

Sommario*

Il recupero dell'economia internazionale prosegue grazie all'avanzamento delle campagne vaccinali, soprattutto tra i paesi avanzati, ma il ciclo economico globale sembra avere superato il picco nei mesi estivi. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha sostanzialmente confermato le previsioni di luglio per il PIL del mondo, a fronte di miglioramenti per l'area dell'euro e di revisioni al ribasso per gli Stati Uniti. Si acuisce il rincaro delle materie prime e dei costi di trasporto, che in prospettiva potrebbe frenare la ripresa dell'attività. Le banche centrali stanno preparando le condizioni per una normalizzazione delle politiche monetarie, al momento fortemente espansive.

In Italia l'allentamento delle misure per il contrasto alla pandemia ha favorito in primavera una veloce accelerazione del PIL (2,7 per cento in termini congiunturali), maggiore di quella dell'area dell'euro. Le famiglie hanno in parte attinto ai risparmi accumulati durante la recessione e si è riattivato il settore dei servizi, che più aveva risentito della pandemia; la dinamica del valore aggiunto si è confermata positiva nell'industria, favorita anche dall'irrobustimento delle esportazioni, e soprattutto nelle costruzioni. Il contributo alla crescita delle scorte di magazzino è tornato negativo, per cui la domanda ha sopravanzato l'offerta. Uno squilibrio simile si comincia a intravedere anche sul mercato del lavoro, dove i posti vacanti sono aumentati rapidamente, mentre il riassorbimento del tasso di disoccupazione è graduale.

La ripresa nelle spese, unitamente all'aumento dei prezzi di materie prime e beni intermedi, hanno spinto l'inflazione al consumo anche in Italia, dove in settembre ha raggiunto il 2,5 per cento (secondo la misura dell'indice nazionale). Le attese rilevate nelle inchieste presso famiglie e imprese prefigurano incrementi della dinamica dei prezzi anche nel prossimo futuro.

Sulla base dei modelli di breve periodo dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) nel terzo trimestre dell'anno il PIL avrebbe appena rallentato in termini congiunturali, al 2,6 per cento, grazie all'ennesimo forte traino del settore terziario. Nello scorcio finale del 2021 l'attività economica continuerebbe a recuperare, pur decelerando intorno all'uno per cento, dopo due trimestri di crescita molto sostenuta.

Le previsioni di breve termine sono molto incerte, per via della scarsità di affidabili indicatori tempestivi per il comparto dei servizi. Le stime di breve termine sono circondate da rischi bilanciati, mentre nei prossimi anni quelli al ribasso restano preponderanti, come già segnalato in occasione dell'esercizio di validazione del quadro macroeconomico della NADEF 2021.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 20-10-2021.

Il contesto internazionale

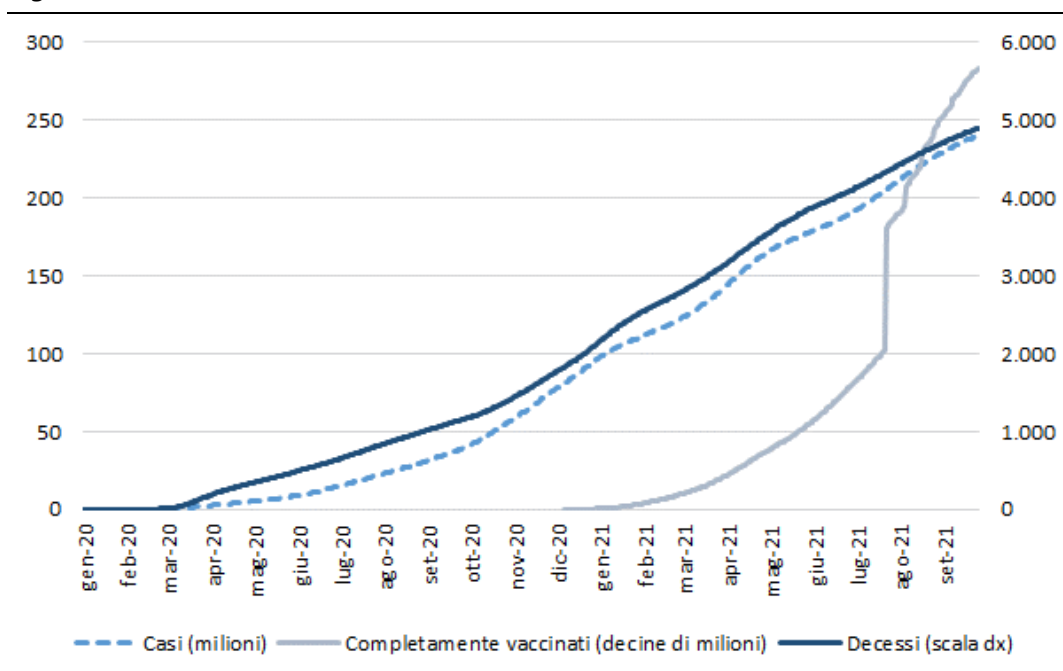
Le vaccinazioni proseguono, ma il ciclo rallenta

Le campagne vaccinali proseguono a ritmi sostenuti, a metà ottobre oltre un terzo della popolazione mondiale aveva raggiunto l'immunizzazione (fig. 1) e quasi la metà aveva ricevuto la prima dose. Permangono tuttavia forti differenze regionali, con alcuni paesi avanzati che si approssimano al 90 per cento di immunizzazione e molti altri in via di sviluppo che sono solo all'inizio. L'approssimarsi della stagione fredda, favorevole alla diffusione dei virus, unitamente alla bassa percentuale di vaccinati nei paesi emergenti potrebbe attivare nuove ondate o nuove varianti.

Sebbene ancora in territorio espansivo, gli indici di fiducia dei direttori acquisti (PMI) sono su un sentiero di rallentamento, determinato in larga parte dai problemi di approvvigionamento delle merci e dell'allungamento dei tempi di consegna. Nonostante il modesto recupero di settembre l'indice composito globale si colloca 5,5 punti al di sotto del picco di maggio (fig. 2). L'attività economica è marginalmente più robusta nei paesi avanzati (53,8) rispetto a quelli in via di sviluppo (52,3), mentre a livello settoriale la manifattura (54,1) appare in una fase lievemente migliore di quella dei servizi (53,4).

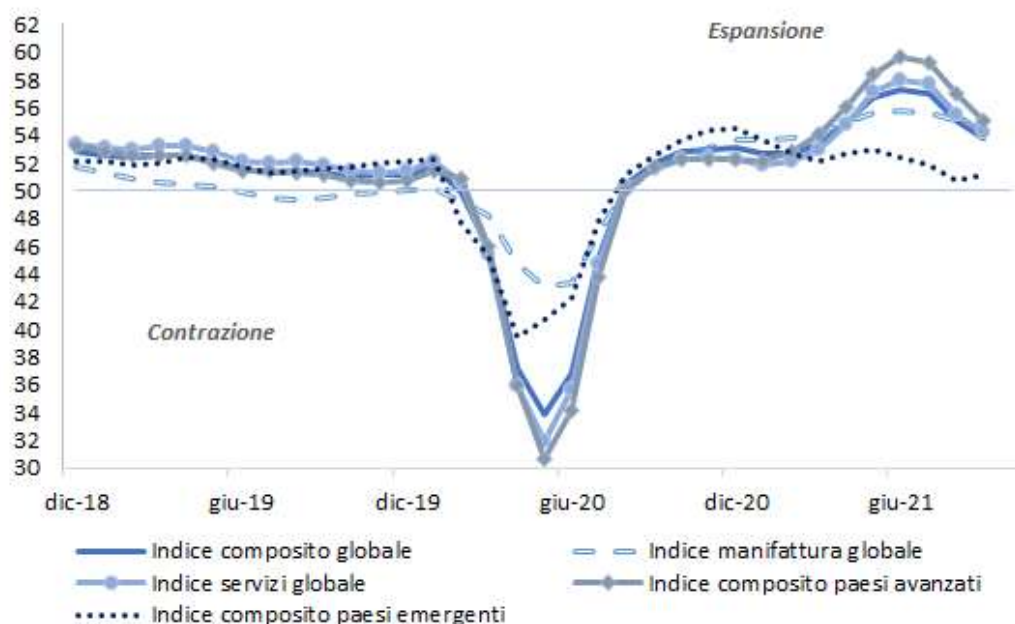
Nella prima metà dell'anno gli Stati Uniti hanno registrato un tasso di crescita congiunturale medio per trimestre di oltre l'1,5 per cento. Nell'area dell'euro, dopo un primo trimestre leggermente negativo, l'attività economica è rimbalzata nel secondo quarto dell'anno di oltre due punti percentuali. In Cina nel primo semestre il PIL è

Fig. 1 – Evoluzione del COVID e dei vaccini nel mondo



Fonte: ourworldindata.org.

Fig. 2 – Indice JP Morgan globale PMI
(media mobile a tre mesi)



Fonte: IHS Markit.

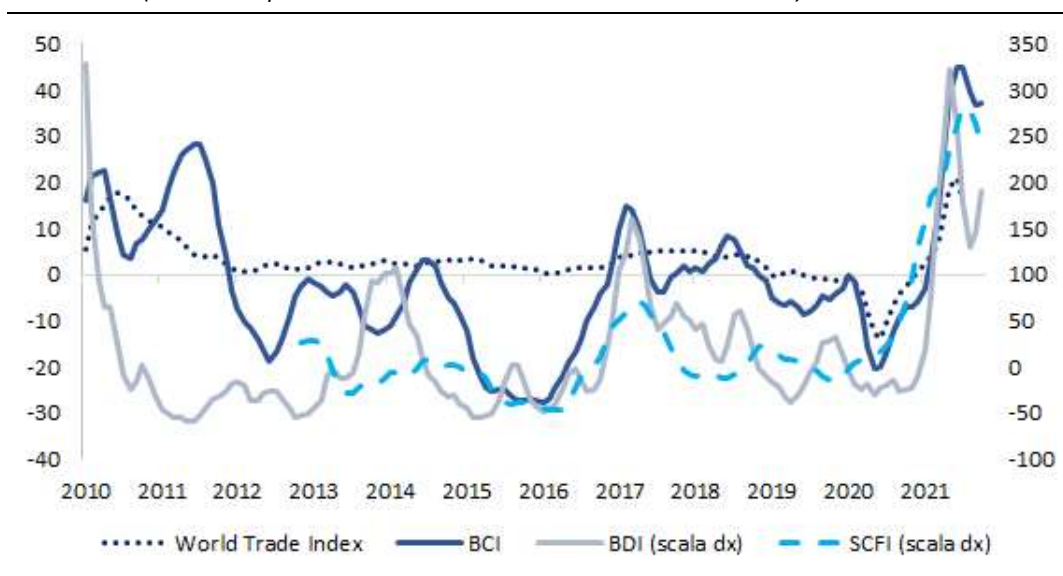
creciuto poco meno del 13 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno prima, ma in estate ha fortemente rallentato (al 4,9 per cento).

Per quanto riguarda il mercato del lavoro l'inutilizzo delle risorse disponibili continua a ridursi sia nell'area dell'euro sia, più rapidamente, negli Stati Uniti; al di là dell'Atlantico il tasso di disoccupazione si collocava al 4,8 per cento in settembre, mentre nei paesi della moneta comune era al 7,5 per cento in agosto.

