

GIUGNO 2022



# IL RITORNO DELL'INFLAZIONE

FONDO  
SVILUPPO

FONDO MUTUALISTICO CONFCOOPERATIVE



CONFCOOPERATIVE  
CONFEDERAZIONE COOPERATIVE ITALIANE

1. Messaggi chiave	3
2. Il ritorno dell'inflazione	5
3. Una nuova stagflazione?	8
4. Calendario Macroeconomico - Giugno 2022	14
Figura 1. Indice dei Prezzi al Consumo per Francia, Germania, Italia, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti dal 2010 ad oggi	5
Figura 2. Global Commodity Price Index MFI	6
Figura 3. Inflazione italiana e le sue componenti. Calcoli dell'autore su dati ISTAT	7
Figura 4. Intensità energetica delle economie avanzate dal 1965 ad oggi	8
Figura 5. Tassi di crescita di PIL e dell'Inflazione e dell'Inflazione componente energetica	9
Figura 6. Crescita del PIL medio, 1970-2020, Europa	10
Figura 7. Crescita del PIL medio, 1970-2020, Mondo	10
Figura 8. Retta di regressione lineare PIL e Inflazione energetica, 1970-2020, paesi ec. avanzate	10
Figura 9. Retta di regressione lineare PIL e Inflazione energetica, 1970-2020, Italia	11
Figura 10. PIL italiano a prezzi concatenati con base 2008=100	13
Tabella 1. Tassi di crescita media decennale PIL, Inflazione e Inflazione energetica (1970-2020)	9
Tabella 2. Regressione Multivariata pooled OLS	12
Tabella 3. Regressione Multivariata panel data FE	12
Tabella 4. Principali indicatori Economici, Congiunturali e Finanziari nel mese di maggio 2022	15

# 1. Messaggi chiave

- Dagli inizi dell'anno e, soprattutto, dal mese di maggio, **l'attenzione del mondo economico si è rivolta principalmente all'inflazione**, tornata a dominare l'opinione pubblica dopo decenni. In virtù dei crescenti e sostenuti aumenti dei prezzi, le Banche Centrali hanno risposto incrementando i tassi per la prima volta dall'introduzione delle politiche monetarie non convenzionali, avvenuta in seguito alla Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008, anche se gli orientamenti delle principali Banche hanno finora differito tra di loro. Mentre la **Federal Reserve ha assunto una postura più intransigente**, con molteplici rialzi di 50 punti base già avvenuti ed un rialzo di 75 punti base a giugno, la **BCE ha optato per un approccio più cauto e graduale**, che, tuttavia, dal consiglio direttivo del 9 giugno cambia sostanzialmente direzione: un quarto di punto di rialzo in luglio con un altrettanto probabile rialzo a settembre e l'interruzione, già programmata, degli acquisti straordinari di titoli (Asset Purchase Programme). Per la **BCE il compito risulta particolarmente complesso in virtù delle debolezze strutturali e di finanza pubblica di alcuni paesi**, tra cui l'Italia. I tempi di tassi nulli o negativi e di enorme liquidità sono comunque ormai passati.
- Altrettanto rilevante risulta il conflitto Russo-Ucraino, entrato in una seconda fase, più limitata geograficamente, circoscritta principalmente al Donbass, ma probabilmente ancora più brutale di quella precedente. Il **conflitto, il cui termine non sembra ancora essere all'orizzonte, risulta essere un fattore di eccezionale incertezza**, che si va a sommare al riaggravarsi della pandemia, in particolare in Asia, ed alle spinte inflazionistiche.
- Per l'Europa l'impatto su crescita economica e inflazione è particolarmente aggravato dallo scenario bellico e della sua durata. La principale aggravante è la dipendenza energetica dalle fonti fossili e, tra queste, le **importazioni di GAS naturale in Germania e in Italia in primis** (la quotazione del Gas naturale in Europa maggio2022/maggio2021 cresce del + 360%).
- La crescita economica in Italia, dopo una ripresa molto decisa nel 2021, tenderà al 2%, più che al 3%, per il 2022. Il consenso sulle

stime oggi si attesta intorno al 2,5%. **Ogni previsione ad oggi esclude una recessione per l'anno anche se aumentano le visioni più pessimistiche.** L'inflazione dovrebbe raggiungere cifre triple per quest'anno rispetto al 2021, intorno al 6%, per riassetarsi su valori più "normali" già dall'anno prossimo.

- A proposito di pandemia, non debellata dal globo, destano grande preoccupazione per l'economia globale i **prolungati lockdown delle principali province cinesi**, imposti dalla politica del "Zero-Covid" del presidente Xi Jinping il quale, alla ricerca del terzo mandato in autunno, difficilmente cambierà strategia. Nel mese di aprile le vendite al dettaglio in Cina sono crollate dell'11% rispetto ad aprile 2021, mentre la produzione industriale è diminuita del 3%<sup>1</sup>, così da limitare il corso di crescita del gigante asiatico. Particolarmente preoccupanti per l'economia globale sono le possibili interruzioni nelle catene di produzione dovute ai lockdown.
- Dopo ben 28 giorni di trattative intense il Consiglio Europeo del 3 giugno è finalmente riuscito ad adottare il sesto pacchetto di sanzioni nei confronti della Russia. Allo studio anche il **possibile inserimento di un tetto massimo al prezzo di gas europeo**. Seppur fortemente rivisitato, il pacchetto approvato prevede un embargo parziale del petrolio russo, ammettendo le importazioni attraverso gli oleodotti ed evitando, invece, quelle via mare, che rappresentano la maggioranza delle esportazioni russe. Si stima che entro la fine del 2022 tale pacchetto possa porre fine a circa il 90% delle importazioni europee di petrolio russo. Il pacchetto prevede inoltre ulteriori sanzioni individuali, così come l'esclusione

dal sistema SWIFT della più grande banca russa, Sberbank.

