

Sommario*

L'economia internazionale resta fortemente condizionata dalla pandemia. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha recentemente ridotto le stime sulla crescita del 2022, alla luce della diffusione della variante Omicron e delle persistenti interruzioni nelle catene di approvvigionamento globale. I prezzi delle materie prime sono rapidamente aumentati e l'inflazione al consumo si è diffusamente portata su valori superiori a quelli precedenti la pandemia. Le banche centrali hanno di conseguenza tarato l'orientamento della politica monetaria, annunciando percorsi di rientro dei programmi di acquisto dei titoli e preparando i mercati a rialzi dei tassi di interesse ufficiali.

L'anno scorso l'economia italiana ha recuperato velocemente, soprattutto in primavera e in estate; nel quarto trimestre il PIL ha rallentato, in concomitanza con la nuova ondata epidemica, raggiungendo comunque livelli poco al di sotto di quelli precedenti la recessione. Nel 2021 il PIL è aumentato di 6,5 punti percentuali, 1,3 punti più che nell'area dell'euro. Dal lato della domanda la ripresa è stata prevalentemente attivata dagli investimenti; in termini di offerta hanno recuperato soprattutto i settori dell'industria e dell'edilizia. Nonostante le moderate dinamiche del mercato del lavoro e dei salari, l'inflazione al consumo è fortemente aumentata, fino a circa il cinque per cento in gennaio; le variazioni dei prezzi in Italia l'anno scorso sono state meno pronunciate di quelle registrate nell'area dell'euro, configurando guadagni nella competitività di prezzo per le esportazioni. Gli indicatori congiunturali segnalano per l'inizio dell'anno una debole fase ciclica, che si rafforzerebbe dalla primavera.

In questa Nota l'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) aggiorna le proiezioni per l'economia italiana, predisposte in ottobre per la validazione del quadro macroeconomico della Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza (NADEF) 2021. Assumendo che le restrizioni per il contrasto alla pandemia vengano gradualmente rimosse, il PIL è stimato in aumento di quasi quattro punti percentuali quest'anno e di circa due nel prossimo. L'inflazione al consumo nel 2022 è attesa oltre il 3,5 per cento, su valori mai raggiunti dall'avvio dell'Unione Monetaria Europea; l'anno prossimo l'inflazione tornerebbe poco sotto il due per cento, sulla base delle ipotesi di flessione dei corsi petroliferi.

I rischi delle previsioni sulla crescita restano orientati prevalentemente al ribasso, non soltanto per l'emergenza sanitaria ma anche per la forte volatilità dei prezzi delle materie prime e degli attivi finanziari. Per quanto attiene all'inflazione prevalgono invece i rischi al rialzo, soprattutto sul 2023, in quanto le tensioni sui mercati delle materie prime e sull'offerta di beni intermedi potrebbero protrarsi più del previsto.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica; Nota completata con le informazioni disponibili il 2 febbraio 2022.

Il contesto internazionale

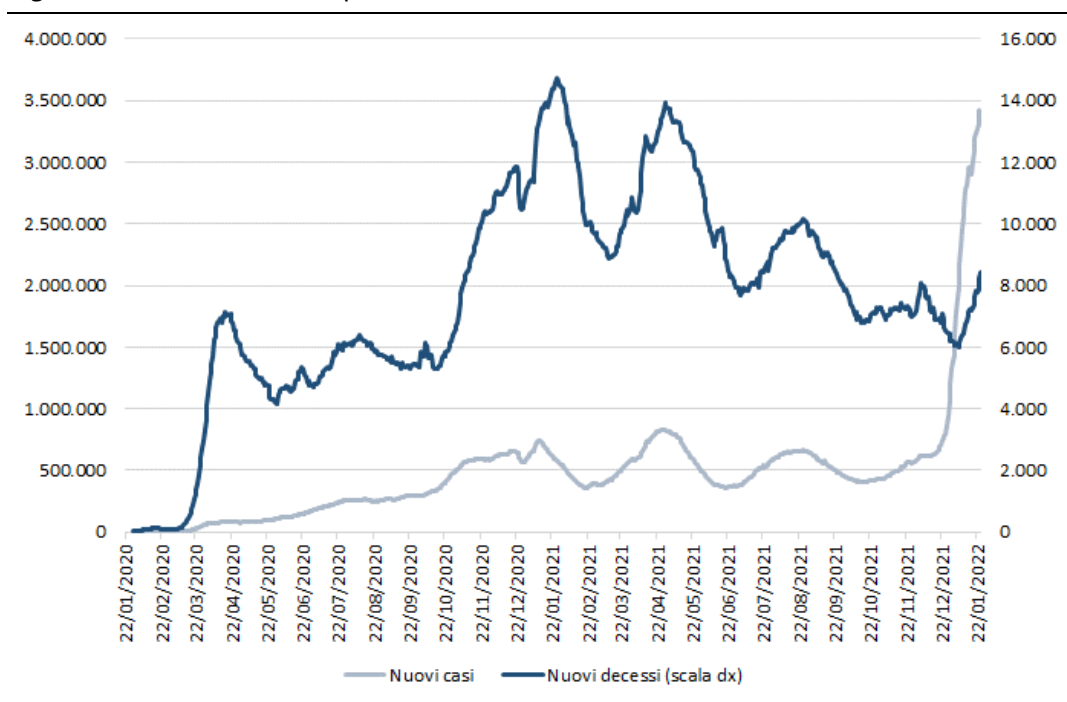
Nonostante la variante Omicron la crescita prosegue

Con il ritorno della stagione fredda il COVID-19 è tornato a diffondersi rapidamente (fig. 1). La nuova variante Omicron è più contagiosa delle precedenti, ma la sintomatologia appare meno grave, grazie anche alla diffusione dei vaccini la cui somministrazione a livello globale ha raggiunto quasi i dieci miliardi di dosi. Questi due elementi hanno fatto sì che le restrizioni all'attività economica, necessarie per contrastare la diffusione del virus, fossero più contenute che in passato. Permangono, tuttavia, forti differenze nel grado di copertura vaccinale tra i paesi avanzati e quelli in via di sviluppo.

La forte ondata di nuovi contagi, unitamente ai colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento, continua a frenare l'attività produttiva. In dicembre l'indice composito globale di fiducia dei direttori degli acquisti è rimasto pressoché stabile (fig. 2), su un valore coerente con l'espansione dell'attività economica ma comunque inferiore a quello di metà 2021; in relazione alle aree geografiche, alla flessione nei paesi avanzati si è contrapposto l'irrobustimento per i paesi in via di sviluppo.

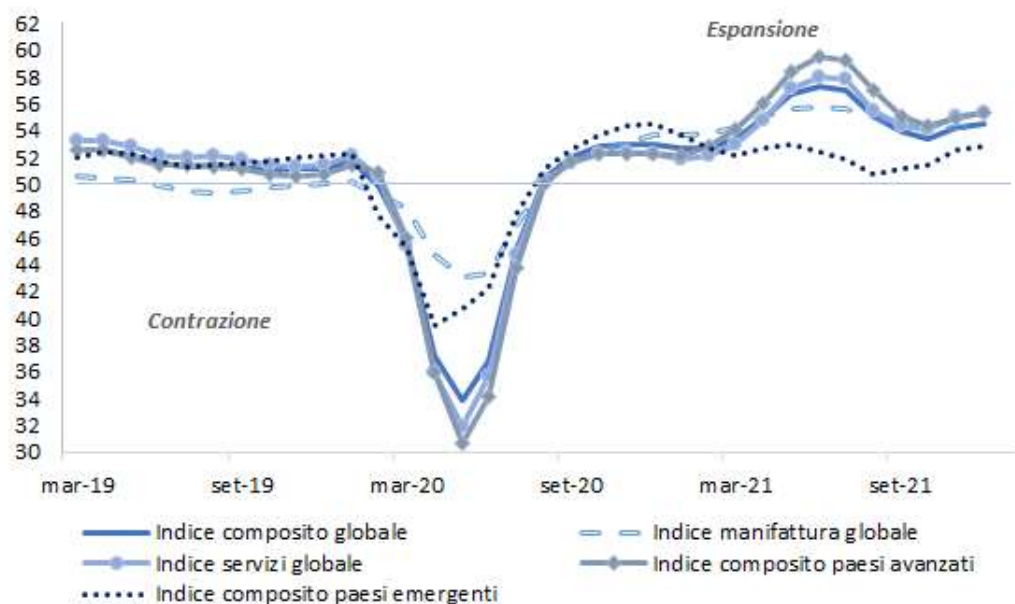
Negli Stati Uniti il quarto trimestre ha registrato una nuova accelerazione del prodotto che, dopo il rallentamento nel periodo estivo, è tornato a espandersi in linea con i primi due trimestri, oltre le aspettative degli operatori. La variazione annualizzata dell'ultimo trimestre, pari al 6,9 per cento, implica un aumento del PIL nel complesso del 2021 del 5,7 per cento. Nell'area dell'euro il PIL nel quarto trimestre ha decisamente rallentato,

Fig. 1 – Evoluzione della pandemia da COVID-19



Fonte: ourworldindata.com.

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



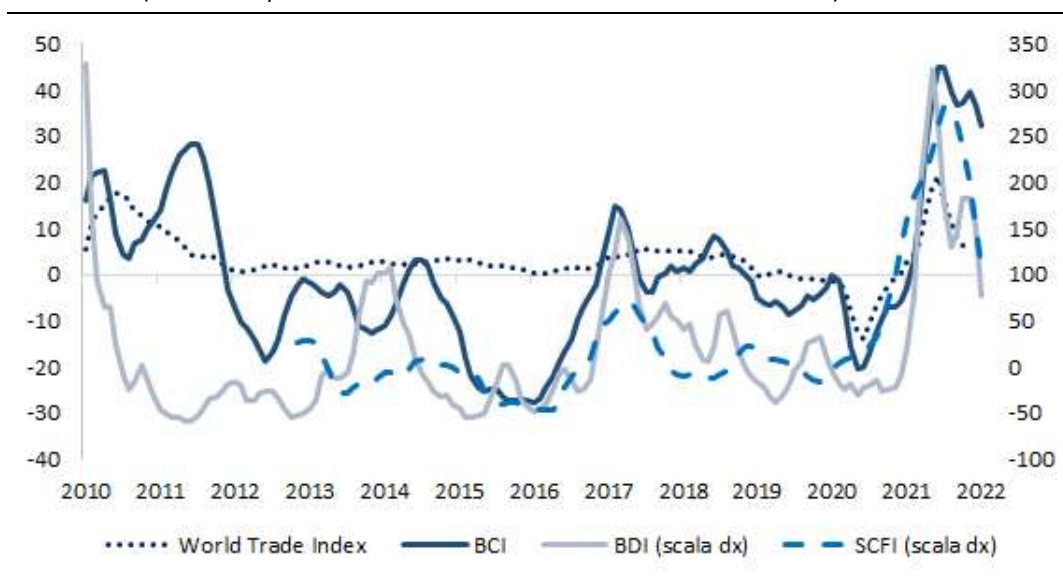
Fonte HIS Markit, JP Morgan.

da variazioni superiori al due per cento nel secondo e terzo trimestre allo 0,3 per cento, chiudendo così l'anno con una crescita del 5,2 per cento. In Cina nell'ultima frazione d'anno il PIL è aumentato dell'1,6 per cento in termini tendenziali, portando l'espansione per il complesso del 2021 all'8,1 per cento.