Gli scambi internazionali sono ai massimi, ma con restrizioni nella logistica

Dopo il picco storico assoluto registrato a marzo scorso, il commercio mondiale ha iniziato a decelerare, principalmente a causa delle strozzature nelle catene globali degli approvvigionamenti. La scarsa disponibilità e gli elevati costi dei *container* e delle navi merci per le tratte in uscita dall'Asia, il blocco temporaneo del canale di Suez in marzo e successivamente quello di alcuni porti cinesi per focolai pandemici, nonché le lente procedure anti-COVID per lo scarico merci, hanno creato colli di bottiglia nelle forniture di materie prime e semilavorati. Nonostante il rallentamento in corso la variazione acquisita del commercio mondiale per il 2021, secondo i dati del *Central Plan Bureau*, in luglio era pari al 9,4 per cento. I costi dei trasporti marittimi a ottobre sono raddoppiati su base annua, sia per le navi (*Baltic Dry Index*) sia per i *container* (*Shanghai Containerized Freight Composite Index*; fig. 3).

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 *Central Plan Bureau, Baltic Exchange, Shanghai Shipping Exchange* e *Bloomberg*.
(1) BCI – *Bloomberg Commodities Index*; BDI – *Baltic Dry Index*; SCFI – *Shanghai Containerized Freight Composite Index*.

Le previsioni del FMI

L'11 ottobre il FMI ha pubblicato le previsioni di autunno nel *World Economic Outlook* (tab. 1). Il Fondo sottolinea come i vaccini si stiano dimostrando efficaci nel prevenire le manifestazioni gravi della malattia da COVID, ma con forti differenze nella disponibilità tra paesi avanzati e in via di sviluppo. L'immunizzazione ha permesso il riavvio dell'attività economica, ma la circolazione di varianti determina un'elevata incertezza sulle prospettive. Rispetto alla previsione di luglio è stata operata una marginale revisione al ribasso per la crescita economica mondiale di quest'anno (5,9 per cento contro il 6,0 per cento di tre mesi fa), determinata dal peggioramento delle stime per i paesi avanzati (ora al 5,2 per cento, 0,4 punti percentuali in meno rispetto a luglio), soprattutto per gli Stati Uniti e il Giappone; il FMI ha invece rivisto al rialzo le stime sul PIL dell'area dell'euro per il 2021 (al 5,0 per cento), grazie alle migliori prospettive per l'Italia (riviste di 0,9 punti percentuali) e la Francia (innalzate di 0,5 punti), nonostante il peggioramento di quelle per la Germania (ridotte di 0,5 punti). Per il 2022 i cambiamenti sono stati più contenuti e a livello aggregato si è confermata una crescita dell'economia mondiale al 4,9 per cento. Le strozzature nelle catene di approvvigionamento stanno determinando squilibri tra domanda e offerta e di conseguenza incrementi nei prezzi, che il FMI considera transitori e che dovrebbero tornare a normalizzarsi nel corso del 2022; questo percorso di rientro atteso è tuttavia caratterizzato da una forte incertezza.

Tab. 1 – Previsioni del FMI

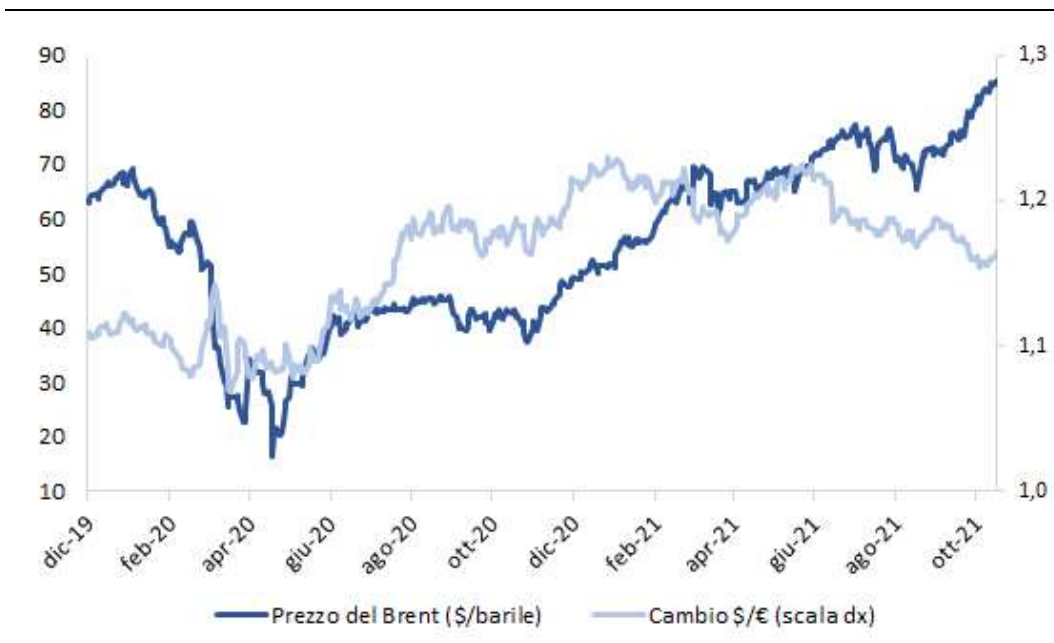
	WEO ottobre 2021			Differenze da WEO update luglio 2021	
	2020	2021	2022	2021	2022
Prodotto mondiale	-3,1	5,9	4,9	-0,1	0,0
<i>Economie avanzate</i>	-4,5	5,2	4,5	-0,4	0,1
<i>Stati Uniti</i>	-3,4	6,0	5,2	-1,0	0,3
<i>Area dell'euro</i>	-6,3	5,0	4,3	0,4	0,0
<i>Economie emergenti</i>	-2,1	6,4	5,1	0,1	-0,1
<i>Cina</i>	2,3	8,0	5,6	-0,1	-0,1
Commercio mondiale	-8,2	9,7	6,7	0,0	-0,3

Fonte: FMI (2021), World Economic Outlook, ottobre.

Non si arresta il rincaro delle materie prime

La ripresa dell'attività economica ha determinato un forte aumento della domanda di materie prime, energetiche e non, e di semilavorati. L'incremento dell'offerta è risultato più contenuto, sia per strategie di prezzo, come quelle adottate dall'OPEC per il petrolio, sia per i citati colli di bottiglia della logistica. L'accelerazione della transizione verso l'energia rinnovabile ha inoltre dirottato molta della domanda di greggio e carbone verso il gas naturale, il cui utilizzo è visto come *step* intermedio verso l'obiettivo di emissioni zero. Dal minimo registrato nell'ultima decade di aprile dello scorso anno a metà ottobre di quest'anno il prezzo del Brent e del carbone è aumentato di circa 5 volte (a 85 dollari per barile e 243 dollari per tonnellata rispettivamente; fig. 4), quello del gas di oltre 13 volte (a 87 dollari per megawatt/ora).

Fig. 4 – Prezzo del petrolio e tasso di cambio



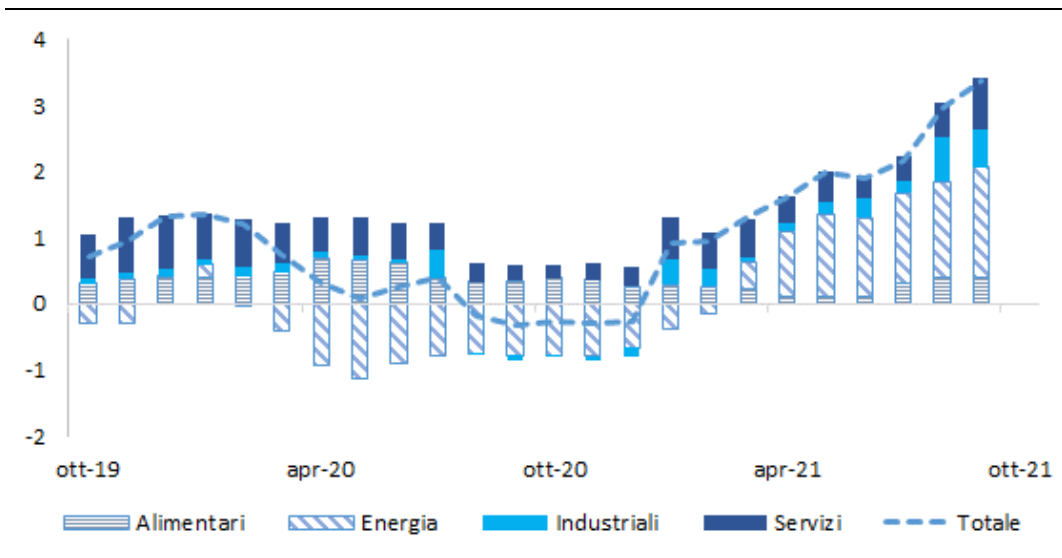
Fonte: Refinitiv.

Dallo scorso giugno l'euro si è indebolito nei confronti del dollaro, passando da 1,22 dollari per euro a poco più di 1,15. A determinare il rafforzamento della valuta statunitense ha contribuito l'attesa degli operatori di mercato per un anticipo dell'inversione di rotta nella politica monetaria della Riserva Federale; l'accelerazione dei prezzi in atto, sebbene ritenuta transitoria, necessita di un attento monitoraggio per mantenere le aspettative ancorate all'obiettivo di politica monetaria.

L'inflazione è elevata ma le aspettative degli operatori di mercato sono ancorate

I vincoli all'offerta di materie prime e semilavorati, unitamente ai rallentamenti dei trasporti marittimi internazionali, hanno comportato forti incrementi nel prezzo delle importazioni che si sono scaricati anche su quelli al consumo. Nell'area dell'euro l'inflazione armonizzata è aumentata dall'inizio dell'anno, dallo 0,9 per cento di gennaio al 3,4 di settembre; il contributo della componente energetica è passato, nello stesso periodo, da -0,4 a 1,6 punti percentuali (fig. 5). Negli Stati Uniti l'accelerazione nei prezzi è stata più rapida e a settembre la variazione annua si è attestata al 5,4 per cento. Nonostante queste forti dinamiche le autorità di politica monetaria continuano a ritenere il fenomeno di natura transitoria, in quanto i costi del lavoro sono moderati e l'inflazione di fondo è in linea con gli obiettivi di politica monetaria².

Fig. 5 – Inflazione nell'area dell'euro e contributi delle componenti
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)

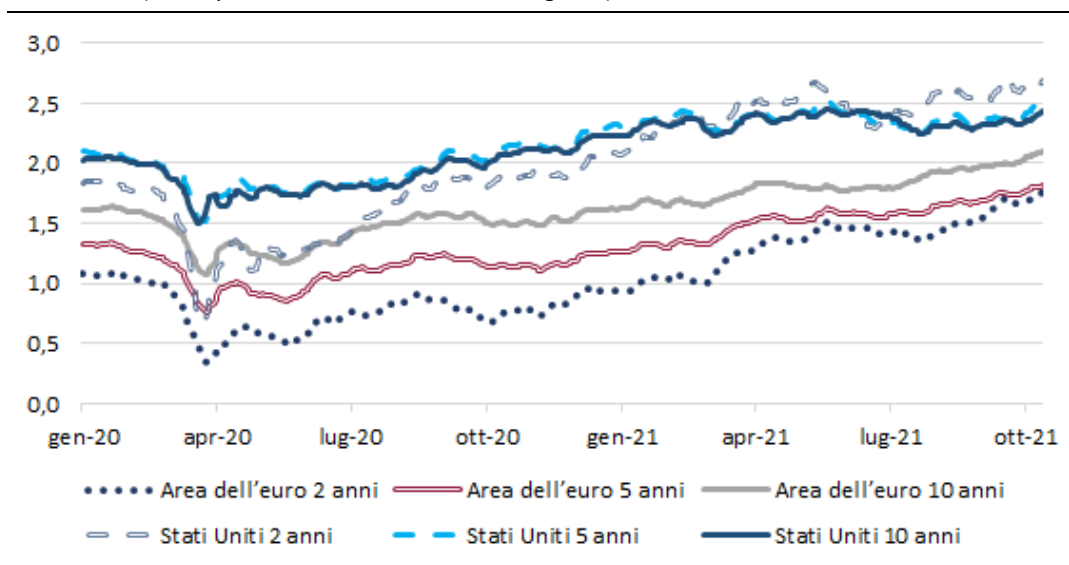


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

² Si vedano i recenti interventi degli esponenti della BCE (<https://bit.ly/3p2M0Zs>) e della Fed (<https://bit.ly/3iTue7d>).

