 60 miliardi da gennaio) e prepara un triplo rialzo dei tassi nel 2022. Invece, la prolungata tenuta in campo degli acquisti di titoli della BCE (PEPP fino a marzo, APP ben oltre) sembra non prospettare un rialzo dei tassi nel breve termine. Permane nella BCE una maggiore inclinazione al sostegno dell'economia, più che al contrasto dell'inflazione, ritenuta temporanea. L'imprevedibilità degli shock esogeni e della loro durata, come quello del gas nel 2021, rappresenta però un limite all'accuratezza delle previsioni.

**Previsioni di calo nel 2022...** L'inflazione già acquisita per il 2022 in Italia è del +1,8%: molto di più rispetto al 2021, quando si partiva quasi da zero. Le pressioni inflazionistiche, infatti, sono cresciute progressivamente nel corso del 2021 (da +0,8% nel 1° trimestre, fino a +3,9% nel 4°), determinando un "trascinamento" elevato per l'anno appena iniziato. Comunque, le previsioni dei principali istituti prospettano un'inflazione italiana nel 2022 in calo dal picco, in media al +2,4%, fluttuando tra un massimo di +3,5% secondo le stime di Banca d'Italia (di gennaio), e un minimo di +1,8% secondo lo scenario FMI (di ottobre). Anche le previsioni per l'Eurozona sono di rientro, in media al +2,6%, sopra il target del 2,0%, con un valore più alto proprio da parte della BCE (+3,2%). Per gli USA, il consenso indica un +4,1% medio, circa il doppio rispetto al target della FED.

**...legate al sentiero dell'energia** In Italia, se si avvereranno le attese di parziale flessione dei prezzi energetici, sarebbe confermato lo scenario di rientro dell'inflazione, sui valori pre-Covid, nonostante la dinamica possa continuare a crescere nel breve termine. Al calo contribuirebbe la perdurante debolezza della domanda; il risparmio accumulato, che potenzialmente potrebbe affluire sui consumi, difficilmente verrà speso a breve, a causa della fiducia ridotta. Viceversa, le attuali pressioni sui costi e i nodi nelle catene del valore potrebbero in parte trasmettersi ai prezzi dei beni nel 2022. Insieme alla spinta ai prezzi implicita in alcuni processi in atto (transizione ecologica, PNRR), ciò potrebbe condurre a un'inflazione *core* strutturalmente più elevata.

Prospettive di inflazione per il 2022: è attesa una moderazione  
(Var.% a 12 mesi)



\* Il dato relativo all'Italia è la stima di Banca d'Italia (21 gennaio 2022).  
Fonte: elab. CSC su dati BCE, Prometeia, OCSE, FMI, Comm. europea.