Le restrizioni nella logistica continuano a frenare il commercio internazionale

Gli scambi internazionali restano fortemente condizionati dai colli di bottiglia nelle catene globali di approvvigionamento, in particolare per la carenza di disponibilità delle navi cargo, dei *container* e dei mezzi per il trasporto su gomma. Ciò nonostante, dopo i continui rallentamenti registrati da aprile, in novembre il commercio mondiale rilevato dal Central Plan Bureau è cresciuto rispetto al mese precedente di due punti percentuali e la variazione acquisita per il 2021 è risultata pari al 10,2 per cento. Tali dati ancora non scontano la decelerazione verosimilmente registrata dagli scambi, a partire da dicembre, a causa della nuova ondata dell'epidemia. I costi della logistica, sebbene in lieve rallentamento negli ultimi due mesi (fig. 3), continuano a mostrare variazioni molto elevate rispetto a dicembre del 2019, del 100 per cento per le navi portacontainer (*Baltic Dry Index*) e del 400 per cento per i *container* stessi (*Shanghai Containerized Freight Composite Index*).

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



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

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

Le previsioni del FMI e i rischi globali

Lo scorso 25 gennaio il Fondo monetario internazionale (FMI) ha pubblicato gli aggiornamenti delle previsioni di ottobre. Le nuove stime scontano aspettative di crescita per l'anno corrente più contenute rispetto alle precedenti, principalmente a causa delle nuove restrizioni introdotte per arginare il diffondersi della variante Omicron e delle persistenti criticità nelle catene di approvvigionamento. Il prodotto interno lordo mondiale crescerebbe quest'anno del 4,4 per cento (tab. 1), con una revisione al ribasso di cinque decimi di punto percentuale rispetto alle stime di ottobre. Gli Stati Uniti scontano la revisione al ribasso del PIL più ampia, pari a 1,2 punti percentuali,

Tab. 1 – Previsioni del FMI

	WEO update gennaio 2022			Differenze da WEO ottobre 2021	
	2021	2022	2023	2022	2023
Prodotto mondiale	5,9	4,4	3,8	-0,5	0,2
<i>Economie avanzate</i>	5	3,9	2,6	-0,6	0,4
Stati Uniti	5,6	4,0	2,6	-1,2	0,4
Area dell'euro	5,2	3,9	2,5	-0,4	0,5
<i>Economie emergenti</i>	6,5	4,8	4,7	-0,3	0,1
Cina	8,1	4,8	5,2	-0,8	-0,1
Commercio mondiale	9,3	6,0	4,9	-0,7	0,4

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

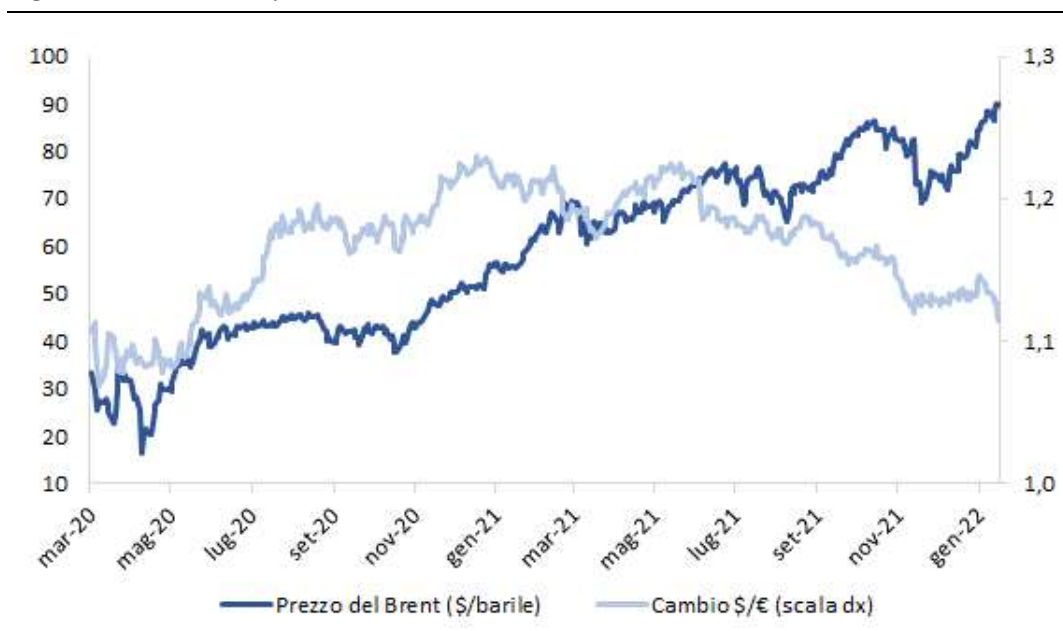
fermandosi al 4,0 per cento, mentre nell'area dell'euro la crescita attesa viene ridotta di 0,4 punti percentuali, al 3,9 per cento. Per quanto riguarda l'inflazione, il FMI anticipa una variazione dei prezzi nell'anno corrente ancora elevata, pari al 3,9 per cento nei paesi avanzati e al 5,9 nei paesi in via di sviluppo. Nel 2023 il prodotto interno lordo mondiale è atteso aumentare del 3,8 per cento, appena di più che nelle stime di ottobre.

Secondo il FMI i rischi del quadro globale restano orientati al ribasso. Oltre alle incertezze sull'evoluzione della pandemia, sulle strozzature dell'offerta e sulla volatilità dei prezzi delle materie prime, il FMI considera diversi fattori di rischio per la stabilità finanziaria. Le banche centrali dei paesi avanzati, che fronteggiano aumenti dell'inflazione oltre l'obiettivo, potrebbero non riuscire ad attuare la riduzione dello stimolo monetario in condizioni ordinate, ossia senza attivare impatti eccessivi sui flussi di capitale verso i paesi emergenti; per questi ultimi vi è poi un fattore specifico, relativo agli squilibri del mercato immobiliare in Cina. Si considerano inoltre i rischi, ormai strutturali, di tensioni geopolitiche e di eventi naturali avversi riconducibili anche all'emergenza climatica.

I prezzi delle materie prime sono molto volatili

Dalla scorsa estate le quotazioni delle materie prime hanno mostrato un'elevata volatilità, condizionata dalla ripresa economica, dalle limitazioni all'offerta e dall'evoluzione della pandemia. Il prezzo del petrolio ha intrapreso un sentiero crescente fino ad ottobre, si è ridotto in novembre ed è tornato a rincarare dall'ultima decade di dicembre; nei giorni recenti i prezzi del greggio hanno raggiunto i 90 dollari per barile (fig. 4). Le quotazioni del gas naturale hanno fatto registrare un'impennata

Fig. 4 – Prezzo del petrolio e tasso di cambio



Fonte: Refinitiv.

senza precedenti; dai valori di poco superiori agli 11 dollari per megawattora di fine dicembre 2019, si sono raggiunti i 180 dollari per megawattora il 21 dicembre scorso. Le quotazioni sono tuttavia estremamente volatili e sono tornate intorno ai 90 dollari per megawattora negli ultimi giorni di gennaio.

Dalla fine di novembre a tutto gennaio il cambio dollaro/euro si è stabilizzato intorno a 1,12, deprezzandosi rispetto ai valori che avevano caratterizzato l'inizio dell'estate (prossimi alla soglia di 1,20). A determinare l'indebolimento della valuta europea erano state le aspettative di un anticipo nella normalizzazione della politica monetaria da parte della Riserva Federale, per via dell'accelerazione dei prezzi al consumo e dell'attività economica più marcata negli Stati Uniti.

L'inflazione è ancora aumentata ma le aspettative di mercato restano ancorate

L'accelerazione dei prezzi, avviatasi lo scorso anno e inizialmente ritenuta un fenomeno temporaneo, si sta dimostrando più persistente del previsto². La variazione tendenziale dei prezzi al consumo ha raggiunto negli Stati Uniti il 7,0 per cento in dicembre e nell'area dell'euro il 5,1 per cento in gennaio (fig. 5). Questi valori rappresentano i massimi da giugno del 1982 per gli Stati Uniti e da luglio del 1991 per l'area dell'euro; nel complesso del 2021 nelle due aree l'inflazione media annua è stata pari al 4,7 e 2,6 per cento, i valori più alti dal 1990 e 2008 rispettivamente³. Alla luce dei più recenti sviluppi e riconoscendo che l'incremento dell'inflazione è destinato a perdurare più a lungo di quanto fino a poco tempo fa previsto, le banche centrali hanno iniziato a rivedere l'orientamento della politica monetaria. La Fed, che aveva avviato in novembre il processo di normalizzazione, nella riunione di gennaio ha ulteriormente ridotto gli acquisti mensili di titoli del Tesoro e di derivati sui mutui (rispettivamente a 20 e 10 miliardi di dollari), preannunciandone la fine in marzo e anticipando un primo aumento dei tassi di interesse di riferimento a breve termine. In Europa, la BCE in dicembre ha pianificato la riduzione degli acquisti di attività, fino ad annullare a fine marzo la componente relativa al piano pandemico; a parziale compensazione è stato rafforzato il piano di acquisti di attività *Asset Purchase Programme* (APP), a 40 miliardi di euro al mese nel secondo trimestre e a 30 nel terzo, per poi rientrare sui 20 miliardi mensili da ottobre in poi.