Il marcato aumento dell'inflazione corrente non ha modificato significativamente le attese degli operatori di mercato, che restano ancorate agli obiettivi di politica monetaria; negli Stati Uniti le aspettative a cinque anni sono rimaste pressoché costanti (tra il 2,2 e 2,5 per cento; fig. 6) nei primi nove mesi dell'anno, mentre per l'area dell'euro sono aumentate, raggiungendo comunque valori inferiori al 2,0 per cento. Le attese hanno anche recepito le modifiche nella strategia delle banche centrali, con la Riserva Federale che ha dichiarato che sarà tollerante rispetto a superamenti temporanei anche non brevi dell'inflazione rispetto al 2,0 per cento e la BCE che ha reso simmetrico l'obiettivo di politica monetaria.

Fig. 6 – Aspettative di inflazione implicite negli inflation swaps
(valori percentuali; media mobile a 7 giorni)



Fonte: Refinitiv.

L'economia italiana

La dinamica del PIL si è rafforzata a partire dalla primavera

Nella prima metà dell'anno in corso si è registrato un progressivo recupero dell'economia italiana, in concomitanza con l'avanzamento della campagna vaccinale e il graduale allentamento delle restrizioni alle attività produttive e alla mobilità.

Secondo gli ultimi dati trimestrali dell'Istat, diffusi all'inizio del mese, nel secondo trimestre il PIL è aumentato del 2,7 per cento in termini congiunturali e del 17,2 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2020. L'incremento del PIL in volume ha riflesso l'espansione di tutti i maggiori comparti, soprattutto dei servizi privati, che più si erano ridimensionati in seguito alla pandemia; dal lato della domanda l'aumento del reddito è stato prevalentemente alimentato dalla spesa nazionale, sospinta anche dalla flessione della propensione al risparmio. La crescita dell'economia italiana in primavera è risultata più marcata di quella dell'area dell'euro (2,0 per cento), per cui si è ridotto il *gap* con le altre maggiori economie continentali nel confronto con i livelli precedenti l'emergenza sanitaria. Rispetto alla precedente *release* di fine agosto, il trascinarsi statistico per l'anno in corso sul PIL in volume si è mantenuto pari a 4,7 punti percentuali, mentre quello in termini nominali è risultato più contenuto (al 5,7 per cento dal 6,2 per cento; fig. 7).

I consumi privati hanno ripreso slancio in primavera

Dopo il calo congiunturale del primo trimestre dell'anno in corso, i consumi privati hanno segnato un balzo di cinque punti percentuali nella media aprile-giugno, a riflesso di minori restrizioni per l'emergenza sanitaria e di un orientamento meno prudentiale nelle decisioni di acquisto delle famiglie. Il recupero in primavera è stato prevalentemente alimentato dalla spesa per servizi (9,6 per cento), che ha maggiormente beneficiato dell'allentamento delle misure restrittive, pur rimanendo inferiore per quasi 14 punti percentuali rispetto al valore del quarto trimestre del 2019, periodo immediatamente precedente lo scoppio della pandemia. Nella seconda frazione d'anno il potere di acquisto delle famiglie è aumentato solo marginalmente (0,1 per cento), cosicché la propensione al risparmio è diminuita rapidamente, al 12,9 per cento (oltre quattro punti percentuali in meno rispetto al periodo precedente; fig. 8), pur restando chiaramente superiore ai valori prevalenti prima della pandemia.

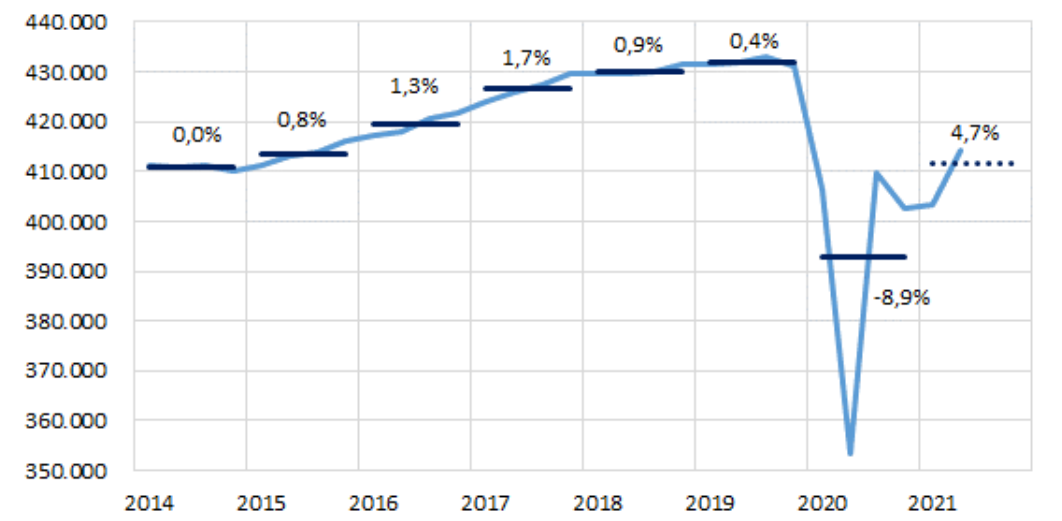
La ripresa dei consumi sarebbe proseguita in estate. Sulla base di elaborazioni UPB la variazione congiunturale dell'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio è stata di oltre due punti percentuali nella media del terzo trimestre, trainata prevalentemente dal balzo della componente dei servizi. Indicazioni positive giungono anche dalle vendite al dettaglio (in valore e in volume) rilevate dall'Istat, che nella media del bimestre luglio-agosto hanno segnato un lieve incremento congiunturale rispetto al secondo trimestre. Lo *stock* di risparmio accumulato durante le fasi più acute

dell'emergenza sanitaria rimane elevato e potrebbe continuare ad alimentare la domanda delle famiglie anche nella seconda parte dall'anno in corso; d'altro canto, un eventuale rafforzamento dell'inflazione intaccherebbe il potere d'acquisto delle famiglie e quindi i loro acquisti.

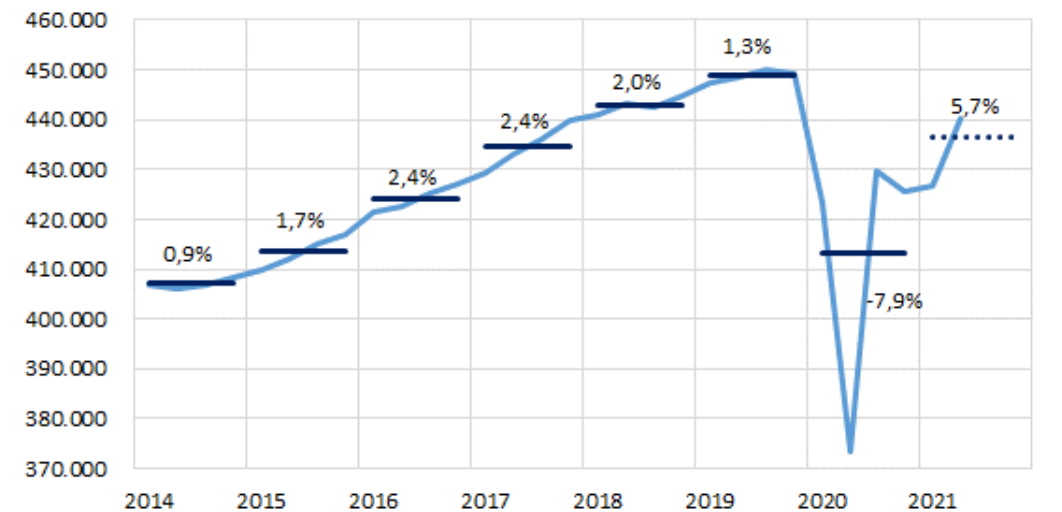
La fiducia dei consumatori è progressivamente migliorata in corso d'anno; in settembre l'indice ha raggiunto il massimo storico (119,6, oltre due punti in più rispetto al precedente picco del giugno del 2001). Nel complesso del terzo trimestre l'indice della

Fig. 7 – PIL reale e nominale in Italia (1)
(milioni di euro e tassi di crescita annuali)

Valori concatenati, anno di riferimento 2015



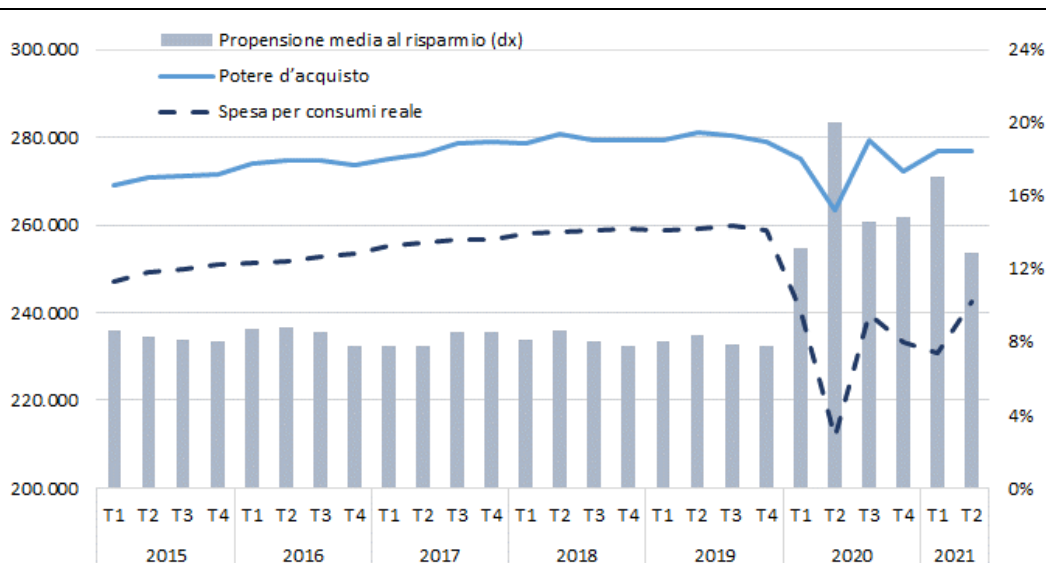
Valori nominali



Fonte: Istat.

(1) Le linee tratteggiate riportano il tasso di crescita acquisito al secondo trimestre 2021.

Fig. 8 – Potere di acquisto, consumi e risparmio delle famiglie
(milioni di euro; valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

fiducia dei consumatori è stato prevalentemente sospinto dalle opinioni sul clima economico generale e sui giudizi correnti.

