



Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas

FOCUS

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

25

14 dicembre 2022

Regno Unito: inflazione e incertezza pesano sulle prospettive economiche

Alessandra Mastrota



BNL

BNP PARIBAS

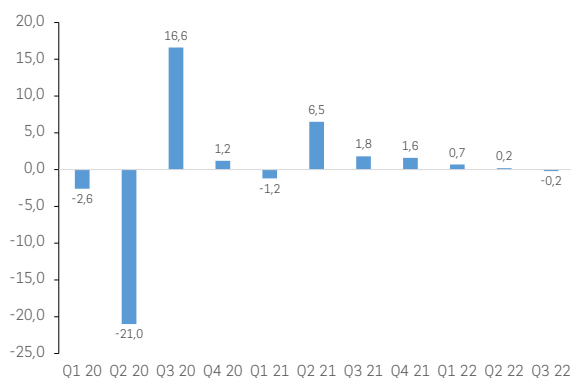
La banca
per un mondo
che cambia

SINTESI

Il Regno Unito sta affrontando un periodo di elevata inflazione e di rallentamento economico. La dinamica dei prezzi ha costretto la BoE ad alzare i tassi già a partire da dicembre 2021. La condotta monetaria sempre meno espansiva, seppure associata ad una politica fiscale ancora accomodante, secondo la Banca d'Inghilterra e le stime governative avrà un impatto negativo sulla crescita, condizionata anche da un rallentamento economico globale e dal clima di elevata incertezza. Un sondaggio mensile condotto presso le aziende, il Decision Market Panel, che elabora una serie di indici di incertezza, evidenzia come, dopo essere scesa nel periodo post

Prodotto interno lordo

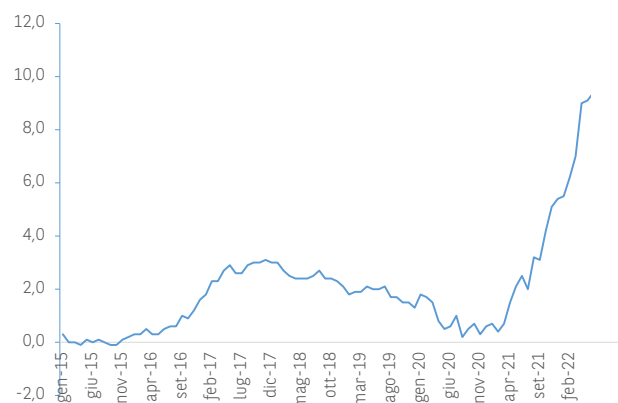
(variazione % q/q, dati trimestrali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati ONS

Tasso d'inflazione

(Variazioni % annue, dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati ONS

pandemia, la risposta ad un livello di incertezza globale "alta" e "molto alta" è aumentata in concomitanza con la crisi geopolitica di inizio 2022. A novembre risulta ancora preponderante il numero delle aziende che ritiene il clima di incertezza superiore alla media. Secondo i Pmi di manifattura e dei servizi, il trend economico sarà in contrazione; ipotesi peraltro già anticipata dal -0,2% t/t del terzo trimestre di quest'anno.

Sia la Banca d'Inghilterra che l'Office for Budget Responsibility stimano un picco dell'inflazione a fine 2022 ed un suo rapido calo già a partire dal 2023. Sul fronte della crescita, la BoE immagina un periodo di recessione più lungo dell'OBR: la prima stima un dato negativo per il Pil anche nel 2024, mentre il secondo segnala già l'ipotesi di una crescita.

Considerando il supporto governativo al sistema economico nel suo complesso, la politica fiscale di breve periodo è ritenuta leggermente espansiva; diventerebbe neutrale nel biennio 2024-25 e restrittiva dal 2025.