- Destano molta preoccupazione, infine, le **recenti dinamiche dei mercati dei beni alimentari**, che comportano un aumento di decine di milioni delle persone a rischio di fame. Il convergere di molteplici fattori, quali il cambiamento climatico, il conflitto in Ucraina, nonché le politiche protezionistiche implementate da alcuni stati al fine di garantire la propria sicurezza alimentare, ha portato il World Food Programme a lanciare l'allarme per una possibile "catastrofe alimentare".
- L'inflazione eccessiva può essere dannosa per il nostro paese, anche se non è eccessivamente rilevante rispetto alla crescita economica, diversamente da consumi privati, investimenti, esportazioni e produttività del lavoro, secondo un'analisi ad hoc presentata successivamente. La necessità di non comprimerli, nelle scelte di politica economica e delle singole strategie aziendali, è fondamentale. **Gli strumenti di attuazione del PNRR**, volti alla crescita degli investimenti, i sistemi finanziari, pubblici e privati, di sostegno agli stessi, compresi quelli mutualistici e cooperativi **potranno giocare un ruolo fondamentale a riguardo.**
- Si **avvia un nuovo corso e percorso economico**, caratterizzato da un'inflazione più alta che in passato, che costringerà imprese e politiche pubbliche a riassetarsi in maniera flessibile al nuovo contesto. Non tutte le imprese potranno ribaltare i rincari energetici sui prezzi di vendita, riducendo i mark-up e i margini. A maggior ragione per le cooperative, che notoriamente hanno margini ridotti, e, prevalentemente, quelle inserite nei settori a minor marginalità.

<sup>1</sup> <https://www.ft.com/content/39dcf374-27de-4d7a-9fcf-09a049637286>

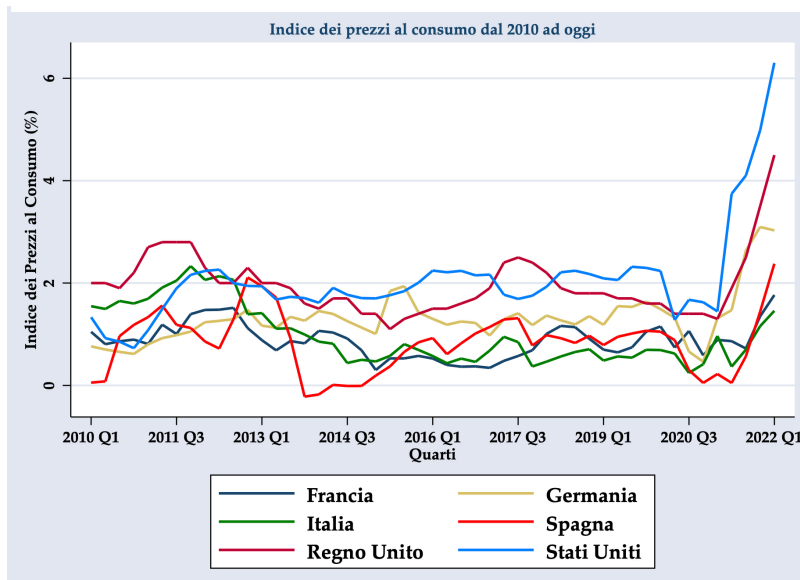
Il Report, a cadenza trimestrale è chiuso al 20 Giugno 2022. Il calendario economico è elaborato con dati di ISTAT, Eurostat, OCSE, World Bank, IMF, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, BCE, FRED e S&P Global estratti fino al 17 giugno 2022. Il lavoro è predisposto da Giuseppe Daconto con la collaborazione di Davide Mariz, all'interno del Centro Studi Confcooperative-Fondosviluppo, area analisi economica e sviluppo. Le opinioni espresse e le conclusioni sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità di Fondosviluppo e Confcooperative.

## 2. Il ritorno dell'inflazione

Il 2021 è stato, per le Economie Avanzate, l'anno del **ritorno dell'inflazione**. Dopo un decennio di crescita anemica e, a tratti, di deflazione, quest'ultime e le rispettive Banche Centrali si trovano ad affrontare il problema opposto, con tassi d'inflazione che non si vedevano dagli anni '80, innanzitutto negli USA. Dietro alla rinnovata crescita dei prezzi ci sono stati tre fattori.

Prima, la **sorprendente e forte ripresa della domanda aggregata** una volta terminati i lockdown per Covid-19, sostenuta dalle politiche fiscali particolarmente espansive negli Stati Uniti e nell'Eurozona. In seconda battuta, lo **spostamento della domanda dai servizi ai beni**, in un processo di terziarizzazione che continua il suo percorso nelle economie avanzate. Infine,

Figura 1 Indice dei Prezzi al Consumo per Francia, Germania, Italia, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti dal 2010 ad oggi.



Fonte 1 Dati OCSE. Elaborazione dell'autore. Quarter=Trimestre

le **difficoltà dell'offerta aggregata e dei sistemi produttivi di stare al passo** dell'incremento della domanda, anche a causa di una serie di colli di bottiglia, la scarsità di materie prime e di manodopera, le difficoltà e blocchi, per via della pandemia, nelle forniture in settori strategici. Questi fenomeni hanno fatto sì che la recessione causata Covid terminasse in maniera rapida, ma hanno altresì generato un aumento dei prezzi senza precedenti negli ultimi 30 anni.

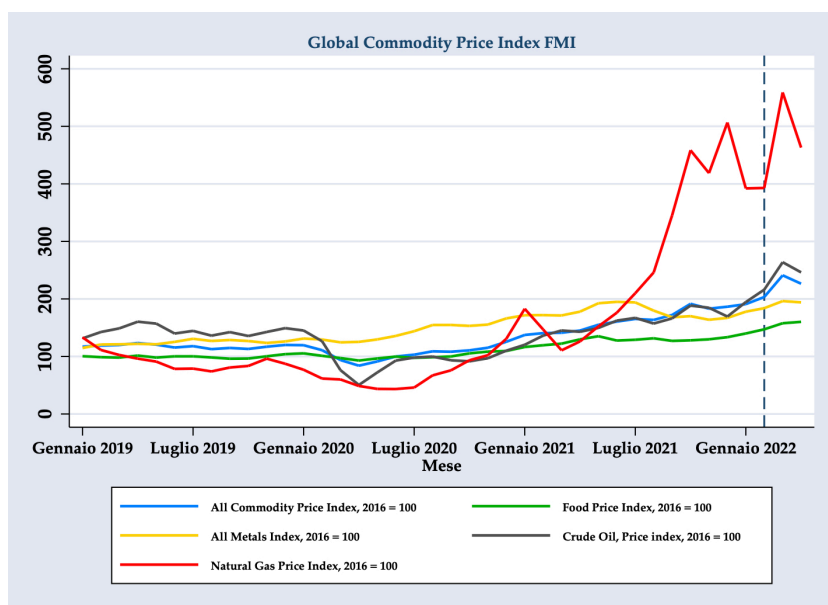
Nel 2022 l'invasione russa dell'Ucraina, cominciata il 24 febbraio e, per ora, limitata alla sola regione del Donbass, è andata a sommarsi a questo clima,