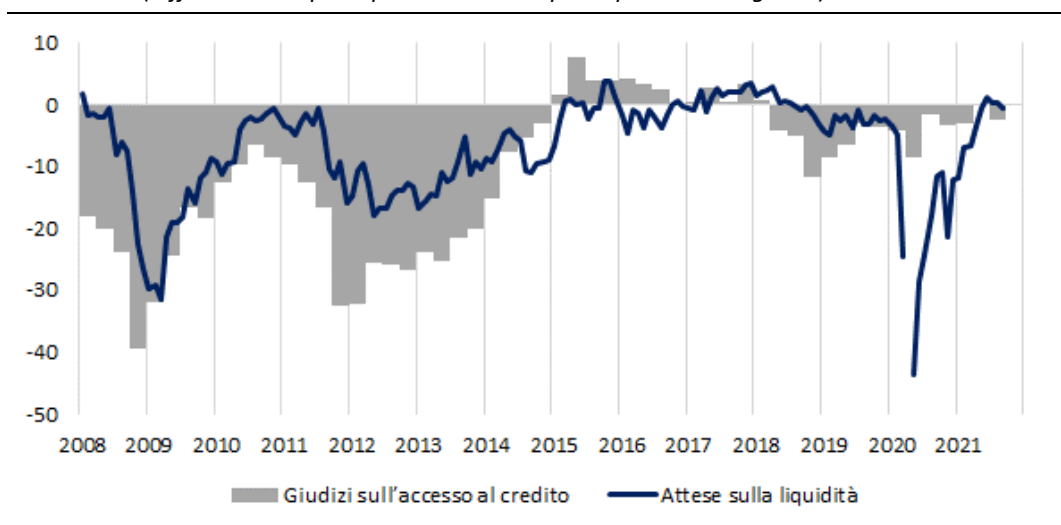
Il tasso d'investimento si colloca su valori elevati

Dopo il balzo del primo trimestre, gli investimenti hanno proseguito ad espandersi diffusamente anche nella media dei mesi primaverili, sebbene con minore intensità (2,6 per cento in termini congiunturali, dal precedente 4,1). Rispetto al periodo pre-pandemia (quarto trimestre del 2019), il volume degli investimenti totali in primavera era già superiore di oltre cinque punti percentuali, grazie alla dinamica favorevole del comparto edile, mentre la spesa per impianti e macchinari era inferiore per 1,5 punti percentuali, principalmente a causa del calo della componente dei mezzi di trasporto (-18,2 per cento).

Nel secondo trimestre il tasso di investimento (rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto) si è mantenuto stabile al 22,3 per cento, un valore prossimo ai massimi dell'ultimo decennio; 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 quarto trimestre consecutivo (al 42,2 per cento, oltre due punti in meno rispetto al picco registrato nel terzo trimestre del 2020).

Anche il periodo estivo si è caratterizzato per il prevalere di condizioni molto distese dei mercati finanziari e del credito bancario (fig. 9), a riflesso di un orientamento della

Fig. 9 – Giudizi sul credito nella manifattura e attese sulla liquidità
(differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



Fonte: Istat.

politica monetaria decisamente espansivo. La domanda di credito delle imprese, favorita anche dalla copertura offerta dalle garanzie pubbliche, è stata alimentata da esigenze di ristrutturazione dei debiti nonché dal finanziamento dell'accumulazione di capitale.

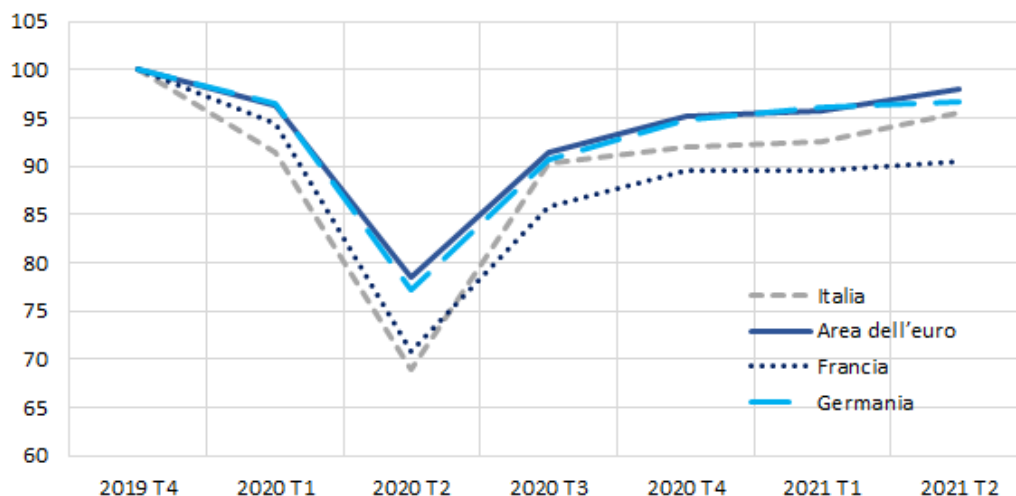
L'indagine di agosto-settembre della Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita ha segnalato un ulteriore miglioramento dei giudizi sulla situazione economica generale. Le attese a breve termine sulle condizioni operative delle imprese sono risultate più ottimistiche, prefigurando un incremento degli investimenti per tutti i settori nella parte finale dell'anno, favoriti anche dall'avvio delle misure previste dal PNRR.

Si rafforzano gli scambi con l'estero

Nel secondo trimestre il volume delle esportazioni di beni e servizi è cresciuto in termini congiunturali del 3,2 per cento; nel complesso del primo semestre l'espansione delle vendite all'estero dell'Italia è risultata più marcata rispetto alla media dell'area dell'euro (2,9 per cento; fig. 10), grazie al buon andamento della componente dei beni. A livello di tipologia di prodotti, gli energetici e gli intermedi hanno fornito l'apporto maggiormente positivo alle vendite all'estero, soprattutto verso i paesi dell'Unione europea.

Le informazioni sul commercio estero nel terzo trimestre sono ancora favorevoli. Nella media del bimestre luglio-agosto, le esportazioni in valore sono aumentate del 3,4 per cento rispetto al secondo trimestre, trainate dal buon andamento sia delle vendite verso le destinazioni extra-UE (3,6 per cento) sia di quelle intra-area (3,1 per cento). Le inchieste qualitative prospettano l'espansione degli scambi con l'estero nel breve termine:

Fig. 10 – Esportazioni in volume in Italia e nell’area dell’euro
(numeri indice; 2019 T4=100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

l’indagine trimestrale sulla fiducia delle imprese esportatrici, condotta a giugno dall’Istat, riporta saldi largamente positivi sia dei giudizi sia delle attese di breve termine sul fatturato sui mercati internazionali; i giudizi sugli ordinativi esteri, sebbene in lieve peggioramento in agosto/settembre si sono mantenuti nella media del terzo trimestre superiori a quelle del periodo primaverile.

Anche le importazioni in aprile-giugno sono aumentate (2,4 per cento rispetto al primo trimestre), a riflesso dell’irrobustimento dell’accumulazione di capitale, oltre che delle vendite all’estero. Il minor incremento delle importazioni rispetto alle esportazioni ha determinato un contributo positivo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel secondo trimestre (0,3 punti percentuali), in controtendenza rispetto a quanto osservato nei due periodi precedenti, quando l’apporto negativo era stato mediamente di oltre mezzo punto percentuale.

Le indicazioni settoriali recenti sono diffusamente positive

Il quadro degli indicatori produttivi disponibili prefigura il proseguimento della fase espansiva nella seconda parte dell’anno in corso, sebbene emergano alcuni segnali di rallentamento ciclico.

Nell’industria agli incrementi congiunturali nei primi due trimestri dell’anno (1,5 e 1,2 per cento, rispettivamente) è seguita un’ulteriore espansione della produzione in luglio (0,8 per cento) e un lieve arretramento ad agosto (-0,2 per cento). L’indice si colloca oltre il valore immediatamente precedente la pandemia (febbraio 2020) per circa 1,5 punti percentuali ma dalle rilevazioni più recenti presso le imprese emergono indicazioni di una perdita di slancio del comparto. Dopo il picco registrato in maggio (62,3) il PMI

manifatturiero ha infatti avviato una tendenza in flessione; le imprese riportano condizioni della domanda ancora forti ma anche maggiori tensioni nella logistica, nella disponibilità dei materiali e nei costi di produzione. Dalle indagini presso le imprese manifatturiere emergono prime evidenze di carenza di manodopera, che tuttavia in Italia non rappresenta un fattore prioritario di ostacolo alla produzione, come in altri paesi europei. In settembre l'indice Istat sulla fiducia del comparto ha accusato la seconda flessione rispetto ai massimi di luglio, sebbene si mantenga su un livello (113,0) superiore di circa otto punti rispetto a quello della media del primo semestre.

In luglio l'indice della produzione nelle costruzioni è diminuito di otto decimi di punto percentuale rispetto al mese precedente, per poi recuperare dell'1,4 per cento in agosto; la variazione acquisita per il terzo trimestre è nulla rispetto alla media aprile-giugno, mentre quella per il 2021 resta molto elevata (21,3 per cento). Nel secondo trimestre l'indice dei prezzi delle abitazioni acquistate dalle famiglie è aumentato, prevalentemente per i nuovi immobili residenziali; indicazioni favorevoli emergono dall'indagine sul mercato delle abitazioni, condotta da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa tra giugno e luglio: secondo gli agenti immobiliari le prospettive per il mercato nazionale sarebbero in miglioramento e sono state riviste al rialzo anche le attese sui prezzi di vendita. Il clima di fiducia dell'edilizia ha consolidato quest'anno la fase espansiva iniziata nella primavera del 2020.

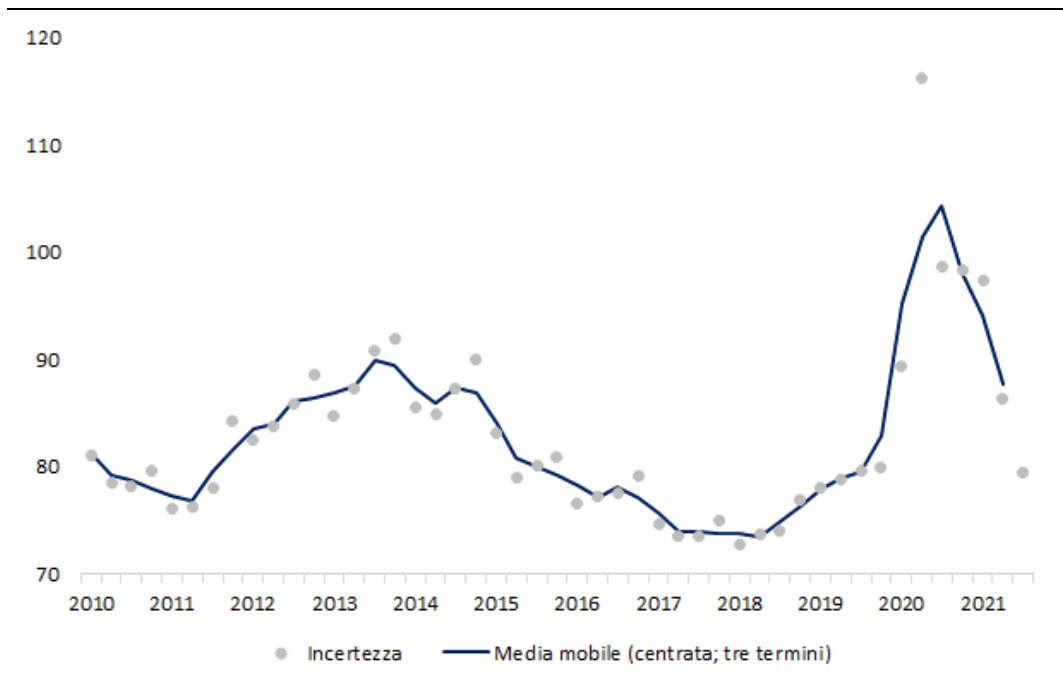
Il settore dei servizi, che aveva risentito più di tutti gli altri delle misure di contenimento a contrasto della pandemia, ha cominciato a recuperare dai mesi primaverili; il valore aggiunto è aumentato del 2,9 per cento su base congiunturale, beneficiando del progressivo allentamento delle restrizioni alle attività economiche e alla mobilità. Il PMI dei servizi è migliorato dalla tarda primavera, sospinto dai nuovi ordini, raggiungendo un picco in agosto (a 58,0) ma ha ripiegato in settembre (a 55,5), a riflesso di una crescita meno marcata dei nuovi ordinativi e di una crescente pressione dei costi. L'indice dell'Istat sulla fiducia del settore si è rafforzato nella media del terzo trimestre, in tutte le principali componenti.