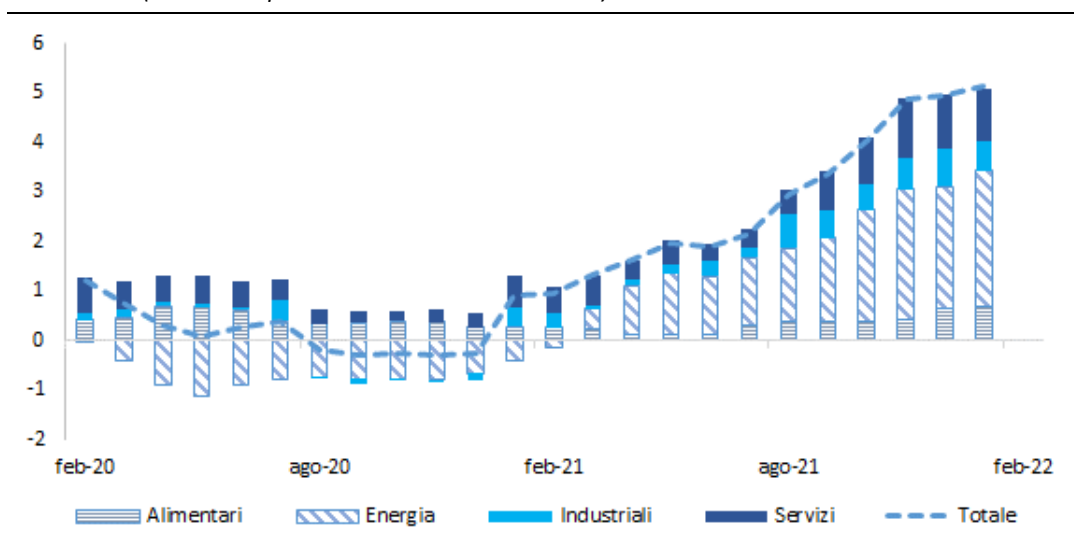
Nonostante i continui aumenti dell'inflazione sulle due sponde dell'Atlantico, le aspettative degli operatori sono rimaste pressoché invariate negli ultimi mesi. In particolare le attese a cinque anni per l'area dell'euro da novembre dello scorso anno si collocano intorno al 2,0 per cento, mentre per gli Stati Uniti risultano leggermente superiori, intorno al 2,5 per

² Nel riquadro "Il ritorno dell'inflazione globale: alcuni possibili scenari evolutivi" della Nota sulla congiuntura dell'UPB dell'ottobre scorso si tratteggiano i fattori sottostanti l'aumento dell'inflazione e i canali di trasmissione sull'attività economica, con l'ausilio di simulazioni del modello econometrico GEM di Oxford Economics.

³ Il dato annuo riportato è calcolato sulla base dei valori mensili.

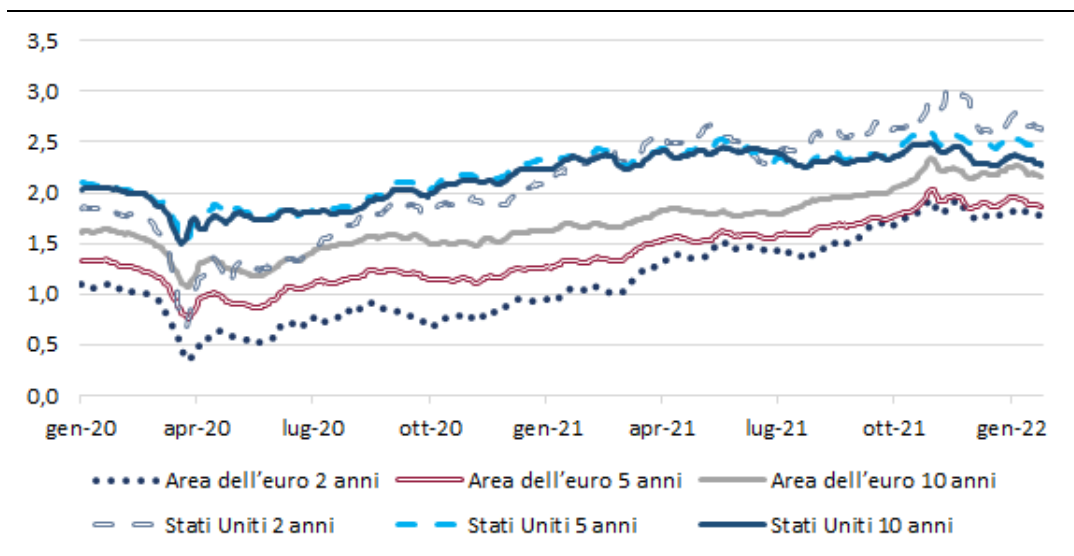
cento (fig. 6). Le stime sulle aspettative d'inflazione desumibili dalle quotazioni di attività finanziarie possono risentire della difficile identificazione della componente di rischio, tuttavia anche le attese rilevate dalle inchieste sulle aspettative dei consumatori (sia della Commissione Europea sia dell'Università del Michigan) evidenziano una sostanziale stabilizzazione da ottobre, dopo vari mesi di crescita⁴.

Fig. 5 – Inflazione nell'area dell'euro
(variazione percentuale annua e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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



Fonte: Refinitiv.

⁴ Le due indagini non sono immediatamente confrontabili, se non per l'orizzonte di dodici mesi; l'indagine della Commissione europea riporta il saldo (aumento meno riduzione) di un giudizio qualitativo sulle attese dei prezzi, mentre quella sugli Stati Uniti dell'Università del Michigan indica l'aspettativa verso un tasso di inflazione.

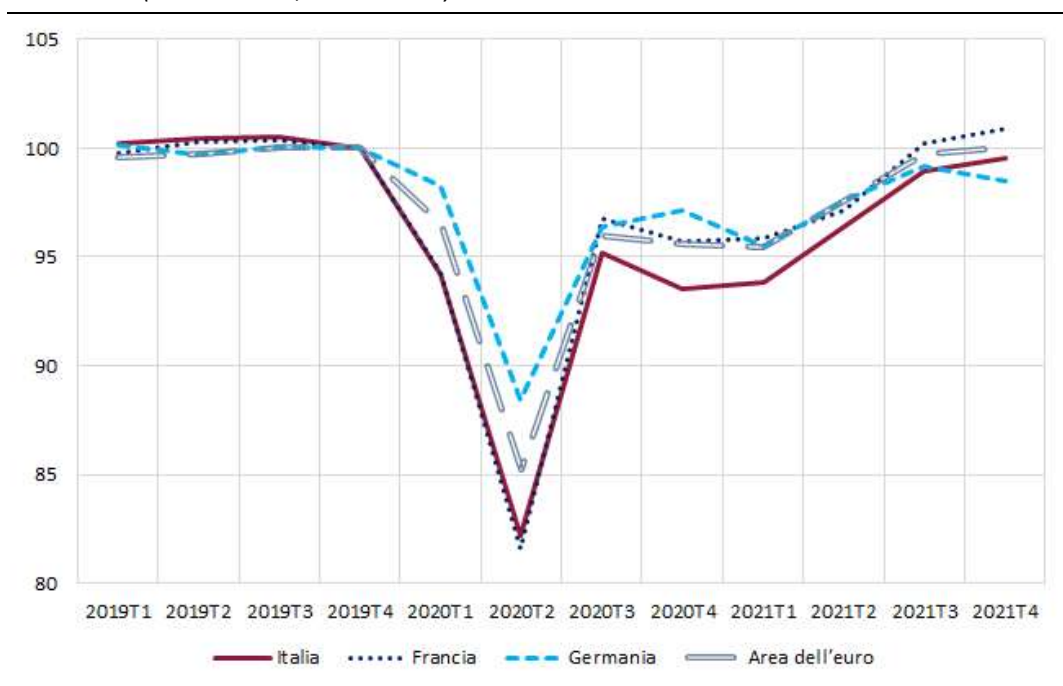
L'economia italiana

L'attività economica raggiunge livelli appena inferiori a quelli antecedenti la pandemia

Nel corso del 2021 si è registrato un rapido recupero dell'economia italiana, favorito anche dall'allentamento delle misure di contrasto al COVID-19. Al balzo del PIL nei mesi primaverili (del 2,6 per cento rispetto alla media del secondo trimestre) è seguito un incremento moderato nello scorcio finale del 2021. La stima preliminare del PIL, rilasciata dall'Istat a fine gennaio, indica una crescita congiunturale nella media ottobre-dicembre dello 0,6 per cento. Il livello di attività ha raggiunto valori inferiori di mezzo punto percentuale a quelli di fine 2019, in anticipo sulla Germania ma in lieve ritardo rispetto alla Francia e all'area dell'euro (fig. 7). Nel quarto trimestre si è espanso il valore aggiunto di industria e servizi, a fronte di una flessione del comparto agricolo. Dal lato della domanda, il contributo positivo della componente nazionale (al lordo delle scorte) è stato parzialmente eroso dall'apporto negativo della domanda estera netta.

Nel complesso del 2021, sulla base dei conti trimestrali, il PIL è aumentato del 6,5 per cento rispetto all'anno precedente, quando si era contratto dell'8,9; il trascinarsi statistico per l'anno in corso è di 2,4 punti percentuali.