REGNO UNITO: INFLAZIONE E INCERTEZZA PESANO SULLE PROSPETTIVE ECONOMICHE

Alessandra Mastrota*

Economist Servizio Studi BNL BNP Paribas

alessandra.mastrota@bnpparibas.com

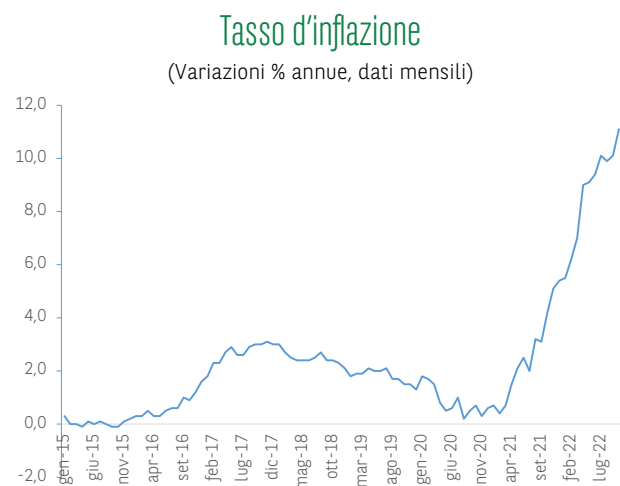
Un'economia in difficoltà

L'andamento economico del Regno Unito negli anni più recenti non si discosta da quello degli altri principali Paesi, in un quadro reso più complicato dalla decisione presa nel 2016 di uscire dall'Unione europea. L'applicazione dei protocolli d'intesa sulla Brexit è molto complessa, con il punto cruciale che resta la gestione del confine tra Regno Unito e Irlanda: per evitare il ritorno della frontiera fisica sull'isola irlandese, si è deciso di spostare la barriera doganale sul mare fra Irlanda del Nord e Gran Bretagna, con conseguenti effetti sugli interscambi fra le due aree, unite politicamente nel Regno Unito.

In una fase congiunturale in cui la crescita stava già rallentando (la Banca d'Inghilterra ha quantificato nell'11% la riduzione degli investimenti nel triennio che ha seguito il referendum), si è innescata la crisi del Covid-19 che ha comportato per il Regno Unito nel 2020 un calo del Pil superiore al 10%. Problematica anche la successiva fase di ripresa a causa delle difficoltà sorte nelle catene di approvvigionamento e di conseguenza nel riavviare un percorso ordinato dal lato dell'offerta: ne è derivato un sensibile disallineamento tra questa e la domanda. Ciò si è in primo luogo riflesso sul mercato delle materie prime: i netti rialzi delle quotazioni hanno avuto un immediato impatto sulla componente dell'inflazione legata all'energia, che si è successivamente diffusa anche sugli altri beni e sui servizi. Lo scoppio della crisi geopolitica fra Russia ed Ucraina ha complicato lo scenario, sia per l'ulteriore impatto sul costo delle materie

prime, sia per il clima di maggiore incertezza che ha comportato e che ancora comporta.

L'aumento dei prezzi che ha iniziato a caratterizzare lo scenario macro dei maggiori Paesi nei primi mesi del 2021, e che ha portato l'inflazione su livelli che non si vedevano da decenni, è avvenuto dopo anni in cui la maggior preoccupazione delle Banche centrali era stata quella di contrastare la disinflazione, nel timore che si potesse trasformare in deflazione. Nel Regno Unito la Banca centrale aveva portato il tasso base allo 0,10% e si era allineata a Fed e Bce nell'attuare una politica di acquisiti di titoli di Stato sul mercato secondario, scegliendo di agire con



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati ONS

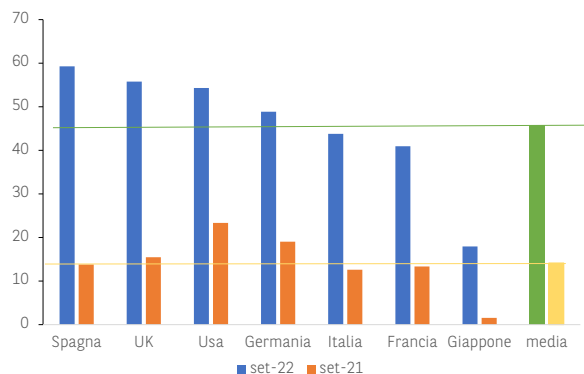
politiche monetarie non convenzionali (il cosiddetto Quantitative Easing) ultraespansive. Il drastico mutamento del quadro ha comportato un'inversione di rotta, e la prima a decidere di aumentare i tassi ufficiali e a ridurre il quantitative easing è stata proprio la Banca d'Inghilterra

* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice



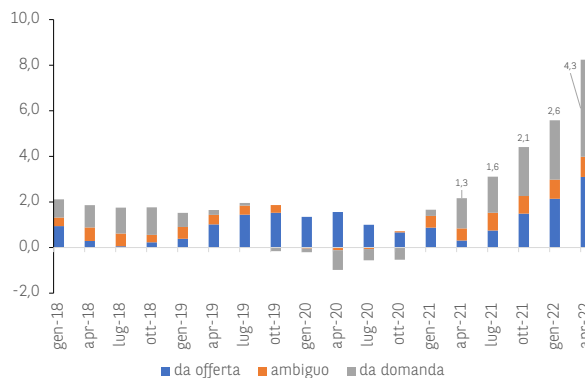
che ha effettuato il primo rialzo del tasso base a dicembre 2021; la Fed ha avviato il percorso di aumenti a marzo del 2022, la Bce a luglio.

Prodotti con tasso d'inflazione annua superiore al 6% (valore percentuale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Ocse

Componenti del tasso d'inflazione core del Regno Unito (valori %, dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Ocse

L'Ocse ha scomposto per alcuni Paesi le origini dell'inflazione core: da domanda, da offerta, ambiguo. L'analisi per il Regno Unito, che si ferma ad aprile del 2022, evidenzia una prevalenza della componente della domanda sul fenomeno inflattivo: il tasso dell'8,3% è composto da fenomeni legati alla domanda per il 4,3%, all'offerta per il 3,1%, non chiaramente attribuibile per lo 0,9%.

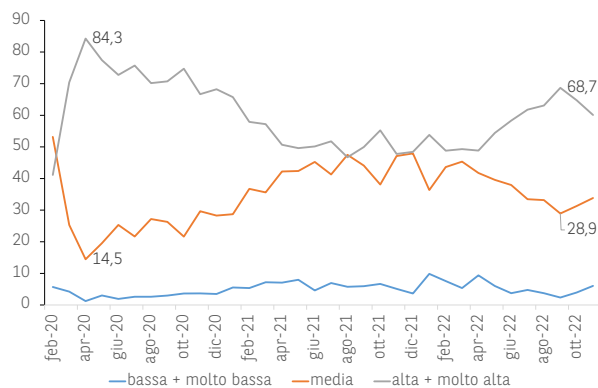
L'economia vista dal lato delle imprese

La necessità di impostare una politica monetaria rigorosa per ridurre l'inflazione, seppure associata ad una condotta fiscale ancora accomodante, ha un impatto negativo sulla crescita; un elemento molto importante è dato dalla perdurante incertezza a livello globale. I principali sondaggi condotti presso le aziende evidenziano questi aspetti.

Nel Regno Unito in occasione della Brexit è stato elaborato dalla Banca d'Inghilterra e dalle Università di Nottingham e Stanford un sondaggio effettuato in via continuativa, il Decision Market Panel (DMP): i dati vengono tradotti in una serie di indici di incertezza. L'ultima rilevazione, che risale a novembre 2022, evidenzia come l'indice di incertezza complessiva ¹ abbia registrato un picco all'inizio del periodo della pandemia, con quasi l'85% delle aziende interpellate che

Indice di incertezza

(dati in %, somma=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati DMP

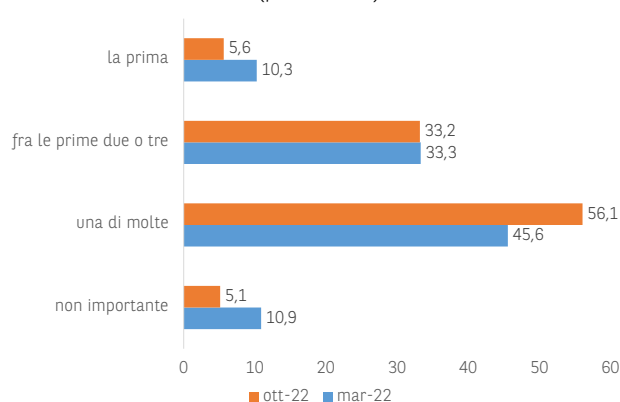
¹ Intesa come il livello di incertezza che si registra nel momento della rilevazione nel definire le vendite future.



indicavano una situazione di incertezza alta o molto alta. L'uscita dalla crisi del Covid ha avvicinato gli indici che definivano l'incertezza "alta+molto alta" e "media" su percentuali di poco inferiori al 50%, valori che sono tornati a divergere descrivendo uno scenario ancora difficile con lo scoppio della crisi geopolitica iniziata a febbraio 2022.