Nel complesso, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, ha registrato nel terzo trimestre un aumento marcato rispetto alla media aprile-giugno, a consolidamento della fase espansiva iniziata nella seconda parte dello scorso anno. L'incertezza di famiglie e imprese, misurata dall'indice dell'UPB, si sarebbe progressivamente attenuata in corso d'anno, soprattutto nella manifattura e nei servizi (fig. 11).

Gli indicatori più tempestivi e le stime di breve periodo

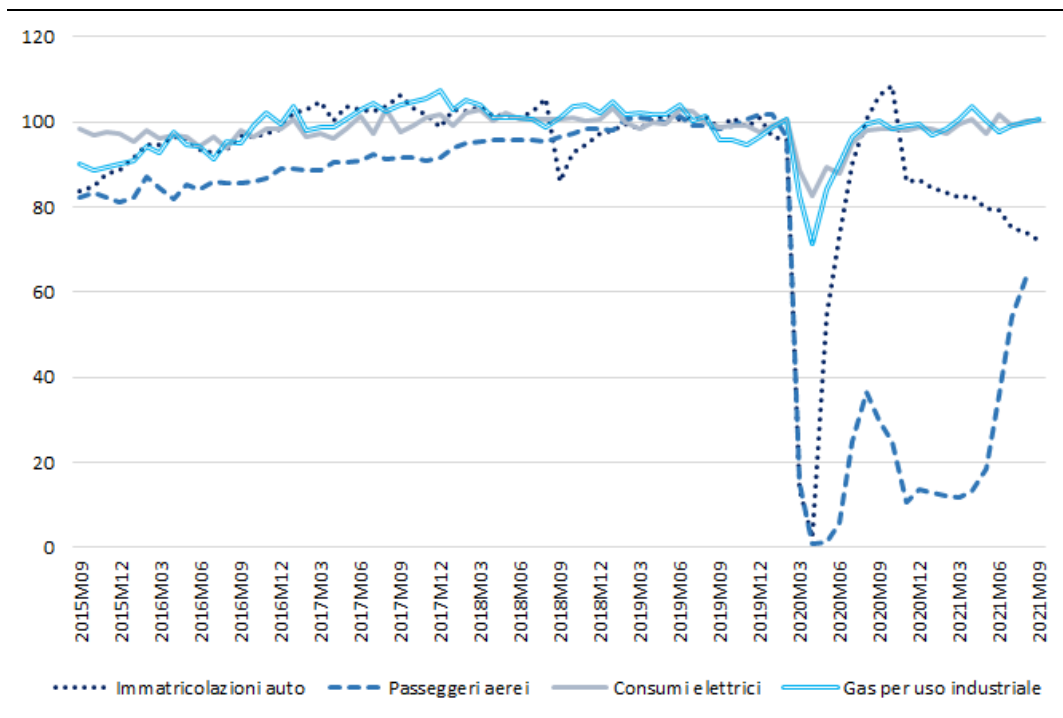
I segnali di recupero congiunturale trovano conferma nelle variabili quantitative più tempestive (fig. 12): nel periodo luglio-settembre i consumi elettrici e quelli di gas per usi industriali si sono attestati su livelli pressoché in linea con quelli osservati

Fig. 11 – Indice di incertezza dell'UPB
(numero indice, 1993 T1=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Fig. 12 – Indicatori tempestivi dell'attività economica
(numeri indice 2019=100)

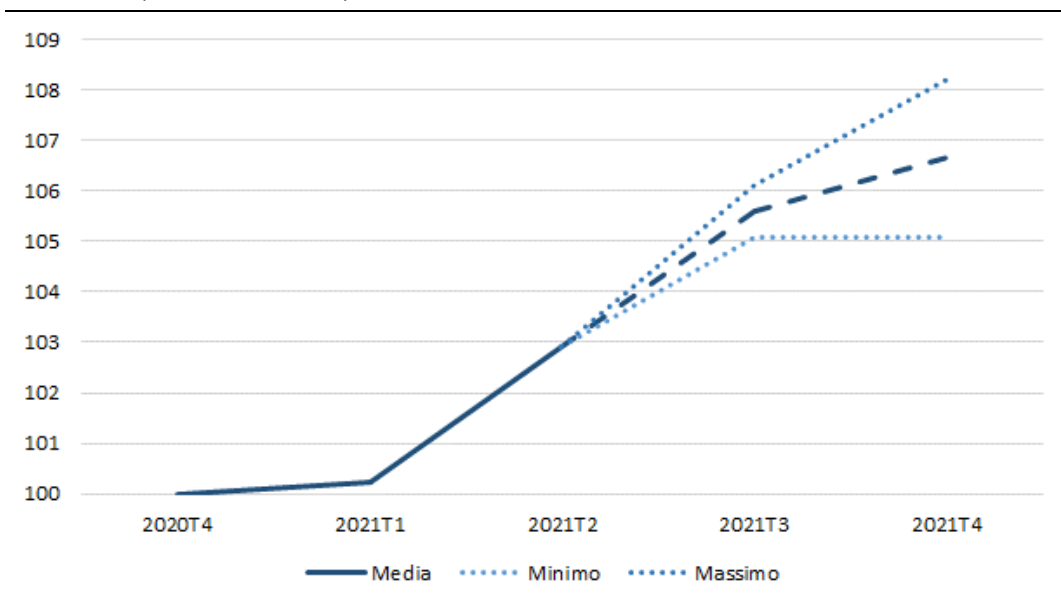


Fonte: elaborazioni su dati Assaeroporti, ANFIA, Terna e Snam.

precedentemente allo scoppio dell'emergenza sanitaria; in agosto il traffico aereo di passeggeri è aumentato per il quinto mese consecutivo, pur mantenendosi al di sotto dei livelli precedenti la crisi pandemica. Le immatricolazioni di nuove autovetture invece stentano a recuperare gli standard pre-COVID, risentendo della cessazione di alcuni incentivi fiscali e della carenza di componentistiche elettroniche, a causa delle strozzature nell'offerta.

Nel secondo semestre dell'anno in corso l'attività economica proseguirebbe la fase di recupero avviata in primavera, avvicinandosi ai valori pre-COVID. Sulla base dei modelli di breve termine dell'UPB nel terzo trimestre il PIL sarebbe cresciuto del 2,6 per cento rispetto ai tre mesi precedenti, con un intervallo di variabilità estremamente elevato (da un minimo di 2,1 a un massimo del 3,1 per cento; fig. 13). L'incertezza sulle stime è molto forte, a causa principalmente della mancanza di affidabili indicatori tempestivi per il settore dei servizi. Nello scorcio finale dell'anno le restrizioni per l'emergenza sanitaria si allenterebbero ancora e il PIL si espanderebbe di un punto percentuale, in rallentamento dopo due periodi nei quali avrebbe complessivamente recuperato oltre cinque punti percentuali.

Fig. 13 – Previsioni di breve termine del PIL (1)
(livelli 2020T4=100)



(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>). La linea continua indica i dati storici mentre quella tratteggiata le previsioni UPB.

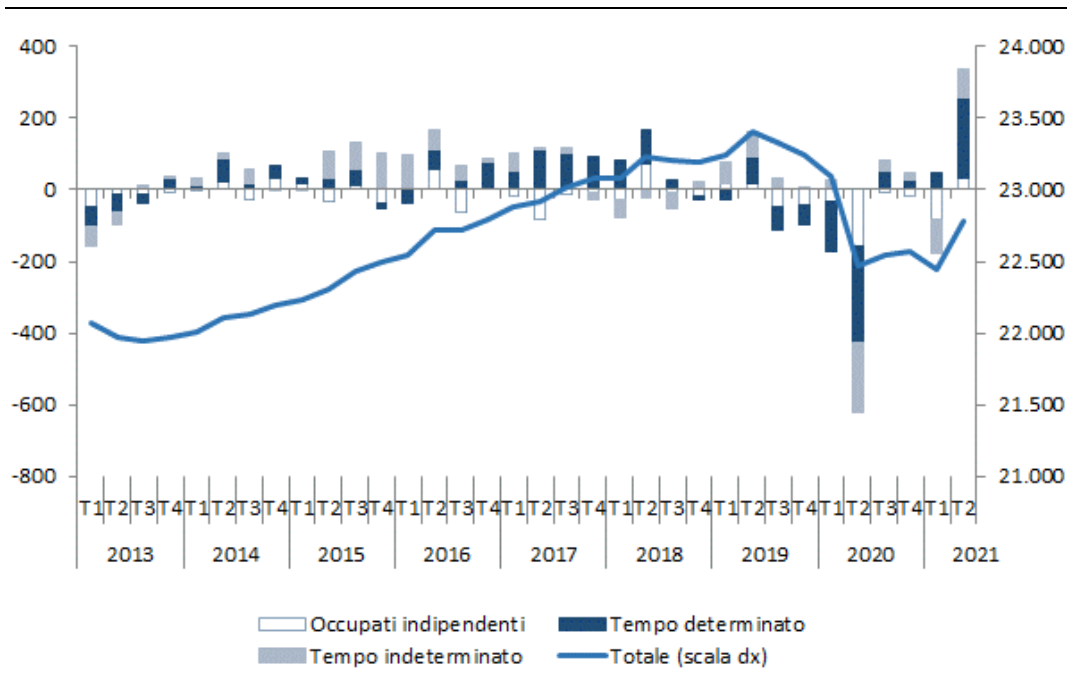
Recupera l'occupazione e prosegue il calo degli inattivi

Nel secondo trimestre l'input di lavoro ha registrato un consistente incremento, sospinto dalla marcata espansione del PIL. Il balzo delle ore lavorate (3,0 per cento su base congiunturale), dopo la stasi dei primi tre mesi dell'anno, è il risultato di miglioramenti diffusi sia all'industria (2,9 per cento nella manifattura e 1,8 nelle costruzioni) sia ai servizi (3,3 per cento); il gap rispetto ai livelli pre-pandemia si è molto assottigliato per l'industria mentre è ancora ampio (-7,0 per cento) per i servizi. Nello stesso periodo il numero delle persone occupate è aumentato dell'1,5 per cento (338.000 persone in più sulla base della rilevazione trimestrale sulle Forze di lavoro), permettendo di recuperare la flessione dei precedenti tre mesi e di riportare l'occupazione al di sopra dei livelli di un anno prima. Tale miglioramento è in massima parte ascrivibile al balzo dei dipendenti a termine (8,3 per cento; fig. 14), che più vengono attivati dalla ripresa ciclica; la variazione degli occupati permanenti è risultata più moderata (0,5 per cento), similmente alla componente autonoma.

L'occupazione ha frenato in estate, soprattutto nella componente femminile. Nel complesso del bimestre luglio-agosto il numero degli occupati complessivi ha comunque mostrato un progresso (0,4 per cento rispetto ai precedenti tre mesi), per il forte trascinamento statistico da giugno.