Fig. 7 – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie
(numeri indice, 2019T4=100)



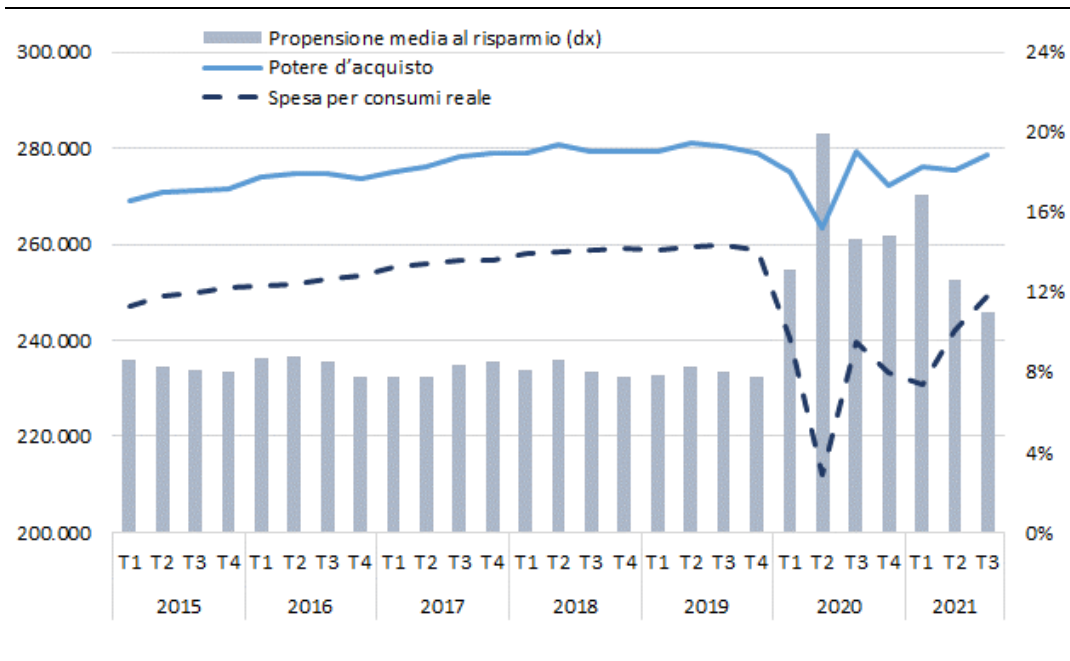
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Dopo il recupero in estate i consumi hanno nuovamente rallentato

Nel terzo trimestre i consumi privati sono cresciuti del 2,9 per cento in termini congiunturali, beneficiando dell'allentamento delle misure restrittive di contrasto alla pandemia, a riflesso della minore diffusione del virus nei mesi estivi; gli acquisti si sono orientati prevalentemente verso i servizi, che più si erano ridotti nelle prime ondate pandemiche. La spesa delle famiglie nel terzo trimestre è stata sospinta sia dall'aumento del potere di acquisto (pari all'1,2 per cento in termini congiunturali, corrispondente a una flessione di due decimi rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente) sia dal riassorbimento della propensione al risparmio (scesa all'11,0 per cento del reddito disponibile, dal 16,9 del primo trimestre), che tuttavia permane su livelli molto al di sopra di quelli antecedenti la pandemia (fig. 8).

In autunno gli acquisti delle famiglie hanno risentito della recrudescenza pandemica e del rialzo dell'inflazione, che ha eroso il reddito disponibile in termini reali. La variazione acquisita nel quarto trimestre dell'indice delle vendite al dettaglio (in volume) dell'Istat è modesta, per via della marcata flessione della componente dei beni alimentari; anche l'indicatore dei consumi di Confcommercio prospetta un deciso rallentamento nello scorcio finale dell'anno. Le famiglie restano prudenti: l'indice di fiducia dei consumatori è aumentato solo marginalmente nell'ultimo trimestre del 2021 e in gennaio ha segnato una marcata flessione, collocandosi a quota 114,2 (da 117,2 di dicembre); il deterioramento del clima di fiducia del mese scorso ha riflesso prevalentemente le attese sulla situazione economica dell'Italia.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

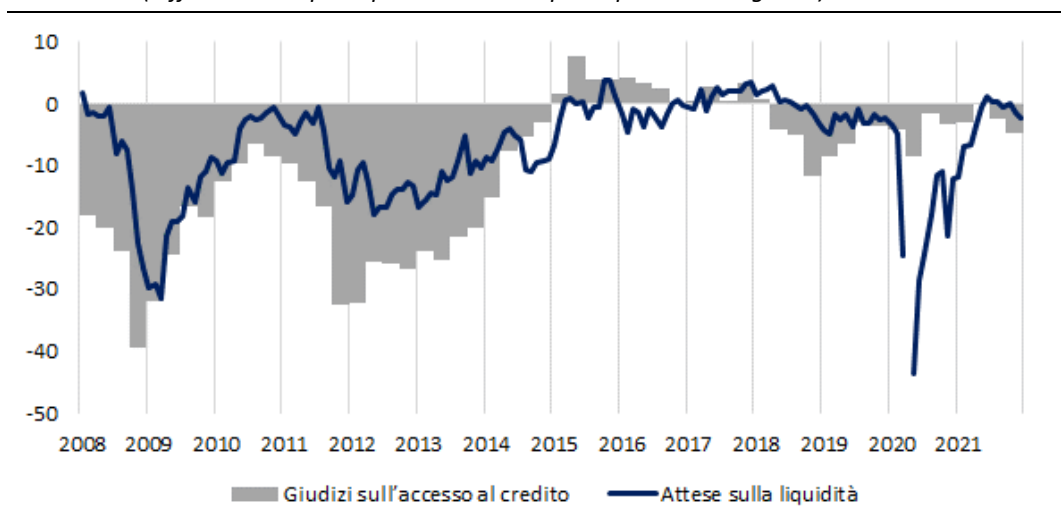
Dopo il balzo nel 2021 si prospettano condizioni meno favorevoli per gli investimenti

L'accumulazione di capitale l'anno scorso si è velocemente irrobustita, attestandosi su livelli superiori a quelli precedenti la pandemia per quasi sette punti percentuali, sulla base della variazione acquisita al terzo trimestre (15,5 per cento). L'andamento in corso d'anno degli investimenti è stato caratterizzato da una crescita congiunturale diffusa su tutti i trimestri, sebbene con una intensità differenziata. La dinamica dell'accumulazione nel 2021 ha riflesso il buon andamento della componente relativa a impianti e macchinari e, in misura superiore, di quella delle costruzioni, beneficiaria di consistenti incentivi governativi sul settore residenziale. Il tasso di investimento, rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, dopo aver raggiunto il valore più alto dell'ultimo decennio in gennaio-marzo (22,4 per cento), è progressivamente diminuito in corso d'anno, fino al 21,5 per cento nel terzo trimestre; la quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, ha interrotto la fase discendente che ha interessato la prima metà del 2021, per collocarsi in estate al 42,8 per cento.

Le inchieste qualitative prefigurano nel breve termine un sentiero di crescita moderata per l'accumulazione. Il grado di utilizzo degli impianti si è intensificato, raggiungendo nel quarto trimestre il 78,6 per cento, quasi quattro punti percentuali al di sopra della media dell'ultimo decennio. Tuttavia l'indagine di novembre/dicembre della Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle Aspettative di inflazione e crescita ha rilevato giudizi meno favorevoli sulle condizioni per investire, connessi ai ritardi nelle catene di fornitura e alla recrudescenza della pandemia, oltre che al rincaro dei costi energetici.

Anche lo scorcio finale del 2021 si è caratterizzato per il prevalere di condizioni distese dei mercati finanziari e del credito bancario (fig. 9), a riflesso della politica monetaria

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



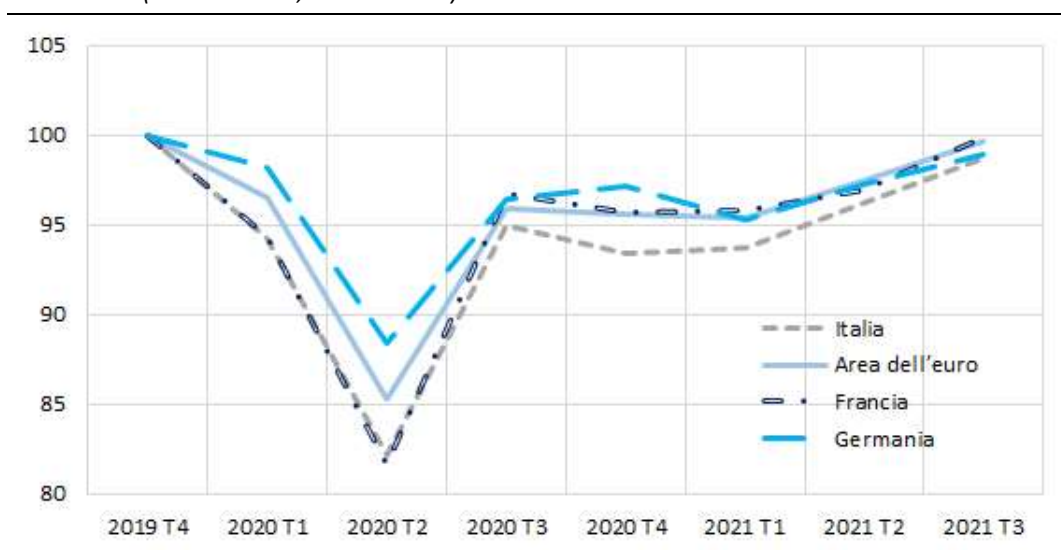
Fonte: Istat.

espansiva; nel quarto trimestre la domanda di credito delle imprese ha comunque ristagnato (0,2 per cento sui tre mesi precedenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno), in virtù delle cospicue disponibilità liquide accantonate nel corso della crisi pandemica. Per contro, i prestiti alle famiglie hanno segnato in novembre una robusta espansione (4,1 per cento sui tre mesi precedenti, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno), sospinta dalla componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni, che ha più che compensato la flessione del credito al consumo. Nel terzo trimestre il flusso dei nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti si è mantenuto pressoché stabile (all'1,1 per cento dall'1,0 nel secondo), al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno.

Le esportazioni vanno al passo dell'area dell'euro

La ripresa degli scambi commerciali e dei flussi turistici internazionali si è riflessa favorevolmente sulle esportazioni dell'Italia che nel 2021 si sono rapidamente rafforzate; nel terzo trimestre la variazione acquisita annuale ha raggiunto il 12,5 per cento, a fronte del crollo del 14,7 per cento nel 2020. In estate la variazione congiunturale delle vendite all'estero (3,4 per cento) è risultata maggiore di quella dei principali *partner* europei, all'1,7 per cento per la Germania e al 3,0 per cento per la Francia; il ritardo rispetto ai valori pre-crisi delle esportazioni italiane si è sostanzialmente allineato a quello dell'area dell'euro (fig. 10). L'anno scorso le esportazioni italiane sono state favorite anche dal miglioramento della competitività di prezzo, in quanto i rialzi dei prezzi interni sono stati meno pronunciati di quelli dei nostri competitori esteri. Riguardo ai mercati di sbocco, i dati sui beni indicano che le vendite all'estero dell'Italia nella media dei mesi estivi si sono prevalentemente orientate

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

all'esterno dell'Unione europea, mentre quelle all'interno hanno registrato una dinamica più moderata.