generando così un'ulteriore spinta inflazionistica, che ha colpito in modo particolarmente duro le commodities, gas naturale in primis ma anche altre materie prime. **Russia e Ucraina sono, infatti, esportatori rilevanti, oltre che di gas naturale e petrolio** (dei quali la Russia è, rispettivamente, il primo ed il terzo esportatore al mondo<sup>2</sup>) **anche di metalli quali palladio, nickel, platino e rame, così come di cereali e fertilizzanti** (Russia e Ucraina forniscono il 28% dell'export di cereali, il 15% del mais ed il 75% dell'olio di semi di girasoli<sup>3</sup>). Nonostante la Figura 2 mostri un impatto, a livello globale, della guerra sugli indici dei prezzi delle commodities del FMI minore di quanto ci si potesse attendere, va sottolineato come l'aumento dei prezzi abbia impattato in maniera diversa regioni diverse e come l'Europa risulti, per evidenti ragioni geografiche, tra le più esposte nel complesso. **L'aumento dei prezzi dei beni alimentari, e più precisamente dei cereali, colpisce in maniera particolarmente dura il Medio Oriente e il Nord Africa**, i principali importatori dei cereali

provenienti dal Mar Nero e dunque le regioni che ospitano il maggior numero di quei 50 paesi che secondo il World Food Programme dipendono per il 30% da Russia e Ucraina (mettendo a rischio di fame ulteriori 47 milioni di persone), oltre che le imprese europee e italiane che sono attive nei settori produttivi che utilizzano maggiormente queste materie prime. Accanto a ciò, l'Europa si trova, per ragioni geografiche e per scelte politiche, ad affrontare una crisi energetica in grado di rievocare gli anni '70. **La dipendenza energetica dal gas russo e ucraino non è una novità.** Il conflitto ha infatti contribuito a generare il trend rialzista del Gas più lungo della storia. Il *TTF (Title Transfer Facility) Dutch Gas*, principale indice di riferimento per il mercato del gas europeo, dopo aver toccato picchi di 210 €/MWH a marzo, si è aggirato sui 90 €/MWH € per il mese di maggio, più del 300% in più rispetto all'anno scorso. Viceversa il *HHNG (Henry Hub Natural Gas)*, che è l'indice di mercato di riferimento del gas naturale americano, pur aggirandosi su prezzi superiori del 200% rispetto al maggio 2021, si attesta su prezzi ben inferiori rispetto a quelli europei, circa 9 \$/MWH. **La crisi energetica è dunque soprattutto un problema europeo e particolarmente rilevante, per il livello di dipendenza energetica, per Germania e Italia.**

Le dinamiche del petrolio e in particolare del gas influiscono chiaramente sul prezzo dell'energia elettrica, essendo quest'ultima prodotta, nell'Unione Europea, per il 36% da combustibili fossili<sup>4</sup>. **In Italia, circa la metà della produzione energetica è termoelettrica,**

Figura 2. Global Commodity Price Index FMI



Fonte 2 FMI Commodity Price Index, Calcoli dell'autore

<sup>2</sup> Agenzia Internazionale dell'Energia. <https://www.iea.org/articles/energy-fact-sheet-why-does-russian-oil-and-gas-matter>.

<sup>3</sup> <https://www.economist.com/leaders/2022/05/19/the-coming-food-catastrophe>.

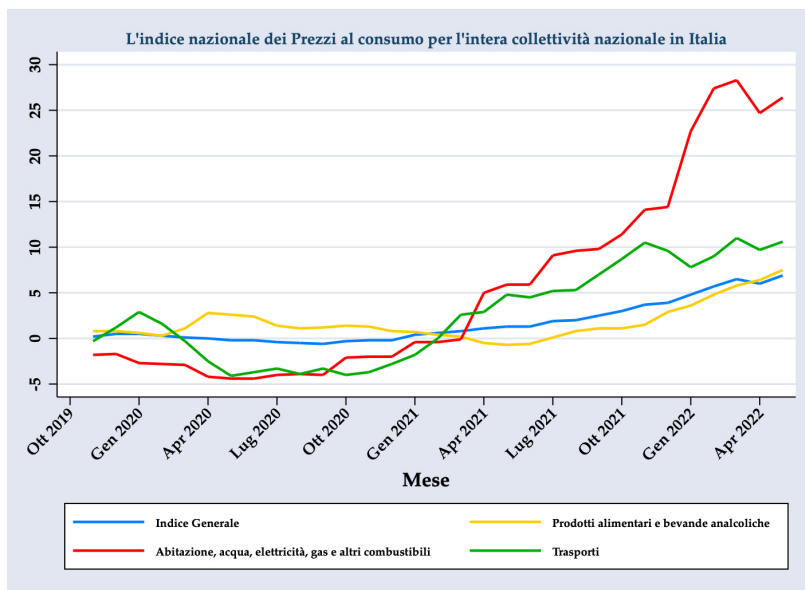
<sup>4</sup> <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/infographs/energy/bloc-2a.html>

la quale risulta alimentata per il 73% dal gas. Il PUN medio<sup>5</sup> dell'energia in Italia, che nel maggio 2021 si assestava su un prezzo medio di 69,9€/MWH, è così schizzato a 232 €/MWH nel maggio 2022, segnando +236%.

### Tutti questi fattori hanno generato una corsa inflazionistica senza precedenti negli

Italia l'Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (**NIC**) su base annua schizzasse a +6,5% a marzo, trainata dalla componente energetica (+28,3%). Nonostante ad aprile l'indice abbia registrato un lieve calo (+6,0%), **in maggio il dato consuntivo evidenzia una nuova crescita (+6,8%)**, come evidenzia la Figura 3.