L'attuale crisi geopolitica come motivo di incertezza per le aziende

(percentuale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati DMP

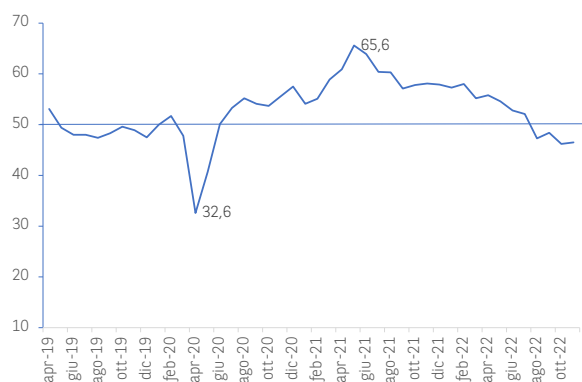
Benché l'incertezza complessiva si sia ridotta rispetto ad inizio anno, resta ancora nettamente preponderante il numero delle aziende che la ritiene superiore alla media. La crisi geopolitica è ritenuta la maggior causa dell'incertezza dal 5% delle aziende interpellate (era il 10% a marzo) e fra le prime due o tre da un terzo, mentre è "declassata" ad una delle molte da poco più di metà del campione. Interessante notare che parte dell'incertezza complessiva è ancora legata al fattore che ha originato questo sondaggio, la Brexit.

Un'altra indagine che viene utilizzata per cercare di anticipare i trend dell'economia è condotta presso i Direttori degli acquisti. I Purchasing Manager Index settoriali sono ritenuti una proxy dell'andamento

economico dei tre/sei mesi successivi alla rilevazione. I dati inglesi segnalano la possibilità di una recessione, ipotesi peraltro rafforzata da un dato a consuntivo del Pil già con il segno meno nel terzo trimestre di quest'anno. I Pmi evidenziano come la fase di recupero dell'economia dovuta alla riapertura dopo la pandemia abbia perso slancio da tempo: il picco nelle aspettative

Purchasing manager index manifattura

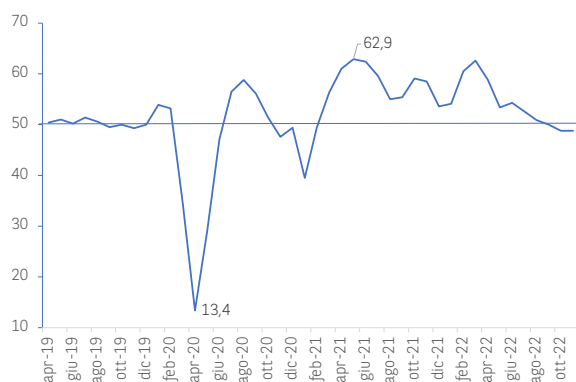
(valori superiori a 50=attese di crescita; inferiori a 50= attese di contrazione)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

Purchasing manager index servizi

(valori superiori a 50=attese di crescita; inferiori a 50= attese di contrazione)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

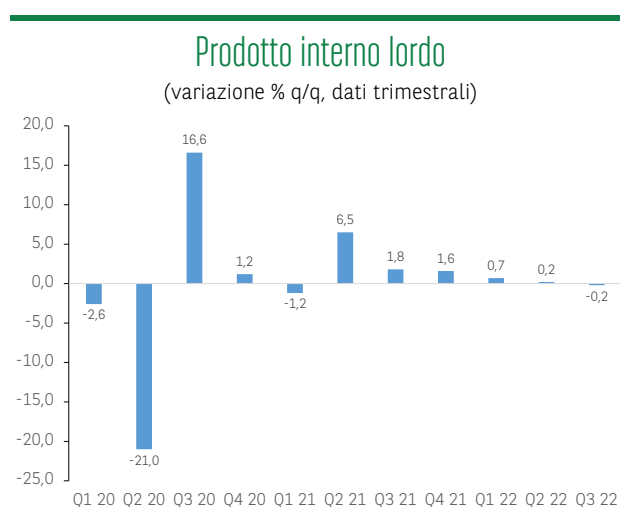
di sviluppo del settore manifatturiero risale a metà del 2021, è seguito da un rallentamento della crescita attesa e si conclude con le ultime quattro rilevazioni su valori compatibili con una contrazione economica. Meno netto il trend del settore dei servizi, che si è mantenuto su valori che anticipano un buon livello di crescita per un periodo più lungo, ma che si è portato sotto i 50 punti negli ultimi due mesi.