Le informazioni più recenti, di commercio con l'estero di beni, delineano un quadro incerto: il volume delle esportazioni ha pressoché ristagnato in ottobre e novembre; i dati su dicembre, limitati alle vendite in valore verso i paesi extra-UE, anticipano una battuta d'arresto. Segnali relativamente più favorevoli emergono tuttavia dalle inchieste qualitative: l'indagine trimestrale sulla fiducia delle imprese esportatrici, condotta in dicembre dall'Istat, riporta un miglioramento dei giudizi degli ordini dall'estero e del fatturato sui mercati internazionali, mentre le attese sulle vendite all'estero di gennaio sono migliorate rispetto alla media del trimestre estivo.

Anche le importazioni l'anno scorso hanno registrato un deciso aumento (la variazione acquisita al terzo trimestre è pari al 13,0 per cento, simile al calo del 2020), a riflesso del processo di ricostituzione delle scorte di magazzino e della tonicità della domanda interna. Nei primi nove mesi del 2021 l'incremento delle importazioni (per tre quarti attribuibile alla componente dei beni e per la restante parte a quella dei servizi) ha sottratto oltre 2,3 punti percentuali alla crescita dell'attività economica, determinando quindi un apporto pressoché nullo al PIL della domanda estera netta.

Le indicazioni settoriali recenti

Gli indicatori congiunturali settoriali degli ultimi mesi delineano una moderata fase espansiva, pur in presenza di numerosi segnali di rallentamento.

L'attività nella manifattura si è progressivamente irrobustita in corso d'anno; la crescita congiunturale dell'1,9 per cento in novembre ha portato la produzione industriale su valori superiori a quelli antecedenti la pandemia (febbraio 2020), per circa tre punti percentuali. Nello scorcio finale del 2021 il PMI manifatturiero si è mantenuto nell'area di espansione, tuttavia in gennaio si è registrata una flessione, di quasi due punti (a 58,3) rispetto a dicembre; il peggioramento ha riflesso non solo il perdurare delle tensioni nella logistica, nella disponibilità dei materiali e nei costi di produzione ma anche il rallentamento degli ordini e le carenze del personale a causa del COVID-19. Anche l'indice dell'Istat sulla fiducia del settore ha scontato una flessione, di oltre un punto rispetto dicembre.

Alla fine del trimestre estivo la produzione delle costruzioni è risultata superiore a quella del periodo precedente la pandemia per 11,0 punti percentuali, beneficiando degli incentivi fiscali nel settore residenziale, ma aumentando sensibilmente anche nelle componenti dei fabbricati e altre opere. Il clima di fiducia dell'edilizia ha consolidato lo scorso anno la fase espansiva iniziata nella primavera del 2020, rimanendo pressoché invariato in gennaio. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto in settembre e ottobre da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, ha rilevato

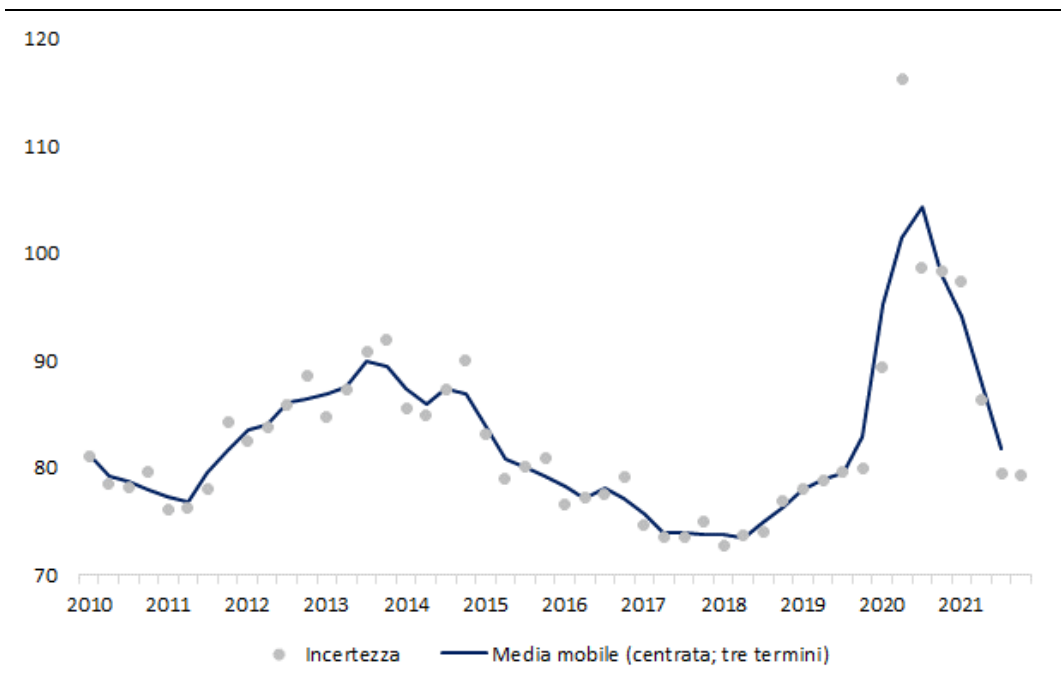
pressioni al rialzo sui prezzi di vendita; il miglioramento nei giudizi sulla domanda, osservato nella prima metà del 2021, sembra essersi arrestato, infatti gli sconti richiesti dal venditore rispetto al prezzo iniziale sono tornati ad aumentare, seppure lievemente.

Il settore dei servizi, che nel 2020 aveva risentito più di tutti gli altri delle misure di contenimento a contrasto della pandemia, ha cominciato a recuperare a partire dalla primavera, beneficiando del progressivo allentamento delle restrizioni alle attività economiche e alla mobilità. Il PMI del comparto è aumentato, sospinto dai nuovi ordini, fino ad agosto (58,0), per poi indebolirsi fino a raggiungere in dicembre il valore di 53,0. Una dinamica analoga ha caratterizzato l'indice di fiducia dei servizi rilevato dall'Istat, per il quale al picco registrato in luglio è seguita una progressiva flessione; la tendenza si è intensificata in gennaio, con un calo di circa 15 punti rispetto al mese precedente.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, nel quarto trimestre si è stabilizzato rispetto alla media luglio-settembre, mentre è sensibilmente peggiorato in gennaio. L'incertezza di famiglie e imprese, rilevata dall'indice dell'UPB, è rimasta pressoché invariata nella parte finale dello scorso anno (fig. 11), con un lieve calo della componente delle imprese compensato dall'incremento di quella dei consumatori.

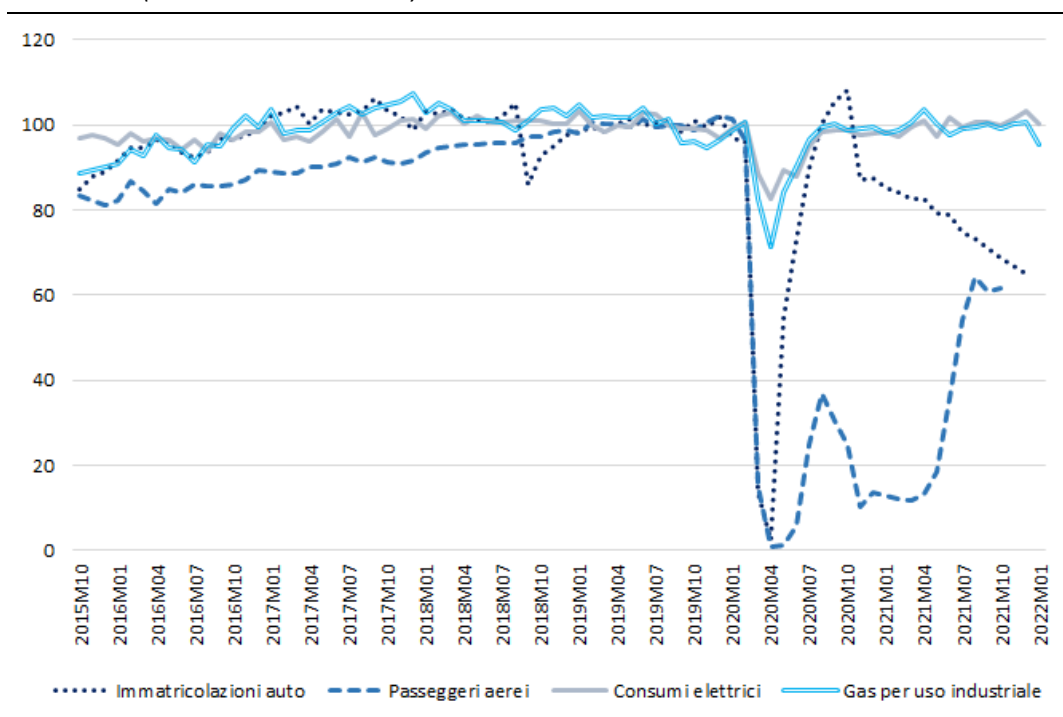
Il quadro di eterogeneità settoriale trova conferma nelle variabili quantitative più tempestive (fig. 12). Nel periodo ottobre-dicembre i consumi elettrici e quelli di gas per usi industriali si sono attestati su livelli simili a quelli osservati prima dell'emergenza

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.

sanitaria, per flettere successivamente in gennaio. Il traffico aereo di passeggeri è aumentato marcatamente nei mesi estivi, per poi stabilizzarsi comunque molto al di sotto dei flussi precedenti la crisi pandemica. Anche le immatricolazioni di autoveicoli sono decisamente inferiori a quelle del 2019 e non accennano a recuperare; il mercato dell'auto risente della carenza di componenti elettroniche, connessa alle strozzature nell'offerta.

L'occupazione recupera lentamente e la dinamica salariale è moderata

Le condizioni del mercato del lavoro, che erano decisamente migliorate nella primavera scorsa, si sono indebolite nel terzo trimestre nonostante la dinamicità dell'attività economica. L'incremento dell'*input* di lavoro totale (1,4 per cento) si è più che dimezzato rispetto ai precedenti tre mesi, in larga misura per la frenata nel comparto delle costruzioni (allo 0,3 per cento, dal 2,7 nel secondo trimestre), portando quindi l'elasticità delle ore lavorate al prodotto al di sotto dell'unità. Il divario dal livello precedente l'emergenza sanitaria (-3,0 per cento rispetto al quarto trimestre del 2019) è stato sostanzialmente recuperato nell'industria in senso stretto e in misura maggiore nelle costruzioni, ma resta ampio (-4,7 per cento) nei servizi.