Figura 3 Inflazione italiana e le sue componenti. Calcoli dell'autore su dati ISTAT.



Fonte 3 Istat, Giugno 2022

**ultimi 40 anni.** Come già specificato, le determinanti principali sono state: i) la **crescita della domanda aggregata** globale cui non è corrisposto un pari aumento dell'offerta a causa dei numerosi colli di bottiglia e gli evidenti limiti delle catene del valore in periodo di pandemia; ii) gli **ingenti stimoli** da parte delle principali economie avanzate (per l'Italia si è trattato del 4,4% del PIL nel 2020 e del 3,5% del PIL nel 2021<sup>6</sup>); iii) lo **shock del conflitto russo-ucraino**. Queste hanno fatto sì che in

La componente energetica resta elevata, dopo il rallentamento di aprile (sceso a 24,7% dopo il picco di 28,3%) è tornata a crescere a maggio (26,4%), trainando così i prezzi dei trasporti (10,8% a maggio in seguito al 9,7% di aprile). In aumento ancora i prodotti alimentari (6,4% in aprile e 7,4% a maggio). Le **ricadute sui consumi, sulla perdita del potere d'acquisto e sulle pressioni salariali sono probabilmente inevitabili**. Così come sono diventati inevitabili gli adattamenti delle politiche monetarie<sup>7</sup>.

Restano comunque confermate le previsioni che vedono un tasso d'inflazione mediamente più basso rispetto all'Europa, nell'Eurozona l'indice dei prezzi al consumo armonizzato (**HICP**) è arrivato al 8,1% a maggio, dopo un aumento di 7,4% nei due mesi precedenti. L'indice dei prezzi al consumo (**CPI**) ha raggiunto, addirittura, l'8,8% a maggio. La **previsione del 2023 dovrebbe invece rientrare su valori alti ma più prossimi al target medio europeo** (2,3% per il 2023, secondo la previsione della Commissione Europea)<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> PUN, prezzo unico medio, Fonte GME, Gestore Mercato elettrico

<sup>6</sup> Raccomandazioni specifiche Commissione Europea.

[https://ec.europa.eu/info/files/2022-european-semester-country-specific-recommendation-commission-recommendation-italy\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/2022-european-semester-country-specific-recommendation-commission-recommendation-italy_en)

<sup>7</sup> Decisione del Consiglio Direttivo della BCE del 9 Giugno 2022

<sup>8</sup> European Commission Spring forecast. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/spring-2022-economic-forecast\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/spring-2022-economic-forecast_en)

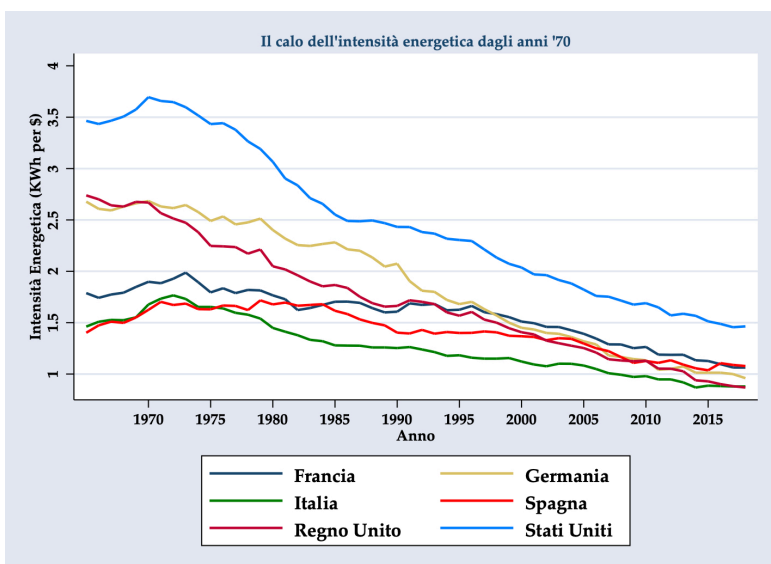
### 3. Una nuova stagflazione?

Gli elevati tassi di inflazione e, più precisamente, il sostenuto aumento dei prezzi delle materie prime, hanno generato molteplici riferimenti agli anni '70, rievocando lo spettro della "stagflazione" causata dalle crisi petrolifere del 1973 e del 1979. Nonostante a prima vista il paragone possa sembrare calzato, con il conflitto russo-ucraino possibile origine di uno shock energetico in grado di generare al tempo stesso un rallentamento economico ed un aumento dell'inflazio-

ne, è importante sottolineare le evidenti differenze tra lo scenario economico odierno e gli anni '70. In primis, rispetto al secolo scorso, l'intensità energetica delle economie avanzate, vale a dire l'ammontare di energia necessaria a produrre un'unità di PIL (*Figura 4*), è andata calando consistentemente. Inoltre, la transizione energetica ha fatto sì che ad oggi, nelle economie avanzate, la quota di energia prodotta da fonti fossili sia calata drasticamente rispetto agli anni '70. Gli

**obiettivi dell'agenda europea "Fit for 55" accelerano maggiormente questo percorso**, con la riduzione delle emissioni nette di gas serra di almeno il 55% entro il 2030, rispetto ai livelli del 1990, e l'azzeramento delle stesse per il 2050, oltre che il raggiungimento di almeno il 40% dell'energia prodotta da fonti rinnovabili entro il 2030 (un raddoppio rispetto ai livelli medi attuali). Al contrario, lo shock generato dal conflitto russo-ucraino è più trasversale rispetto a quello delle crisi petrolifere. Mentre allora l'aumento dei prezzi, che fu ben più drastico, interessò soprattutto il petrolio, oggi l'inflazione colpisce anche cereali,

Figura 4 Intensità energetica delle economie avanzate dal 1965 ad oggi.



Fonte 4: Our World in Data



prodotti agricoli, fertilizzanti e metalli. Per ultimo, i rapporti tra capitale e lavoro, diversi dagli anni '70 quando erano mediati da meccanismi automatici generatori di spirali inflazionistiche, attraverso il meccanismo delle indicizzazioni dei salari e delle aspettative insite nelle trattative contrattuali, è oggi completamente diverso. **In assenza della spirale inflazione-salari e del meccanismo delle aspettative "auto avveranti", uno scenario inflazionistico come negli anni '70, sembra, pertanto, meno probabile.** Accanto a ciò, rispetto agli anni 70 esistono molte differenze, ad esempio, rispetto all'economia europea, ora area valutaria nonché unione economica e monetaria, e nella composizione del mondo economico avanzato, con le economie emergenti, Cina in primis, molto più che allora determinanti nei rapporti economici e nel commercio internazionale.