Secondo i dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie nel bimestre luglio-agosto sono stati attivati 112.000 contratti in più rispetto al periodo gennaio-giugno,

Fig. 14 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali assolute; livelli)



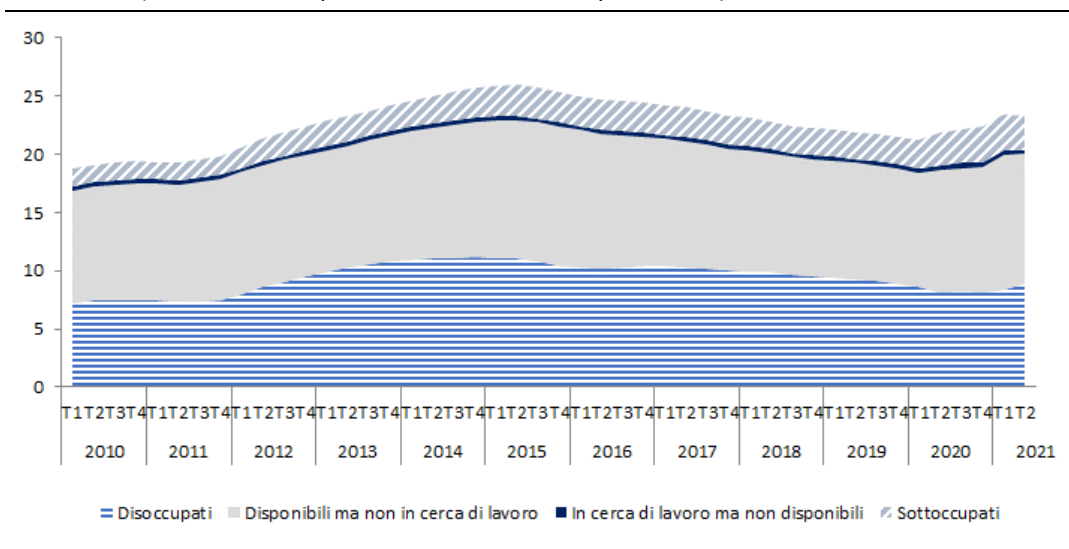
Fonte: Istat.

prevalentemente per rapporti a termine. L'incidenza dei licenziamenti è risultata contenuta, nonostante il parziale venire meno del divieto³, in quanto ha riguardato poco più dell'1,0 per cento delle cessazioni complessive.

Si è sensibilmente ridotto il ricorso ai regimi di integrazione salariale. Le ore di Cassa integrazione guadagni (CIG) autorizzate nel secondo trimestre sono diminuite dell'8,1 per cento, rispetto ai precedenti tre mesi, e la discesa è proseguita anche in luglio e agosto. Nei primi otto mesi dell'anno la flessione delle richieste di integrazione salariale è risultata pari a circa un quinto rispetto all'analogo periodo del 2020. È ancora diminuito l'effettivo utilizzo delle ore autorizzate (39,0 per cento nel periodo gennaio-giugno), risultando più basso di circa cinque punti percentuali rispetto al 2020.

Il rafforzamento della fase ciclica nel secondo trimestre ha favorito la flessione del numero di individui inattivi (-2,4 per cento) e l'incremento dell'offerta di lavoro. Il tasso di disoccupazione, che dall'estate dello scorso anno aveva oscillato intorno al dieci per cento, si è collocato appena al di sotto di questa soglia (al 9,8 per cento) grazie a un aumento dell'occupazione superiore a quello delle forze di lavoro. Il grado di inutilizzo del fattore lavoro è appena sceso, al 23,3 per cento (fig. 15).

Fig. 15 – Disoccupazione, sottoccupazione e forza lavoro potenziale (1)
(medie mobili a quattro termini; incidenze percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Età di riferimento 15-74 anni.

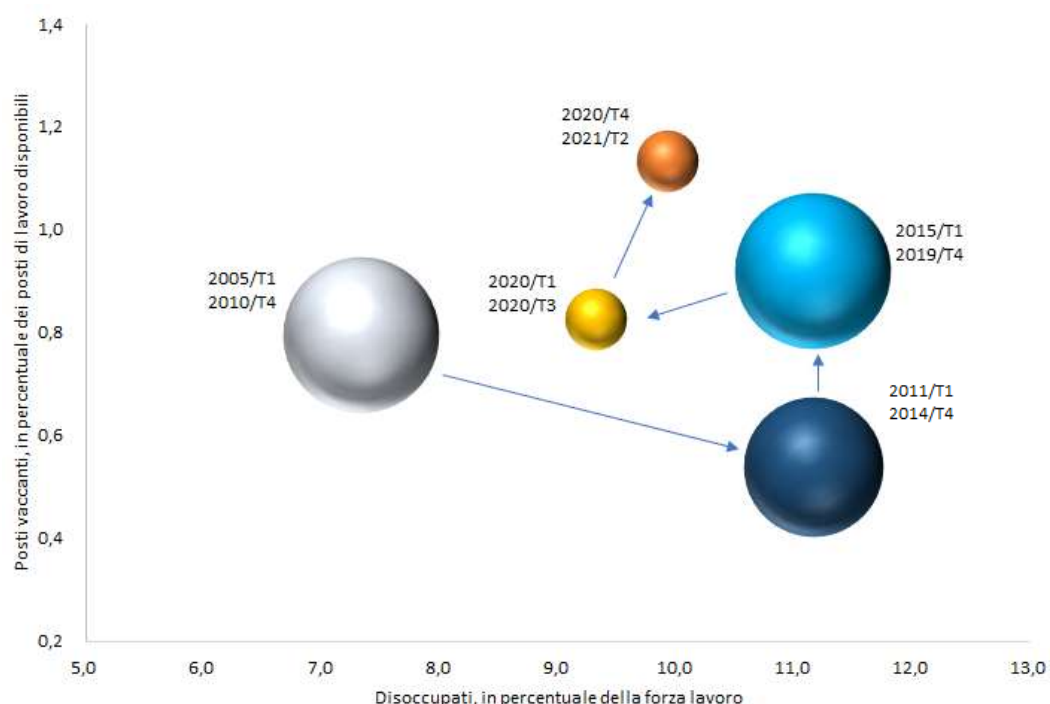
³ Il Decreto Sostegni-bis ha disposto il venir meno del blocco dei licenziamenti (e della CIG con causale "COVID-19") dall'inizio di luglio per le imprese dell'industria e delle costruzioni che hanno accesso alla CIG ordinaria (a eccezione delle imprese del tessile, abbigliamento e calzature, ed escluse le imprese artigiane), mentre tale divieto è esteso fino al 30 ottobre per le imprese che utilizzano la CIG in deroga o il Fondo di integrazione salariale (FIS).

Nel complesso del bimestre luglio-agosto è proseguita la diminuzione del tasso di disoccupazione (al 9,3 per cento in media), come risultato di una dinamica favorevole del tasso di occupazione (al 58,2 per cento, 0,3 punti percentuali in più rispetto al secondo trimestre) a fronte di un'invarianza del tasso di attività (64,3 per cento).

Con l'allentamento delle restrizioni all'attività e ai licenziamenti il tasso di disoccupazione comincia a recuperare il potere segnale sulle condizioni del mercato del lavoro; la domanda di lavoro si è contestualmente riattivata e il tasso dei posti vacanti si è collocato nel secondo trimestre sui livelli più elevati dall'inizio della serie storica. La relazione negativa tra queste due variabili (nota come curva di Beveridge), considerata in termini di valori medi per sotto-periodi (fig. 16), può essere utilizzata per valutare l'eventuale squilibrio tra le abilità richieste dalle imprese e quelle offerte dai lavoratori.

Con il deflagrare dell'emergenza sanitaria e l'introduzione di misure che avevano irrigidito il mercato del lavoro (le restrizioni alla mobilità individuale, le integrazioni salariali e il divieto dei licenziamenti), il tasso di disoccupazione aveva perso capacità informativa in quanto la contrazione del numero di posti di lavoro era più che compensata dalla crescita dell'inattività. Con il ritiro delle restrizioni anti-COVID il tasso dei posti vacanti si è spostato repentinamente verso l'alto, su valori molto elevati nel confronto storico, segnalando possibili squilibri nell'incontro tra domanda e offerta di lavoro. Rispetto alla posizione della curva che aveva caratterizzato lo scorso decennio, a un tasso di disoccupazione

Fig. 16 – Disoccupazione e posti vacanti
(valori percentuali medi)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

del 9,8 per cento si sarebbe infatti dovuto associare un tasso di posti vacanti più basso rispetto a quello registrato nel secondo trimestre del 2021 (pari all'1,4 per cento).

La crescita delle retribuzioni contrattuali orarie nel secondo trimestre di quest'anno (0,6 per cento su base tendenziale) si è mantenuta moderata, a sintesi di una dinamica inferiore all'1,0 per cento nel settore privato e nulla nella Pubblica amministrazione (dal terzo trimestre del 2020). Le pressioni salariali resterebbero modeste nella media di quest'anno (allo 0,6 per cento secondo stime dell'Istat), sia per effetto di un rinvio di parte degli aumenti salariali recepiti negli accordi contrattuali sia per l'elevato numero di contratti da rinnovare (in agosto, pur diminuendo, la quota di dipendenti in attesa del nuovo contratto era ancora al 53,2 per cento).

Il costo orario del lavoro ha mostrato una dinamica ancora in attenuazione nel secondo trimestre (0,4 per cento su base tendenziale), largamente inferiore a quella delle retribuzioni orarie di fatto, anche per effetto delle misure di decontribuzione previste per alcune tipologie di assunzioni; la flessione della produttività oraria ha sostenuto la crescita del CLUP.

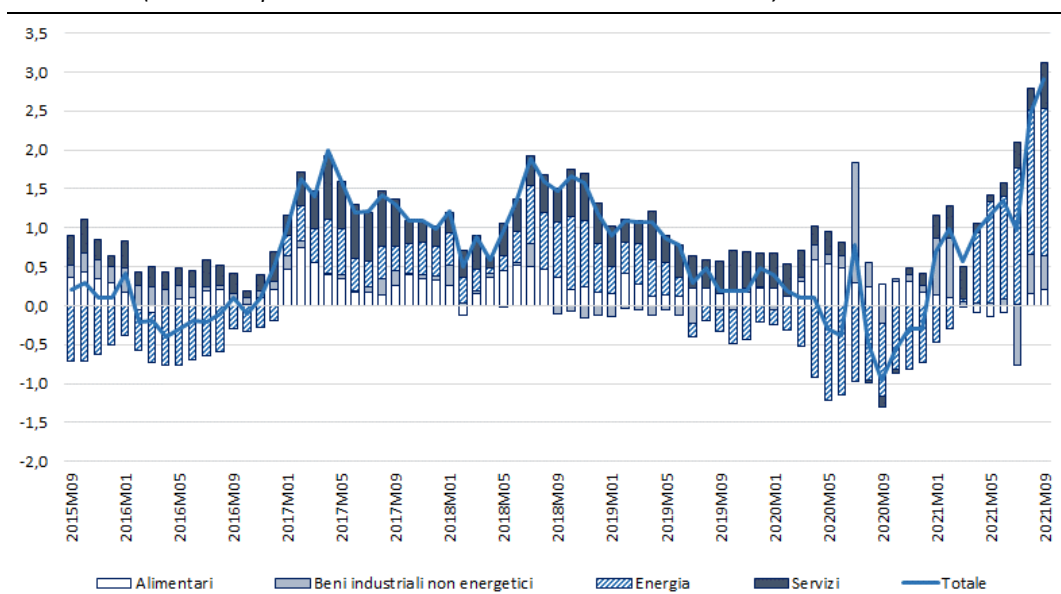
Gli aumenti di prezzo si diffondono tra le voci di spesa

L'inflazione in Italia continua ad aumentare, spinta dall'impennata dei prezzi dei beni energetici ma anche dai rincari dei costi di fornitura, di trasporto e dei beni intermedi.