L'incremento delle ore lavorate in estate ha anche riflesso la progressiva riduzione del ricorso alle misure di integrazione salariale; la minore dinamicità del numero delle

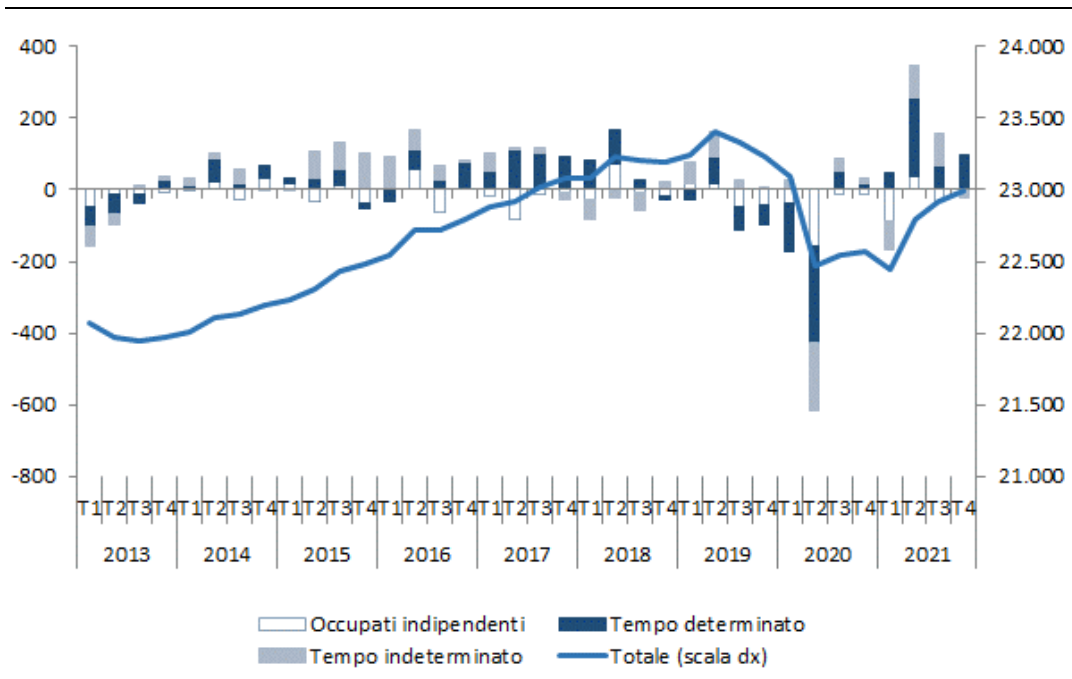
persone occupate (0,5 per cento) ha risentito del rallentamento dei nuovi posti di lavoro, in particolare a termine.

La fase di moderazione dell'occupazione è proseguita nel trimestre scorso (0,3 per cento), a sintesi di un incremento della componente a tempo determinato del lavoro dipendente (3,2 per cento) e di una lieve flessione di quella a carattere permanente (fig. 13).

Nel complesso del 2021, gli occupati sono aumentati moderatamente (0,7 per cento). Il numero di occupati è risultato ancora inferiore ai livelli pre-pandemia (1,2 per cento in meno in dicembre 2021 rispetto all'analogo mese del 2019); ha interamente recuperato l'occupazione dipendente, in particolare la componente a tempo determinato, mentre la ripresa è stata parziale per il lavoro autonomo. Il ritorno sui livelli precedenti la pandemia ha soprattutto riguardato la componente più giovane dell'occupazione (con meno di 35 anni) e quella femminile, che aveva risentito in maggior misura delle restrizioni adottate nel 2020. Anche per i tassi di attività il recupero verso i valori pre-crisi è stato più rapido per le donne, i giovani (25-34 anni) e la componente più anziana delle forze di lavoro.

Sulla base dei dati amministrativi delle comunicazioni obbligatorie, relativi al settore privato non-agricolo, nel 2021 l'aumento delle attivazioni nette (quasi 600.000 posizioni lavorative in più rispetto al 2020) è derivato principalmente dai contratti a tempo determinato (364.000 in più). L'incremento delle posizioni permanenti è stato comunque significativo, sospinto dalle maggiori assunzioni e trasformazioni a tempo

Fig. 13 – Occupazione dipendente e indipendente
(variazioni congiunturali destagionalizzate assolute; livelli)



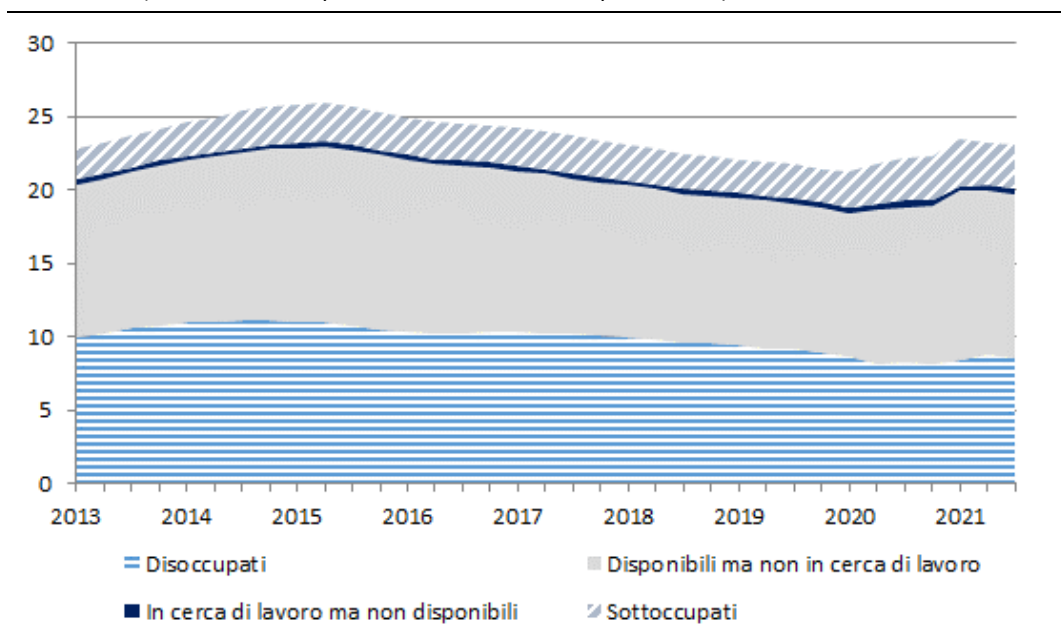
Fonte: Istat.

indeterminato di contratti a termine. I licenziamenti nella manifattura e nelle costruzioni, dopo il rialzo registrato in luglio in concomitanza con il parziale allentamento del blocco, sono ritornati simili a quelli medi del 2021. Anche l'aumento registrato in novembre nei settori per i quali il divieto è stato rimosso il 31 ottobre (come l'abbigliamento, il tessile e le calzature) è stato temporaneo.

Il ricorso agli strumenti di integrazione salariale, già in attenuazione nei primi due trimestri del 2021, si è ridotto in misura più marcata a partire dai mesi estivi. Le ore di Cassa integrazione guadagni (CIG) e dei fondi di solidarietà autorizzate nel terzo trimestre sono nettamente diminuite (44,3 per cento in meno rispetto ai precedenti tre mesi, quando il calo era stato dell'8,1 per cento), soprattutto per la CIG con causale "COVID-19". La tendenza è proseguita nel quarto trimestre, quando le ore autorizzate per l'emergenza sanitaria sono state circa un quinto di quelle dell'anno precedente.

La contrazione del numero di persone in cerca di occupazione, iniziata nel secondo trimestre, si è intensificata nel terzo (-5,4 per cento rispetto ai precedenti tre mesi, 134.000 persone in meno), soprattutto per la componente maschile e nelle regioni settentrionali. L'offerta di lavoro è tuttavia rimasta nel complesso stabile sui livelli dei precedenti tre mesi, per effetto del miglioramento dell'occupazione. Ne è seguito un calo del tasso di disoccupazione al 9,2 per cento, sei decimi in meno rispetto al secondo trimestre. È contestualmente proseguito il riassorbimento, graduale, del numero di individui inattivi e quindi anche del grado di inutilizzo del fattore lavoro (al 23,0 per cento; fig. 14).

Fig. 14 – Disoccupazione, sottoccupazione e forza di lavoro potenziale (1)
(medie mobili a quattro termini; incidenze percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

(1) Età di riferimento 15-74 anni.

Nello scorcio finale dell'anno il tasso di disoccupazione si è mantenuto sostanzialmente invariato (al 9,1 per cento), per effetto di lievi miglioramenti sia del tasso di occupazione (al 58,9 per cento, 0,4 punti percentuali in più rispetto al terzo trimestre) sia del tasso di attività.

La crescita delle retribuzioni contrattuali orarie nel terzo trimestre si è confermata moderata (0,7 per cento su base tendenziale), nonostante la chiusura di diversi accordi nel comparto industriale (la quota di contratti da rinnovare è scesa al 39,3 per cento nel settore privato, dal 73,1 del trimestre iniziale del 2021); la dinamica salariale è invece risultata nulla nella Pubblica amministrazione. La variazione su base annua delle retribuzioni contrattuali nei primi nove mesi dell'anno è stata appena inferiore a quella delle retribuzioni orarie di fatto.

Nei mesi finali del 2021 la crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta moderata, nonostante il marcato aumento dell'inflazione al consumo; gli aumenti salariali previsti dagli accordi contrattuali sono infatti allineati alle attese, molto caute, sull'indice IPCA al netto degli energetici importati (stimato in aumento dell'1,1 per cento nel prossimo triennio)⁵.