Anche il retroscena economico odierno sembra alquanto differente dal periodo della stagflazione. In seguito alla recessione causata dal Covid-19 nel 2020, nel 2021 le economie avanzate hanno vissuto un sostenuto rimbalzo economico, anche grazie a politiche fiscali e monetarie espansive e anticicliche, che, nonostante la crisi geopolitica e le conseguenti revisioni al ribasso, dovrebbero proseguire, anche se maggiormente moderate, nel 2022 e nel 2023.

Un'analisi della storia economica italiana degli ultimi cinquant'anni evidenzia ulteriori spunti interessanti. Nella storia del nostro paese, gli anni settanta e ottanta sono stati contraddistinti da alta inflazione, a due cifre, e tassi di crescita dell'economia più elevati. Le politiche disinflazionistiche hanno contraddistinto invece gli anni successivi al trattato di Maastricht e hanno comportato valori di crescita media più moderati e tassi di inflazione notevolmente più bassi e attorno al 2% (Tabella 1, per il 2020 si tratta del valore annuale). In virtù di ciò, **per quanto riguarda l'Italia,**

**l'inflazione non ha avuto un ruolo eccessivamente significativo sulla crescita economica,** diversamente da: consumi, investimenti e esportazioni,

Tabella 1 Tassi di crescita media decennale PIL, Inflazione e Inflazione energetica (1970-2020)

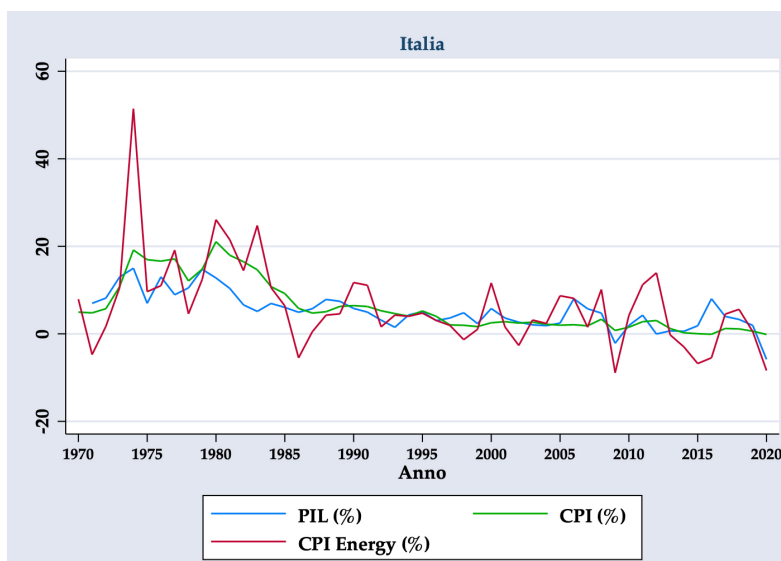
Decade	PIL	Inflazione	Inflazione energetica
1970	10,81	12,31	12,37
1980	7,39	11,20	10,77
1990	3,86	4,16	4,22
2000	3,48	2,27	3,57
2010	2,65	1,17	2,45
2020	-5,83	-0,14	-8,37

Fonte 4 OCSE, calcoli dell'autore

tazioni, produttività del lavoro in primis.

L'andamento della componente energetica dell'inflazione ha sicuramente spinto verso l'alto e verso il basso i tassi dell'inflazione nel tempo, così come i tassi di crescita, con i picchi avuti negli anni '70 non più raggiunti se non in forme più

Figura 5 Tassi di crescita di PIL, Inflazione e Inflazione componente energetica



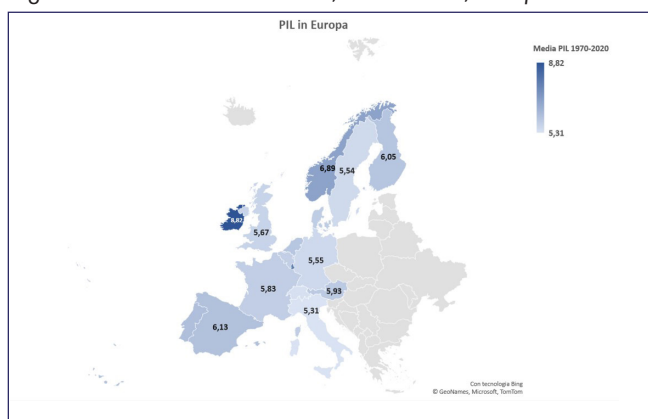
Fonte 5 Dati OCSE, calcoli dell'autore

moderate negli anni 80, negli anni 2000 e poco dopo il 2010 (Figura 5).

**Comparando la storia economica del nostro**

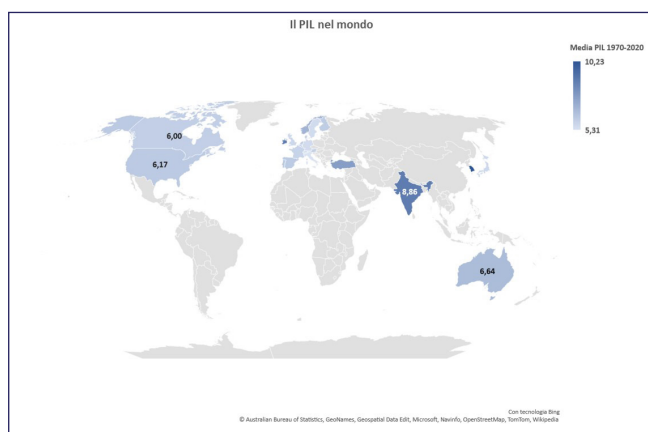
**Paese e con le principali economie avanzate** (23 Paesi europei, del Nord America, dell'Asia e dell'Oceania<sup>9</sup>) **una prima considerazione semplice** quanto preoccupante: il nostro paese ha avuto, nei cinquant'anni presi in esame, **il tasso di crescita medio del PIL**, misurato in valori assoluti e non pro capite, **più basso tra tutte le economie analizzate**, 5,31 %. (Figura 6 e 7)