Le previsioni della Banca d'Inghilterra²

Secondo la BoE, nel Regno Unito l'inflazione dovrebbe restare superiore al 10% nel breve termine, condizionata soprattutto da fattori domestici quali un mercato del lavoro forte e le strategie di prezzo delle aziende; dovrebbe poi calare velocemente a partire da metà 2023 (fino a portarsi al di sotto del valore target del 2% nel medio termine), a causa dei tassi di interesse elevati, del rallentamento della domanda e dell'effetto statistico dell'attenuarsi delle variazioni annue nei costi dell'energia. A questo proposito, hanno un effetto positivo i provvedimenti presi dal governo a sostegno di famiglie ed imprese sul fronte dei costi energetici (EPG, Energy Price Guarantee), che ne limiterà in modo significativo gli incrementi e dovrebbe ridurre la volatilità dell'indice dei prezzi al consumo, ma al contempo, dando presumibilmente un contributo a sostenere la domanda, rischia di alimentare le dinamiche inflazionistiche sui beni e servizi non legati all'energia.

Secondo le stime della Banca centrale, il Regno Unito dovrebbe restare in recessione per un lungo periodo: il Pil è previsto in contrazione dal secondo semestre del 2022 fino al primo semestre del 2024, per l'impatto sui consumi delle condizioni finanziarie che diventeranno via via sempre meno accomodanti; successivamente la BoE ipotizza una ripresa molto graduale. Al momento sembra ancora esserci un ampio livello di eccesso di domanda, che tuttavia l'Istituto centrale si aspetta in riduzione alla luce del rallentamento economico e dell'impatto di questo sull'occupazione.



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati ONS

In linea con la nuova condotta di politica monetaria impostata dalla Banca centrale, i tassi d'interesse si sono mossi al rialzo, in particolar modo a settembre come risposta a politiche fiscali in un primo tempo molto accomodanti, successivamente rimodulate. Il conseguente forte rialzo dei rendimenti sulle obbligazioni, governative e non, il calo dei prezzi degli asset più rischiosi ed il deprezzamento della sterlina hanno costretto la BoE ad intervenire a sostegno delle quotazioni. Nonostante l'effetto positivo di queste manovre sui mercati, restano gli inevitabili effetti di una politica monetaria progressivamente sempre meno espansiva. I tassi sui nuovi mutui sono aumentati, e ciò si rifletterà sul quel 30% delle famiglie del Regno Unito che hanno un

mutuo. Circa un quarto dell'attuale stock raggiungerà il termine del periodo a tasso fisso tra il quarto trimestre del 2022 e la fine del 2023, e l'adeguamento alle nuove condizioni comporterà aggravii per le famiglie interessate.

Si registra già anche un aumento dei tassi sui prestiti alle aziende, associato ad una riduzione del credito a favore delle piccole e medie imprese. Il reddito delle famiglie dovrebbe calare dello 0,25% nel 2022 e dell'1,5% nel 2023, nonostante il sostegno dell'EPG. Il risparmio delle famiglie è rimasto elevato se confrontato al periodo precedente la pandemia e il tasso di risparmio dovrebbe nei prossimi anni salire dal 7,5% al 9%, in parte per un aumento della quota accantonata a scopo precauzionale a fronte di un peggioramento dell'occupazione. Gli

² Bank of England, "Monetary Policy Report" Novembre 2022.

investimenti dovrebbero essere molto contenuti nel breve periodo, e proseguire il calo in linea con la debolezza della domanda (legata anche ad un generalizzato rallentamento economico a livello globale) ed i rialzi dei tassi di interesse.