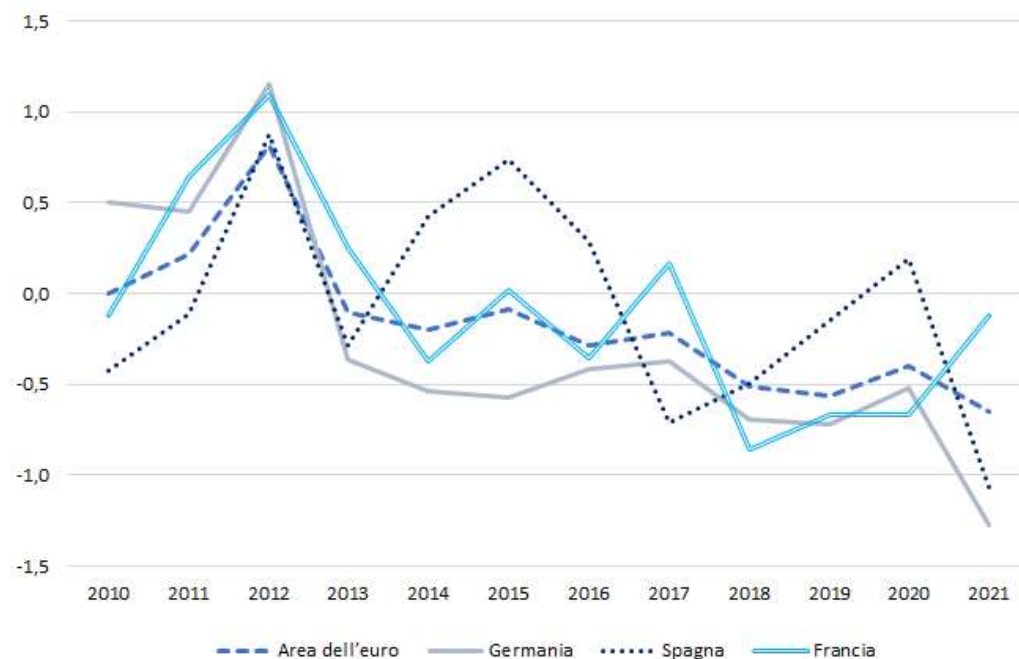
Il costo orario del lavoro è aumentato nel terzo trimestre (1,6 per cento su base tendenziale), recuperando parte della flessione dei precedenti tre mesi, per effetto di una decelerazione delle ore complessivamente lavorate più marcata rispetto a quella del monte redditi. La dinamica su base annua della produttività oraria si è attestata su ritmi appena negativi, contribuendo alla crescita del CLUP.

L'inflazione al consumo ha raggiunto valori prossimi al cinque per cento

L'anno scorso si è caratterizzato per marcati aumenti di prezzo, diffusi tra le voci di spesa, tra cui spiccano quelle dei beni energetici. L'inflazione al consumo ha raggiunto in media d'anno l'1,9 per cento (da -0,2 del 2020), il valore più elevato dal 2012; nel corso del 2021 le variazioni tendenziali dei prezzi si sono progressivamente intensificate, passando dall'uno per cento dei mesi primaverili a circa il quattro a fine anno. L'inflazione italiana è stata comunque inferiore a quella dell'area dell'euro (2,6 per cento nel 2021), rispetto alla quale l'anno scorso si è ampliato il differenziale negativo (fig. 15).

⁵ La previsione per il triennio 2021-23 dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) al netto dei prezzi dell'energia importata è stata pubblicata dall'Istat nel mese di giugno 2021, quando le attese sull'inflazione erano ancora moderate.

Fig. 15 – Differenziale di inflazione dell'Italia con l'area dell'euro e i maggiori partner (1)
(differenze sulle variazioni percentuali tendenziali annuali)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

(1) Nel grafico si riportano le differenze tra le variazioni tendenziali medie annue dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) dell'Italia rispetto a quelle dell'area dell'euro e degli altri maggiori paesi europei.

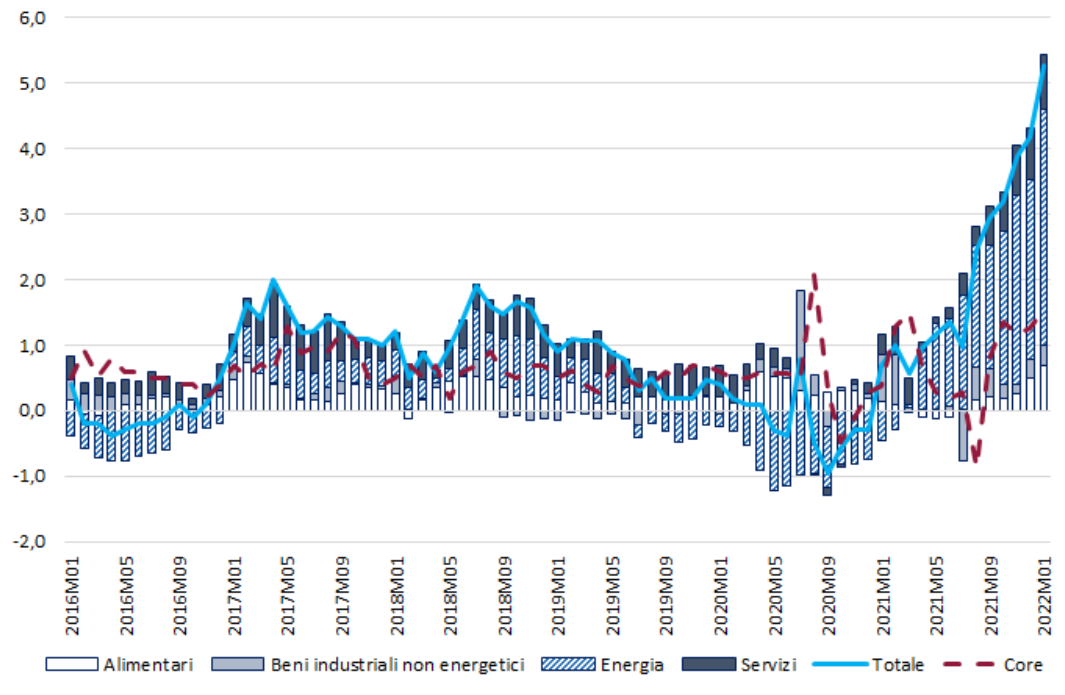
In gennaio la crescita tendenziale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo ha bruscamente accelerato, raggiungendo il 4,8 per cento (dal 3,9 del mese precedente) come non si registrava dal 1996. L'impennata deriva da incrementi fortissimi per i prezzi dei beni energetici (del 38,6 per cento, da 29,1 di dicembre) e più moderati per quelli dei beni alimentari (3,5 per cento da 2,6) e dei servizi ricreativi culturali e della cura della persona (3,5 per cento da 2,3). L'indice armonizzato europeo dell'inflazione italiana, basato su un paniere e su definizioni leggermente diverse, è aumentato in gennaio su base annua oltre il cinque per cento (5,3 dal 4,2 di dicembre).

L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, pur rimanendo in media d'anno contenuta (0,8 per cento nel 2021, dallo 0,5 nel 2020) si è intensificata sul finire del 2021, per poi stabilizzarsi in gennaio su un valore maggiore di quello pre-COVID per circa un punto percentuale (1,5 per cento rispetto allo 0,5 in gennaio 2020) (fig. 16).

L'inflazione acquisita per il 2022 si è portata al 3,4 per cento (dall'1,8 di dicembre) per la componente generale e all'1,0 per cento per quella di fondo (dallo 0,6 per cento).

Dall'estate scorsa sono aumentate le voci di spesa interessate da rincari superiori sia all'1,0 per cento (intorno al 50 per cento dei beni nel secondo semestre) sia al 2,0 (circa il 30 per cento dei beni da agosto in poi; fig. 17).

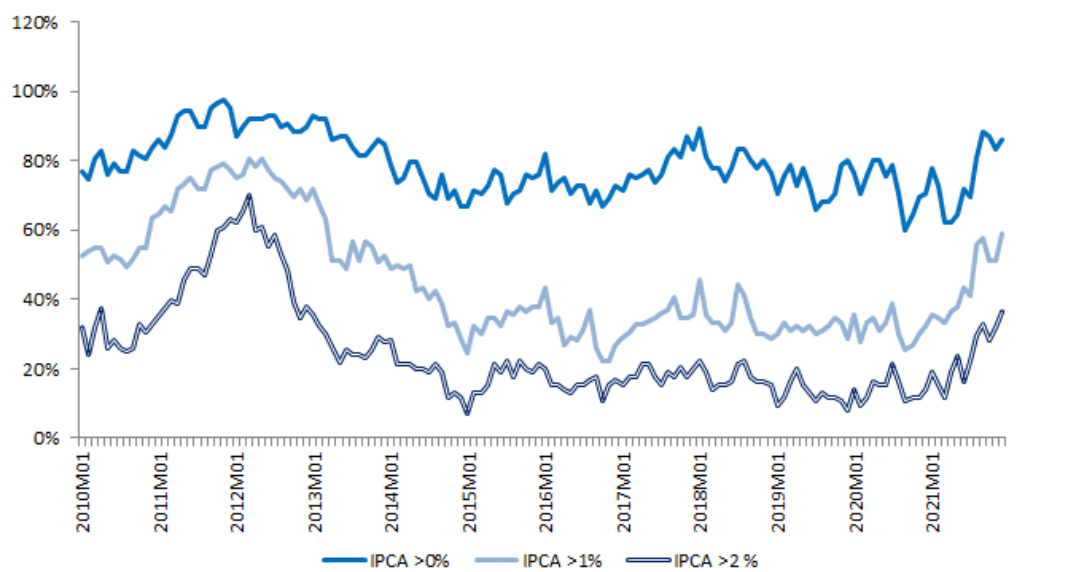
Fig. 16 – Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), sue componenti e indice core (1)
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazione su dati Eurostat.

(1) Nel grafico si riportano i contributi alla crescita delle componenti settoriali dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato.

Fig. 17 – Incidenza di voci elementari del paniere dell'IPCA con variazioni dei prezzi superiori a determinate soglie (quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

L'aumento dell'inflazione al consumo è stato attivato dalle tensioni a monte del processo produttivo, di matrice sia estera sia interna, che si sono accentuate sul finire dell'anno. In novembre la crescita su base annua dei prezzi all'importazione ha raggiunto il 15,9 per cento (in estate era intorno al 12,0), per via di rincari soprattutto dei beni intermedi e di consumo durevoli.

I prezzi alla produzione nell'industria si sono impennati dall'estate, registrando in media d'anno una crescita di oltre il dieci per cento (22,6 per cento tendenziale in dicembre a fronte del 9,1 in giugno); gli incrementi hanno riguardato tutte le componenti, tra cui spiccano, oltre agli energetici, quelle dei beni intermedi (oltre il 18 per cento in dicembre su base tendenziale). Un'analoga tendenza si è riscontrata nel settore delle costruzioni, per il quale l'aumento tendenziale è quasi raddoppiato nel secondo semestre, sia per gli edifici sia per strade e ferrovie. Nel terziario le tendenze inflattive restano invece modeste (1,3 per cento tendenziale nel terzo trimestre), coerentemente con la più debole fase ciclica, ad eccezione di alcuni picchi nel settore dei trasporti (come quello marittimo e aereo).