Figura 6 Crescita del PIL medio, 1970-2020, Europa



Fonte 6 Dati OCSE, elaborazione dell'autore

Figura 7 Crescita del PIL medio, 1970-2020, Mondo



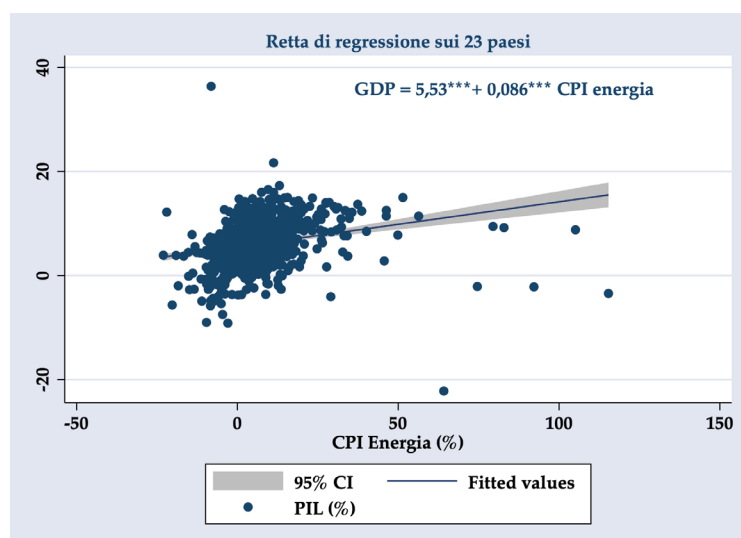
**L'inflazione è buona e cattiva per l'economia.** Buona perché segnala una crescita della domanda, un momento favorevole dell'offerta produttiva, delle disponibilità economiche e finanziarie, complessivamente del livello di liquidità nonché dei livelli salariali. Cattiva perché

erode il potere d'acquisto dei redditi, riduce il valore monetario del capitale posseduto oltre che disincentivare i consumi. Generalmente l'inflazione è un problema più per chi detiene moneta, e quindi di chi la presta, che per chi la chiede a prestito. Guardando alla storia di questi paesi e del nostro in particolare ci si è chiesti, dunque, che relazione vi fosse tra crescita economica e inflazione, principalmente per quanto riguarda la componente energetica.

L'analisi econometrica, come spesso accade, non porta a facili ed univoche conclusioni, nonché ad affermazioni di nessi causali, tuttavia ci spiega alcune dinamiche nel tempo.

Intanto, con una semplice regressione lineare, assumendo come variabile indipendente il tasso di crescita del PIL annuale, in percentuale, e come variabile dipendente il tasso di crescita dell'inflazione per la componente energetica, si nota come il coefficiente associato al panel complessivo, 0,086, sia più basso di quello associato alla sola Italia (0,25) (Figura 8), a dimostrazione di una correlazione e una sensibilità, tra crescita economica e inflazione, più elevata nel nostro Paese.

Figura 8 Retta di regressione lineare PIL e Inflazione energetica, 1970-2020, paesi ec. avanzati



<sup>9</sup> Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Giappone, Corea, Lussemburgo, Olanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti

Espandendo la nostra analisi ed includendo ulteriori aggregati economici e variabili di controllo<sup>10</sup>, risultano abbastanza evidenti alcune considerazioni.

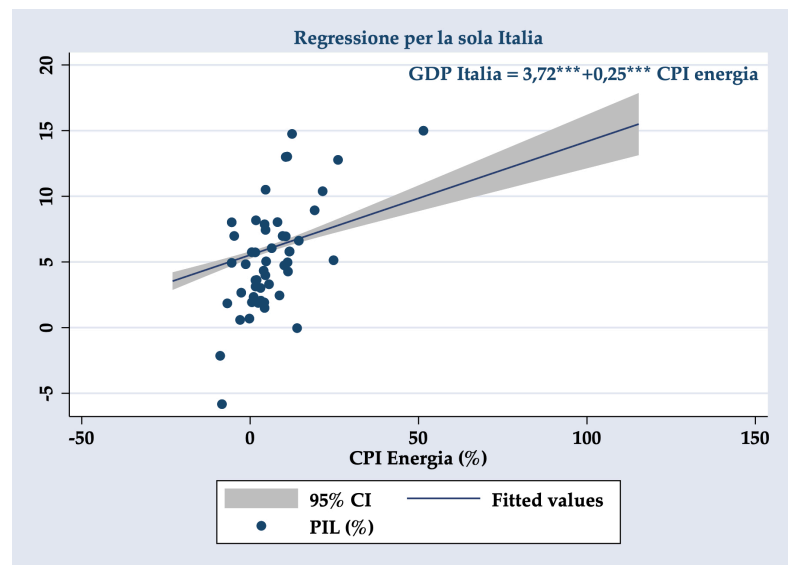
L'analisi econometrica è stata compiuta con un campione di 23 paesi, principalmente Economie avanzate, in un periodo di tempo che va dal 1970 al 2020. In virtù di ciò la teoria suggerirebbe l'utilizzo di un modello a effetti fissi in grado di cogliere al meglio le caratteristiche strutturali delle variabili di ciascuna nazione. Avendo implementato e testato molteplici modelli, sono successivamente riportati, nelle Tabelle 2 e 3<sup>11</sup>, quelli più validi.

Sia con un semplice modello lineare, sia con un modello a effetti fissi, risultano avere un impatto statisticamente significativo quasi tutte le variabili. **Quelli che risultano più determinanti sono tuttavia i consumi privati, gli investimenti, la produttività del lavoro e le esportazioni così come le ore lavorate e la crescita della popolazione**, tutti con un impatto positivo.

Nel lungo periodo, il **coefficiente associato all'inflazione è negativo**, a segnalare dunque, una correlazione «dannosa» con la crescita, ceteris paribus.