Il mercato del lavoro al momento si conferma solido, con un tasso di disoccupazione del 3,5% nei tre mesi fino ad agosto 2022 (il livello più basso dal 1974), quindi sotto il 4% ritenuto il valore di equilibrio nel lungo termine dalla Banca Centrale. Negli ultimi mesi si sono registrati aumenti salariali, circa il 6% annuo nei tre mesi fino ad agosto: un valore che, sebbene elevato rispetto al più recente passato, resta ancora inferiore all'inflazione corrente; si tratta tuttavia di una voce importante tra i prezzi dei servizi perché il lavoro è uno delle principali fonti di costo per le aziende. L'ipotesi da parte della BoE di una lunga recessione è affiancata dalle attese di un aumento del tasso di disoccupazione che nei prossimi anni potrebbe arrivare a circa il 6,5%.

Le misure del nuovo governo³ e le stime dell'OBR⁴

Il nuovo Piano governativo rimodula la politica fiscale delineata nel Growth Plan a settembre 2022 delineando un percorso a lungo termine più rigoroso, mentre si confermano nel breve termine i sostegni ai settori in maggiore sofferenza, soprattutto a causa dei costi energetici. A questo fine, sono stati predisposti aiuti mirati soprattutto alle aziende più piccole ed alle famiglie. Per queste ultime, è stato confermato l'EPG che pone un limite al prezzo per il gas e l'elettricità; la misura proseguirà almeno fino al 2024.

Secondo l'Office for Budget Responsibility, questa misura ha comportato una riduzione del picco inflazionistico di 2,5 punti percentuali. Il quadro macro delineato dall'OBR è in linea con quello della Banca centrale per quanto riguarda l'andamento dell'inflazione, mentre è più ottimista sullo scenario di crescita già a partire dal 2024. L'inflazione dovrebbe raggiungere un picco intorno all'11% nell'ultimo trimestre del 2022; l'erosione dei salari reali e degli

standard di vita è stimato nel 7% per il biennio 2023-24. Nel 2023 il tasso d'inflazione dovrebbe scendere rapidamente: la media dell'anno è ipotizzata al 7,4% nel 2023 ed allo 0,6% l'anno successivo. Il Regno Unito è un importatore netto di energia, con un'elevata dipendenza da gas e petrolio; l'aumento dei prezzi comporta che la spesa per l'energia sia attesa crescere all'8% del Pil rispetto al 2% del periodo pre-pandemico.

Il calo dei consumi e degli investimenti (questi ultimi nel secondo trimestre del 2022 erano ancora inferiori dell'8% rispetto al livello pre-pandemico), secondo l'OBR potrebbe portare ad una recessione che dal terzo trimestre del 2022 dovrebbe durare poco più di un anno: i tassi annui di variazione del Pil stimati indicano un -1,4% per il 2023 ed un +1,3% per l'anno successivo. Senza il supporto dell'EPG e di altre misure adottate, la recessione stimata per il 2023 sarebbe stata di oltre un punto percentuale più pesante. La previsione sul Pil del 2024 al +1,3% è nettamente superiore a quella indicata dalla Banca d'Inghilterra (-0,9%): la differenza

Rendimento Gilt 10 anni

(dati settimanali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

³ UK Government, "Autumn Statement 2022", 17 novembre 2022.

⁴ Office for Budget Responsibility, "Economic and fiscal outlook" Novembre 2022.



viene spiegata dall'OBR stesso con il fatto che la BoE stima un'inflazione leggermente più elevata (intorno all'1% contro il +0,6% dell'OBR che si spinge fino ad ipotizzare un -0,8% per l'anno successivo) ed un minor utilizzo dei risparmi per sostenere i consumi, oltre ad un'ipotesi di crescita della produttività più bassa e la stima di una partecipazione al mercato del lavoro più contenuta.

Per quanto attiene il mercato del lavoro, il governo prende atto che nel periodo post pandemico si è ridotto il tasso di partecipazione, soprattutto fra gli over-50. Nel terzo trimestre di quest'anno il tasso di disoccupazione è stato del 3,6%, il più basso degli ultimi 50 anni; allo stesso tempo, la ripresa economica ha determinato per la prima volta un numero di posti vacanti superiore a quello dei disoccupati.

In generale, considerando il supporto governativo al sistema economico nel suo complesso, la politica fiscale di breve periodo è ritenuta leggermente espansiva; diventerebbe neutrale nel biennio 2024-25 e restrittiva dal 2025.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL BNP Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