L'indice dei prezzi al consumo è lievemente diminuito in settembre (-0,2 per cento) rispetto al mese precedente, tuttavia in termini tendenziali si è registrata un'accelerazione, al 2,5 per cento (dal 2,0 per cento di agosto), in parte ascrivibile all'effetto base rispetto ai bassi livelli registrati nel 2020. Sulle dinamiche dei prezzi incide largamente il rincaro dei beni energetici (20,2 per cento tendenziale da 19,8 di agosto), oltre a quello dei prodotti alimentari (1,0 per cento in settembre da 0,7), dei trasporti (7,0 per cento da 5,3) e dei servizi ricettivi e della ristorazione (2,7 per cento da 2,3 di agosto). Ancora più marcata risulta l'accelerazione in termini annui dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), al 2,9 per cento (dal 2,5 di agosto; fig. 17), in conseguenza della diversa misurazione tra i due indici dei saldi estivi, che nel 2020 furono posticipati ad agosto.

La ripresa dei prezzi anche delle componenti non energetiche si riflette sull'inflazione di fondo, al netto dei beni energetici e degli alimentari freschi, che accelera all'1,0 per cento in settembre (dallo 0,6 per cento di agosto). L'inflazione acquisita per il 2021 si attesta all'1,7 per cento per l'indice generale, mentre per la misura di fondo si mantiene inferiore al punto percentuale (0,8 per cento).

Fig. 17 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo e contributi delle componenti
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)

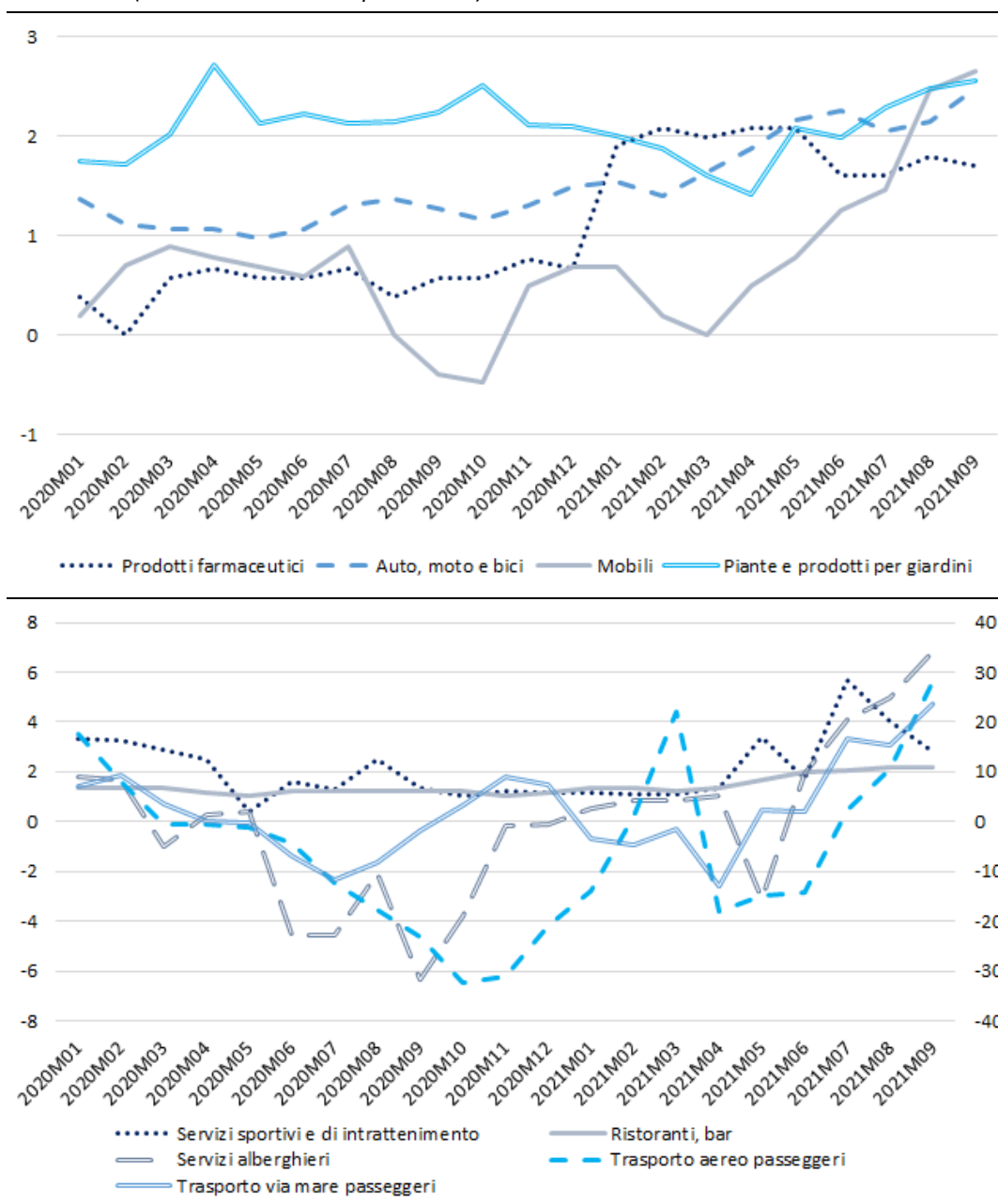


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

In settembre gli aumenti di prezzo hanno interessato l'85 per cento delle voci di spesa e in circa il 32 per cento dei casi i rincari hanno superato il 2,0 per cento. Gli effetti della pandemia, sia della fase acuta sia delle successive, sui prezzi dei prodotti appaiono diversificati per modalità e tempistica. Alcune voci di spesa sono aumentate già nella primavera del 2020 (come i prodotti farmaceutici o i mobili), altre stanno rincarando solo di recente (come i trasporti o alcuni servizi di svago), anche in conseguenza della ripresa della domanda, degli aumenti delle materie prime e della scarsità di prodotti intermedi (fig. 18).

Alla crescita dell'inflazione al consumo contribuiscono le tensioni a monte del processo di distribuzione, di matrice sia estera sia interna. In luglio la variazione tendenziale dei prezzi all'importazione si è portata al 10,5 per cento (dal 9,5 del mese precedente), spinta da rincari dei beni energetici superiori al 50 per cento, oltre che da aumenti marcati di quelli dei beni intermedi (12,5 per cento). Al contempo è continuata la risalita dei prezzi alla produzione (in accelerazione in agosto all'11,6 per cento da 11,2 di luglio), con incrementi diffusi tra quasi tutti i settori. Gran parte dell'impulso a monte del processo produttivo deriva dal rincaro dei beni energetici, tuttavia in agosto si è osservata una forte dinamica anche per componenti riferite a beni intermedi (oltre il 12 per cento su base tendenziale), tra cui gli articoli in gomma, le materie plastiche e il legno. Anche nel settore delle costruzioni continua l'incremento dei prezzi alla produzione, risultato prossimo al 5,0 per cento in agosto rispetto a un anno prima, sia per gli edifici (con netta preponderanza di quelli non residenziali, che rincarano del 7,8 per cento) che per strade e ferrovie. Il terziario ha sperimentato rincari nei prezzi alla produzione diffusi, nel complesso moderati (0,5 per cento tendenziale nel secondo trimestre) ma con forte volatilità

Fig. 18 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo per alcune voci
(variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

all'interno anche dello stesso comparto; ad esempio il costo del trasporto aereo di passeggeri si è ridotto nel secondo trimestre del 5,6 per cento in termini tendenziali mentre quello di merci è aumentato del 14,7 per cento.

Le aspettative di imprese e famiglie, rilevate tramite le indagini Istat, cominciano a rispecchiare il rialzo in corso dei prezzi. Le inchieste sulle aziende già da qualche mese segnalavano prospettive di rincari dei listini, tanto che in giugno il saldo era intorno a quota 30 (come solo nel 1995), con punte di oltre 40 per i beni intermedi e di consumo durevoli; nella fase estiva anche i consumatori si sono progressivamente orientati verso

un'inflazione più sostenuta nei prossimi mesi (il saldo ha raggiunto il valore di 15,2 in estate quando era -6,7 in primavera). Secondo l'indagine IHS Markit presso i direttori degli acquisti sono continuate in settembre le forti preoccupazioni delle imprese del settore manifatturiero per i maggiori costi delle forniture, che le aziende dichiarano di aver in gran parte trasferito sui prezzi di vendita. Di analoga intonazione sono le informazioni derivanti dall'indagine della Banca d'Italia su aspettative di inflazione e crescita, che riportano revisioni al rialzo dei listini nel terzo trimestre dell'anno per le imprese di tutti i settori e attese di ulteriori rincari nei prossimi 12 mesi, dovuti ai maggiori costi delle materie prime e degli *input* intermedi.

Riquadro – Il ritorno dell’inflazione globale: alcuni possibili scenari evolutivi

Con la ripresa in corso dell’attività economica, avvenuta principalmente grazie ai progressi nella campagna vaccinale, in molti paesi è tornato a manifestarsi il fenomeno dell’inflazione, che per lungo tempo era rimasto sopito. A determinare il recente aumento dei prezzi stanno contribuendo una serie di fattori, che combinandosi hanno iniziato a destare non poche preoccupazioni.

Una prima determinante, prevalentemente temporanea, riguarda le restrizioni nella logistica. L’anno scorso l’economia cinese aveva riattivato la produzione già in primavera, quando la gran parte degli altri paesi era in *lockdown*, per cui non produceva ma acquistava beni di consumo dall’Oriente. Questo movimento prevalentemente in uscita delle merci dalla Cina ha progressivamente comportato l’accumularsi di navi e *container* nei porti degli altri paesi, anche per via delle procedure portuali più lunghe per ottemperare alle normative anti-COVID.

A questo elemento si aggiunge la forte volatilità del mercato delle materie prime. Nel secondo trimestre dello scorso anno la pandemia aveva depresso i prezzi del greggio a tale punto che molti produttori utilizzavano le petroliere ancorate a largo come depositi, attendendo la risalita dei prezzi, anche per la scarsità di siti di stoccaggio⁴. Nella seconda parte del 2020 l’attività economica si riavviava anche in Occidente, determinando un repentino aumento della domanda di materie prime. Se all’inizio domanda e offerta risultavano comunque in equilibrio, a partire dal 2021 sono iniziate a manifestarsi le prime tensioni sui prezzi delle *commodity* oltre che dei semilavorati (in particolare i semiconduttori). A questo squilibrio hanno contribuito una serie di eventi concomitanti: un inverno più freddo e un’estate più calda della norma, il blocco completo del canale di Suez per alcuni giorni in marzo, la chiusura parziale di alcuni porti cinesi per i focolai pandemici, manutenzioni straordinarie dei gasdotti in nord-Europa e la citata allocazione delle navi e dei *container* che non rifletteva le esigenze delle esportazioni di merci.

Gli incrementi di prezzo degli *input* hanno gradualmente iniziato a trasferirsi sui prezzi al consumo che dalla primavera scorsa hanno cominciato a crescere in modo evidente. Più di recente a questi fenomeni di squilibrio tra domanda e offerta di beni si è aggiunto l’inasprimento del costo dei diritti di emissione di CO2 legati al mercato europeo dell’*Emission Trading System* (EU ETS), in parte determinato dai nuovi obiettivi europei di abbattimento delle emissioni legati allo *European Green Deal* e al *Recovery and Resilience Facility*, che da inizio anno sono quasi raddoppiati (fig. R.1).

Al momento le banche centrali sembrano fiduciose del fatto che i recenti incrementi di prezzi e costi siano transitori, in quanto le dinamiche salariali e le aspettative restano moderate, per cui non ritengono necessarie modifiche nell’orientamento delle politiche monetarie. Tuttavia, non si può escludere uno scenario in cui, senza necessariamente incorrere nell’ipotesi di *commodities supercycle*, i prezzi degli *input* e dei servizi legati al commercio internazionale restino a lungo sui livelli attuali o crescano ancora moderatamente.