L'effetto paese è invece poco visibile, ma leggermente positivo se interagito con la variabile dummy per l'Italia. Si ricorda in questo senso quando negli anni, soprattutto nello scorso decennio, la crescita economica italiana sia stata «drogata» dall'inflazione a due cifre e dalla svalutazione competitiva, comportando di conseguenza pro-

Figura 9 Retta di regressione lineare PIL e Inflazione energetica, 1970-2020, Italia



Fonte 7 dati Ocse, elaborazione dell'autore

blemi di lungo periodo in relazione agli assetti del sistema produttivo, meno competitivo e meno innovativo di altri, alla finanza pubblica, con un debito pubblico "aumentato" ma "alleggerito" perché con un peso reale minore, e alla dinamica salari-inflazione.

**Altro elemento interessante è il coefficiente negativo associato alla dipendenza energetica:** maggiore è l'import di energia (ma questo è amplificato dalla correlazione comunque negativa delle importazioni) minore è la crescita economica associata. Negativo è anche il coefficiente relativo alle importazioni ovviamente. Tale conclusione dovrebbe certamente far riflettere il continente europeo, la cui dipendenza energetica, in un contesto inflazionistico e di incertezza geopolitica, è la causa principale del rallentamento economico in seguito all'invasione russa dell'Ucraina.

<sup>10</sup> PIL, consumi privati, consumi pubblici - spesa e trasferimenti, investimenti fissi lordi, esportazioni e importazioni sono a parità di potere d'acquisto (PPP), corrente e in dollari, fonte OCSE, estrazione del 15/05/2022. Il tasso di inflazione annuale e la componente energetica sono in percentuale e sono stati estratti in data 15/05/2022. La crescita della popolazione e la dipendenza energetica - calcolata come quota di importazioni di fonti energetiche sul totale delle importazioni, sono estratti dai World Development Indicators della Banca Mondiale.

<sup>11</sup> I test statistici del modello con i valori in termini di variazioni percentuali annui suggeriscono di preferire l'uso del modello OLS pooled cross section, regressione multivariata di serie storiche: gli standard error calcolati sono robusti, al fine evitare eteroschedasticità; i residui risultano avere una distribuzione normale anche se risultano autocorrelati. Invece, i test statistici del modello con i valori in base logaritmica suggeriscono di preferire una regressione panel data a effetti fissi: gli standard error calcolati sono robusti, al fine evitare eteroschedasticità; i residui risultano avere una distribuzione normale anche se risultano autocorrelati.

Tabella 2 Regressione Multivariata pooled OLS

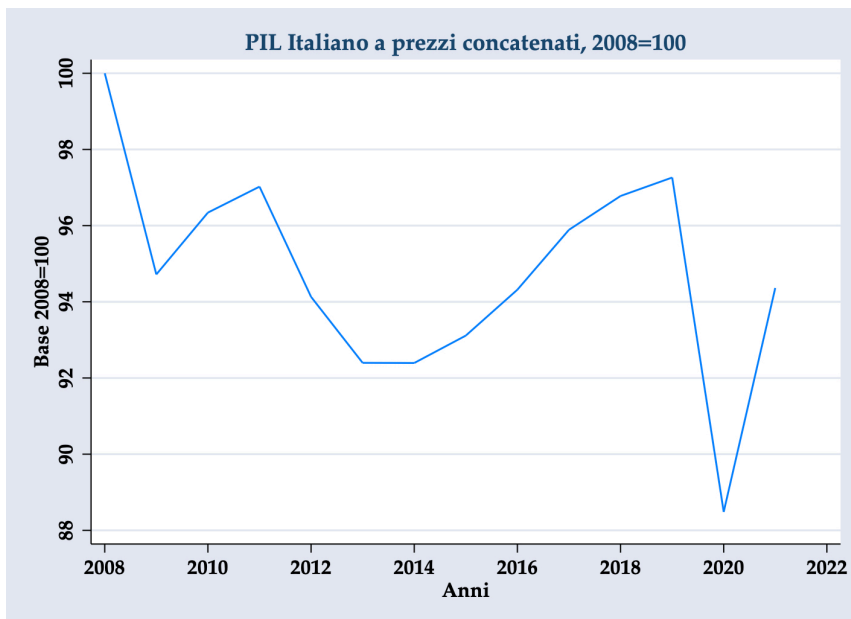
<b>Modello Lineare con variabile dipendente crescita annuale (%) PIL (prezzi correnti, PPP), nel periodo 1970-2020 per 23 paesi</b>	<b>Modello per inflazione</b>	<b>Modello per inflazione con Interazione</b>	<b>Modello per inflazione energetica</b>	<b>Modello per inflazione energetica con Interazione</b>
Consumi privati (%)	0,3175***	0,3172***	0,2968***	0,2966***
Consumi pubblici (%)	0,0196*	0,0196*	0,0405*	0,0407*
Investimenti lordi (%)	0,1223***	0,1223***	0,1292***	0,1291***
Export (%)	0,0807***	0,0807***	0,1007***	0,1008***
Import (%)	-0,0402**	-0,0402**	-0,0466***	-0,0467***
<b>CPI (%)</b>	-0,0122*	-0,0124*		
Crescita popolazione (%)	0,4421**	0,4447**	0,4516***	0,4538***
Dipendenza Energetica (%)	-0,0250*	-0,0253*	-0,0228*	-0,0231*
Produttività del lavoro (%)	0,5455***	0,5452***	0,5302***	0,5299***
Ore lavorate mediamente (%)	0,6226***	0,6217***	0,6188***	0,6185***
ITA		-0,0645		-0,0164
Interazione ITA#CPI		0,0153		
<b>CPI energia (%)</b>			-0,0123	-0,0126
Interazione ITA#CPI energia				0,0087
cons	0,4046*	0,4095*	0,2992*	0,3019*
N	1025	1025	965	965
R2	0,9349	0,9349	0,9318	0,9318
Statistica F	1434,57		873,93	
Livello di significatività: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001				