Con l’ausilio del modello macroeconomico di Oxford Economics GEM (*Global Economic Model*) si sono simulati gli effetti di vari scenari, alternativi a quello di base, sulla dinamica dei prezzi delle materie prime. Nella base del modello le quotazioni di tutte le materie prime, a eccezione di quelle agricole nonché dei beni manufatti, presentano un picco tra il secondo e il terzo trimestre dell’anno in corso, dopodiché cominciano a scendere gradualmente; nello specifico, i prezzi del petrolio Brent fletterebbero costantemente nel prossimo triennio, per attestarsi poco sopra i 60 dollari per barile alla fine del 2024⁵.

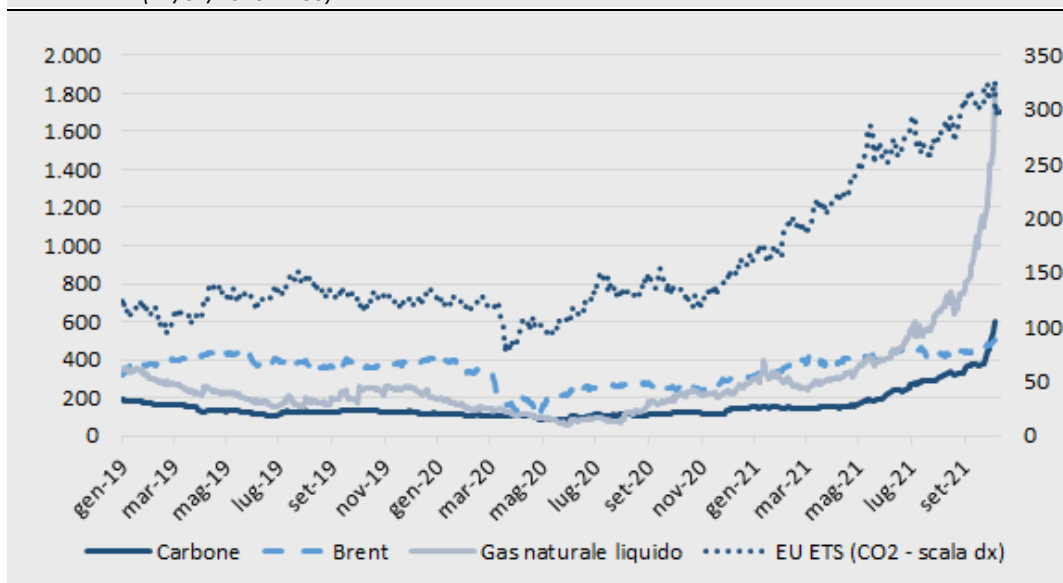
Quali sarebbero invece le conseguenze economiche di un mancato rientro delle quotazioni, nell’ipotesi che nei prossimi 3 anni i prezzi delle materie prime restino costanti una volta raggiunto il picco?⁶. Per rispondere a questa domanda si propongono due esercizi: uno che coinvolge solo il

⁴ La scarsità di siti di stoccaggio fu particolarmente severa negli Stati Uniti che registrarono, il 20 aprile del 2020, un prezzo negativo per la varietà di greggio WTI.

⁵ La base di riferimento di GEM è la *release* 1 di settembre 2021.

⁶ In questa prima ipotesi il prezzo dei manufatti e delle materie prime agricole non sono stati modificati poiché nello scenario di base hanno una tendenza crescente.

Fig. R1 – Prezzi delle materie prime e dei diritti di emissione
(21/04/2020 = 100)



Fonte: Refinitiv.

petrolio e l'altro che interessa tutte le materie prime presenti nel modello GEM, così da evidenziare l'importanza relativa della prima fonte di energia rispetto alle altre. Per depurare dagli effetti di retroazione di possibili risposte della politica monetaria, difficili da prefigurare sulla base di un modello econometrico, non si sono ipotizzati interventi delle banche centrali. Tra i due esercizi (tab. R.1) non vi è molta differenza in termini di effetto sul PIL e la perdita di produzione si aggira intorno a pochi decimi di punto percentuale. Per quanto riguarda l'inflazione, invece, la stabilizzazione dei prezzi delle materie prime sui valori massimi implicherebbe prezzi al consumo più elevati nella maggior parte dei paesi per oltre un punto percentuale a fine periodo.

Nella seconda decade di ottobre il prezzo del petrolio Brent ha raggiunto gli 85 dollari per barile, ma le quotazioni *futures* anticipano comunque una discesa di circa il 10 per cento nei prossimi dodici mesi. Ci si può quindi chiedere quali sarebbero le conseguenze di un ulteriore incremento del valore di picco, del 10 per cento superiore a quello considerato nell'esercizio precedente. I risultati di queste simulazioni, più incisive, sono riportati nella tab. R.2⁷.

Tab. R1 – Impatti macroeconomici di prezzi materie prime costanti al valore di picco

		Tutte le materie prime					Solo petrolio				
		2021	2022	2023	2024	Cumulata	2021	2022	2023	2024	Cumulata
Mondo	PIL	0,00	-0,09	-0,11	-0,05	-0,25	0,00	-0,06	-0,10	0,00	-0,16
	Prezzi al consumo	0,02	0,62	0,73	0,40	1,77	0,01	0,33	0,34	-0,05	0,63
Stati Uniti	PIL	-0,01	-0,11	-0,08	-0,04	-0,21	0,00	-0,08	-0,05	-0,02	-0,15
	Prezzi al consumo	0,03	0,59	0,48	0,12	0,99	0,01	0,37	0,13	-0,20	0,31
Cina	PIL	0,00	-0,03	-0,13	-0,08	-0,24	0,00	-0,07	-0,14	-0,07	-0,28
	Prezzi al consumo	0,00	0,33	0,58	0,29	1,20	0,00	0,24	0,37	0,04	0,65
Area dell'euro	PIL	0,00	-0,07	-0,12	-0,03	-0,22	0,00	-0,07	-0,16	0,01	-0,22
	Prezzi al consumo	0,01	0,49	0,48	0,21	1,19	0,01	0,33	0,32	-0,24	0,42
Italia	PIL	0,00	-0,08	-0,12	-0,02	-0,22	0,00	-0,06	-0,17	0,04	-0,19
	Prezzi al consumo	0,01	0,56	0,59	0,27	1,43	0,00	0,32	0,38	-0,32	0,38

⁷ In questa seconda ipotesi sono stati modificati anche i manufatti e le materie prime agricole. Lo *shock* al prezzo dei manufatti internazionali è utilizzato per approssimare le dinamiche di prezzo di alcuni prodotti semilavorati, quali ad esempio i microprocessori e gli altri componenti dell'elettronica di consumo la cui reperibilità è attualmente particolarmente difficoltosa.

Tab. R2 – Impatti macroeconomici di prezzi delle materie prime costanti su un valore superiore al picco del 10 per cento

		Tutte le materie prime					Solo petrolio				
		2021	2022	2023	2024	Cumulata	2021	2022	2023	2024	Cumulata
Mondo	PIL	-0,02	-0,16	-0,19	0,00	-0,37	-0,02	-0,13	-0,11	-0,02	-0,28
	Prezzi al consumo	0,41	1,74	1,26	0,62	4,03	0,12	0,58	0,32	-0,06	0,96
Stati Uniti	PIL	-0,11	-0,24	-0,05	0,01	-0,39	-0,03	-0,15	-0,05	-0,07	-0,30
	Prezzi al consumo	0,54	1,79	0,76	0,22	3,31	0,17	0,55	0,01	-0,24	0,49
Cina	PIL	0,00	0,00	-0,13	0,00	-0,13	-0,02	-0,15	-0,21	-0,07	-0,45
	Prezzi al consumo	0,11	0,96	1,24	0,53	2,84	0,07	0,47	0,44	-0,01	0,97
Area dell'euro	PIL	-0,01	-0,06	-0,29	-0,09	-0,45	-0,02	-0,18	-0,18	0,04	-0,34
	Prezzi al consumo	0,31	1,47	1,13	0,42	3,33	0,12	0,62	0,19	-0,32	0,61
Italia	PIL	-0,04	-0,07	-0,33	-0,07	-0,51	-0,01	-0,18	-0,17	0,10	-0,26
	Prezzi al consumo	0,29	1,80	1,44	0,44	3,97	0,09	0,69	0,20	-0,44	0,54

Perturbando tutte le materie prime, gli effetti sui prezzi al consumo risultano circa il doppio di quelli del caso in cui lo *shock* è circoscritto al prezzo del petrolio. Per quanto riguarda l'attività economica, la dimensione degli impatti è eterogenea tra aree geografiche, in virtù della diversa rilevanza dei canali di trasmissione. Una modifica dei prezzi delle materie prime riduce sia i consumi sia le importazioni per cui, a seconda della risposta relativa delle due componenti, si avrà un maggiore o minore effetto sul PIL⁸. Dalla tab. R.2 si osserva che lo *shock* a tutte le materie prime determina una contrazione cumulata del PIL superiore a quella osservabile nel caso di un aumento del solo prezzo del petrolio, con l'unica eccezione della Cina. In quest'ultimo paese infatti l'impatto sulle importazioni sarebbe più rilevante di quello sui consumi, per via della minore elasticità del costo del lavoro ai prezzi delle materie prime; ne consegue una variazione negativa del PIL più contenuta rispetto all'esercizio in cui si modifica solo il prezzo del petrolio.

In conclusione, se i prezzi delle materie prime rimanessero a lungo su valori elevati vi sarebbero conseguenze non trascurabili sull'inflazione dei prossimi anni. Nel caso di una stabilizzazione dei prezzi su valori di picco più elevati di quelli già osservati anche gli effetti sull'attività economica comincerebbero ad essere non trascurabili. Sarà cruciale l'evoluzione non soltanto dei prezzi del greggio ma anche di quelli delle altre materie prime, in quanto i canali di trasmissione sono eterogenei tra le diverse aree geografiche.

Le simulazioni presentate riflettono le dinamiche dello specifico strumento quantitativo adottato e vanno interpretate con cautela, alla luce di diversi elementi difficilmente rappresentabili con accuratezza nei modelli econometrici. In primo luogo, l'evoluzione di medio termine dell'inflazione dipenderà molto dalle aspettative di famiglie e imprese, ma la reazione delle attese a eventuali ulteriori *shock* ai prezzi delle *commodity* è molto incerta. Un fattore chiave sarà certamente rappresentato dall'orientamento e dalla comunicazione delle banche centrali, una cui eventuale reazione più decisa di quella già scontata dagli operatori di mercato potrebbe impattare, anche bruscamente, sull'attività economica. Per alcune aree sarà poi rilevante l'evoluzione del mercato valutario, come nel caso dell'area dell'euro, per la quale movimenti del cambio rispetto al dollaro andrebbero a limitare o esacerbare gli impatti sull'inflazione importata. Anche la reazione dei mercati finanziari, che spesso non è lineare rispetto alle dinamiche macroeconomiche, rischia di essere cruciale, in quanto valori elevati delle quotazioni delle materie prime potrebbero associarsi ad una forte volatilità sui mercati di diverse attività finanziarie. Inoltre, come già richiamato, le dinamiche di prezzo delle materie prime sono oggi strettamente intrecciate a quelle di fenomeni

⁸ Sui bilanci delle famiglie si riduce il potere d'acquisto reale dei consumatori e di conseguenza il consumo. Per quanto riguarda i flussi con l'estero, invece, l'aumento dei prezzi delle *commodities* e dei manufatti incide sul costo unitario del lavoro di tutti i paesi; se il costo del lavoro interno aumenta meno di quanto non accada nel resto del mondo i prodotti interni diventano più competitivi rispetto a quelli provenienti dall'esterno e vi sarà quindi un effetto sostituzione delle importazioni con i beni di produzione interna.

nuovi, sia temporanei come le restrizioni nella logistica, sia strutturali come le politiche ambientali, per i quali la quantificazione degli impatti macroeconomici è molto aleatoria.