Tabella 3 Regressione Multivariata panel data FE

<b>Modello a Effetti Fissi con variabile dipendente logaritmo del PIL (prezzi correnti, PPP), nel periodo 1970-2020 per 23 paesi</b>	<b>Modello per inflazione</b>	<b>Modello per inflazione con Interazione</b>	<b>Modello per inflazione energetica</b>	<b>Modello per inflazione energetica con Interazione</b>
Log Consumi privati	0,3379***	0,3352***	0,3493***	0,3487***
Log Consumi pubblici	-0,0071	-0,0071	0,0199*	0,0200*
Log Investimenti lordi	0,1343***	0,1349***	0,1706***	0,1708***
Log Export	0,1231***	0,1224***	0,1775***	0,1771***
Log Import	-0,1076***	-0,1068***	-0,1371***	-0,1367***
<b>CPI (%)</b>	-0,0006***	-0,0006***		
Crescita popolazione (%)	0,0119***	0,0118***	0,0078***	0,0078***
Dipendenza energetica (%)	0,0002	0,0002	-0,0001	0,0000
Log Produttività del lavoro	0,4946***	0,4962***	0,3996***	0,3999***
Log Occupati	0,5083***	0,5106***	0,4101***	0,4105***
ITA				
Interazione ITA#CPI		-0,0012*		
<b>CPI energia (%)</b>			-0,0001	-0,0001
Interazione ITA#CPI energia				-0,0002
cons	0,8590***	0,8579***	0,9105***	0,9107***
N	1045	1045	976	976
R2	0,9994	0,9994	0,9993	0,9993
R2 corretto	0,9987	0,9987	0,9991	0,9991
Statistica F	165005,40	150580,64	136436,02	123955,02
Livello di significatività: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001				

In conclusione, l'analisi degli ultimi 50 anni evidenzia come l'impatto dell'inflazione sulla crescita economica, nonostante sia negativo, non sia particolarmente rilevante. In altre parole, per le economie avanzate e per l'Italia in misura maggiore, la crescita economica è dipesa principalmente da altri fattori. L'Italia ha infatti vissuto il proprio periodo di massimo splendore, di boom economico, negli anni '70, gli anni degli shock petroliferi. Viceversa dal 2008, in seguito alla Grande Crisi Finanziaria ed in un contesto di limitata inflazione se non addirittura di deflazione, l'Italia è stata caratterizzata da crescita anemica (Figura 10).

Figura 10. PIL italiano a prezzi concatenati con base 2008=100



Fonte: Elaborazione Autore su dati ISTAT

Rispetto alla storia, **i limiti di una crescita economica eccessivamente "inflazionata" sono stati vari.** Nonostante ad oggi il rischio di stagflazione non possa essere totalmente escluso, non dobbiamo dimenticare che **rispetto al passato esistono nuovi contesti, nuove politiche e nuovi strumenti.** Vengono in mente ad esempio la globalizzazione e l'interdipendenza economica, aree valutarie comuni, in primis quella europea ma non solo, economie meno "energy intensive" (il cosiddetto disaccoppiamento continua), una Cina molto più integrata e i paesi emergenti con tassi demografici importanti e livelli di crescita tecnologica non scontati. Oltre

a ciò, c'è stato nell'Unione Europea, accanto alla politica monetaria comune, un impulso al coordinamento delle politiche fiscali, in particolare con il Next Generation EU, senza precedenti. **L'accelerazione di questi percorsi comuni e l'attuazione di queste stesse politiche, impattando su consumi, investimenti, indipendenza energetica e produttività del lavoro, non possono che allontanare il rischio di stagflazione.**

# 4. Calendario

Macroeconomico

giugno 2022

Tabella 4 Principali indicatori Economici, Congiunturali e Finanziari nel mese di maggio 2022

MAGGIO 2022	FONDAMENTALI									
	PIL									
	YoY	QoQ		2022*	Data	Successivo				
ITALIA	6,2	0,1		2,8	31 Maggio	1 Settembre				
EUROZONA	5,4	0,6		2,7	8 Giugno	1 Settembre				
STATI UNITI	6,5	-1,5		3,1	26 Maggio	29 Giugno				
	FONDAMENTALI									
	INFLAZIONE (IPCA o CPI)									
	YoY	MoM		2022*	Data	Successivo				
ITALIA	7,3	0,9		5,3	17 Giugno	1 Luglio				
EUROZONA	8,1	0,8		5,3	17 Giugno	1 Luglio				
STATI UNITI	8,6	1,0		7,4	10 Giugno	13 Luglio				
	FONDAMENTALI									
	DISOCCUPAZIONE									
	Valore	Precedente		2022*	Data	Successivo				
ITALIA	8,4	8,3		-	1 Giugno	1 Luglio				
EUROZONA	6,8	6,8		-	1 Giugno	1 Luglio				
STATI UNITI	3,6	3,6		-	3 Giugno	8 Luglio				
	CONGIUNTURALI									
	ESI			CCI			PMI			
	Valore	Precedente	Data	Valore	Precedente	Data	Valore	Precedente	Data	
ITALIA	106,3	105,5	30 Maggio	102,7	100,0	26 Maggio	51,9	54,4	1 Giugno	
EUROZONA	105	104,9	30 Maggio	-	-	-	54,6	55,5	1 Giugno	
STATI UNITI	-	-	-	106,4	107,3	31 Maggio	57	59,2	1 Giugno	
	FINANZIARI									
	10 Y		2 Y		SPREAD		EURIBOR 6M		€/S	
	Valore	Precedente	Valore	Precedente	Valore	Precedente	Valore	Precedente	Valore	Precedente
ITALIA	2,97	2,46	0,88	0,47	195,5	166,7	-0,144	-0,311	1,06	1,08
EUROZONA	1,71	1,41	0,47	0,27						
STATI UNITI	2,91	2,75	2,62	2,54						

Fonti: ISTAT, Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, BCE, FRED, S&P Global. Legenda: Y=Anni, Q= Trimestre, M=Mese.

Per quanto riguarda i congiunturali; ESI: Economic Sentiment Indicator, CCI: Consumer Confidence Index e PMI: Purchasing Manager Index manifatturiero.

Per quanto riguarda i dati Finanziari, il valore di riferimento è calcolato come la media del mese di maggio, ed il valore precedente come la media del mese di aprile.

FONDO  
SVILUPPO



FONDO MUTUALISTICO CONFCOOPERATIVE

Via Torino, 153 - 00184 Roma  
Tel. 06 4807081  
[fondosviluppo@confcooperative.it](mailto:fondosviluppo@confcooperative.it)  
[fondosviluppospa@legalmail.it](mailto:fondosviluppospa@legalmail.it)