Le aspettative di inflazione di imprese e famiglie, rilevate nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat, sono aumentate nella seconda metà dell'anno. I consumatori, meno tempestivi delle imprese, hanno rivisto radicalmente al rialzo le attese in autunno; il saldo pesato di quanti prevedono incrementi rispetto a riduzioni è passato dal valore di 8,7 di luglio a 69,4 di gennaio, un livello mai raggiunto negli ultimi venti anni. Le imprese invece già da giugno hanno iniziato a modificare le aspettative, cosicché a fine anno quasi la metà di esse attendeva prezzi in aumento. Di analoga intonazione è l'ultima Indagine su aspettative di inflazione e crescita della Banca d'Italia, secondo la quale le principali cause dei rincari sono da rintracciare nei costi energetici e nelle difficoltà nelle catene di fornitura. Secondo la rilevazione di IHS Markit presso i direttori degli acquisti della manifattura, in gennaio le pressioni sui prezzi si sono attenuate solo lievemente, in quanto i costi dei materiali, la carenza degli stessi e le tariffe per i trasporti e per l'energia sono rimasti elevati.

Il deciso rialzo dell'inflazione ha impatti eterogenei tra gli operatori economici. I rincari dei beni energetici incidono soprattutto sui bilanci delle famiglie con minori capacità reddituali, che destinano a tali beni una quota elevata della loro spesa. Nel caso delle imprese i costi energetici pesano in gran parte sui bilanci delle imprese industriali, soprattutto quelle energivore della metallurgia, della chimica, della lavorazione della carta e del legno, della ceramica e del cemento. Per questi settori sarà difficile nell'immediato traslare a valle sui prezzi di vendita tutti i rincari, in un periodo di domanda ancora incerta, con l'inevitabile tendenza all'erosione dei margini di profitto.

Le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana

In questa Nota si aggiornano, per il periodo 2021-23, le previsioni per l'economia italiana formulate dall'UPB in ottobre, in occasione della validazione del quadro macroeconomico della Nota di aggiornamento del DEF (NADEF) 2021. L'esercizio incorpora le informazioni più recenti sul contesto epidemiologico ed economico, in particolare con riferimento al PIL del trimestre scorso. Riguardo alla politica di bilancio si considerano le misure previste dalla legge di bilancio per il 2022 e dal Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR).

L'attività economica nel triennio 2021-23

Il preconsuntivo per il 2021 tiene conto dell'incremento congiunturale del PIL nell'ultimo trimestre (0,6 per cento secondo la stima preliminare dell'Istat), sulla base del quale il PIL è aumentato del 6,5 per cento nel 2021 (tab. 2). Quest'anno l'attività economica continuerebbe ad espandersi, del 3,9 per cento; dopo un primo trimestre molto debole a causa della recrudescenza pandemica, la crescita è attesa in rafforzamento dalla primavera, avvantaggiandosi del progressivo miglioramento delle condizioni sanitarie. Entro il semestre in corso l'attività raggiungerebbe i livelli di fine 2019. Nel 2023 il PIL proseguirebbe il graduale percorso di normalizzazione, rallentando all'1,9 per cento, anche per via dell'intonazione meno espansiva delle politiche economiche.

Le previsioni assumono la completa attuazione dei programmi di investimento del PNRR, concordati in sede comunitaria, oltre che la piena efficacia delle misure di politica monetaria della BCE, attese in graduale riassorbimento a partire da quest'anno. Il complesso delle misure di stimolo finanziate con i fondi europei e con la manovra di bilancio per il 2022 sosterrrebbe il PIL per circa tre punti percentuali nel triennio 2021-23 (si veda al riguardo il Riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo e l'impatto della politica di bilancio").

Le stime sul PIL presentate in questa Nota appaiono all'interno dell'intervallo delle attese più recenti degli altri analisti. Tuttavia, poiché le altre previsioni (tab. 3) sono state diffuse prima della pubblicazione (il 31 gennaio) del dato sul PIL del trimestre scorso, vi sono delle differenze rispetto a quelle che si basavano sulla precedente serie storica. Nell'effettuare i confronti occorre inoltre tenere conto dell'eterogeneità delle ipotesi adottate per le esogene internazionali, oltre che per la finanza pubblica.

Tab. 2 – Previsioni dell'economia italiana (1)

	2020	2021	2022	2023
ESOGENE INTERNAZIONALI				
Commercio internazionale	-8,6	10,3	5,5	4,2
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	41,8	70,7	84,3	77,4
Cambio dollaro/euro	1,14	1,18	1,13	1,15
QUADRO ITALIANO				
PIL	-8,9	6,5	3,9	1,9
Importazioni beni e servizi	-12,9	12,4	5,8	5,8
Consumi finali nazionali	-7,8	4,1	3,2	1,9
- Consumi famiglie e ISP	-10,7	5,1	4,2	2,7
- Spesa della PA	1,9	1,0	0,1	-0,4
Investimenti	-9,2	16,1	6,5	4,9
Esportazioni beni e servizi	-14,0	12,7	5,9	3,8
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL				
Esportazioni nette	-0,8	0,5	0,2	-0,5
Scorte	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Domanda nazionale al netto scorte	-7,7	6,0	3,7	2,4
PREZZI E CRESCITA NOMINALE				
Deflatore importazioni	-4,1	7,1	5,2	0,6
Deflatore esportazioni	-0,5	4,4	3,7	0,8
Deflatore consumi	-0,3	1,9	3,6	1,8
Deflatore PIL	1,2	1,3	2,5	1,7
PIL nominale	-7,9	7,9	6,5	3,6
MERCATO DEL LAVORO				
Costo lavoro per dipendente	2,8	1,4	1,7	1,9
Occupazione (ULA)	-10,3	6,1	4,2	1,8
Tasso di disoccupazione	9,3	9,5	9,1	8,9

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione (percentuale), il tasso di cambio e il prezzo del petrolio (livelli). Per effetto degli arrotondamenti sui tassi di crescita, alla prima cifra decimale, la somma delle variazioni delle quantità in volume e dei relativi deflatori può non coincidere con le dinamiche nominali.

Tab. 3 – Recenti previsioni su PIL e prezzi al consumo dell'Italia
(variazioni percentuali annue)

		PIL			Prezzi al consumo		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
REF.ricerche ⁽¹⁾	27-gen	6,3	3,7	2,7	1,8	3,6	1,1
Oxford Economics ⁽¹⁾	25-gen	6,3	4,4	2,5	1,9	3,0	-0,1
Fondo monetario internazionale	25-gen	6,2	3,8	2,2	-	-	-
Banca d'Italia ^{(1) (2)}	21-gen	6,3	3,8	2,5	1,9	3,5	1,6
Consensus Economics	22-gen	6,3	4,2	2,2	1,9	3,0	1,3
Prometeia ⁽¹⁾	20-gen	6,3	4,0		1,9	2,4	-
OCSE ^{(1) (2)}	02-dic	6,3	4,6	2,6	1,8	2,2	1,6
CER ⁽¹⁾	15-nov	6,4	4,3	2,4	1,9	3,0	2,2

(1) Dato corretto per i giorni lavorativi. – (2) Indice dei prezzi armonizzato.

Le previsioni sulle componenti della spesa

Nel periodo di previsione l'attività economica in Italia sarebbe trainata dalle componenti interne di domanda, in quanto il supporto degli scambi con l'estero e della variazione delle scorte sarebbe marginale nella media del 2021-23.

I consumi delle famiglie nel 2021 si sarebbero incrementati di oltre cinque punti percentuali, recuperando meno di metà della contrazione registrata nell'anno della crisi pandemica. L'espansione della spesa privata beneficerebbe della possibilità per le famiglie di attingere alle elevate consistenze di risparmio accumulate a scopo precauzionale nel 2020; vi contribuirebbe anche il miglioramento delle aspettative, conseguente all'allentamento delle restrizioni alla mobilità individuale. Il potere d'acquisto sarebbe nuovamente aumentato (per circa due punti percentuali), grazie anche all'impulso derivante dal bilancio pubblico. I consumi privati mostrerebbero un temporaneo indebolimento all'inizio dell'anno in corso, risentendo di comportamenti di spesa delle famiglie più cauti per via della recrudescenza pandemica, oltre che della perdita di potere d'acquisto determinata dall'impennata dei prezzi. Si stima tuttavia che entrambi i fattori siano temporanei e che il miglioramento delle condizioni sanitarie favorisca la ripresa degli acquisti nei prossimi trimestri. La spesa delle famiglie crescerebbe del 4,2 per cento nella media del 2022, mentre rallenterebbe al 2,7 per cento l'anno prossimo. Il riassorbimento del tasso di risparmio, dagli elevati livelli raggiunti nel 2020, risulterebbe graduale, per cui resterebbe ancora superiore ai valori pre-crisi nel 2023.

Il processo di accumulazione di capitale ha recuperato rapidamente i livelli precedenti l'epidemia, soprattutto per l'impulso fornito dalla componente delle costruzioni, che ha beneficiato degli interventi finanziati attraverso il bilancio pubblico. Si stima che gli investimenti complessivi siano cresciuti in misura considerevole nel 2021 (16,1 per cento). L'espansione proseguirebbe a ritmi più contenuti nel biennio 2022-23 (5,7 per cento nella media del periodo), trainata dall'aumento della spesa in macchine e attrezzature (6,7 per cento) più che da quella in costruzioni. Entrambe le componenti beneficerebbero del consolidarsi della ripresa ciclica, di condizioni finanziarie ancora distese oltre che delle misure di stimolo previste nel PNRR e nella legge di bilancio. L'incidenza tra investimenti complessivi e PIL si porterebbe quasi al 21 per cento nel 2023, la quota di investimenti pubblici sul totale dell'accumulazione di capitale salirebbe oltre il 18 per cento, un valore storicamente elevato.

La crescita delle esportazioni complessive nel 2021 (12,7 per cento) sarebbe stata superiore a quella del commercio internazionale, segnalando guadagni di competitività nel settore manifatturiero; la componente dei servizi è stata inoltre sospinta dal riavvio dei flussi turistici, soprattutto nel periodo estivo. Il recupero delle importazioni dell'anno scorso (12,4 per cento), di poco inferiore a quello delle vendite all'estero, sarebbe stato sostenuto sia dalla forte attivazione della domanda interna sia dal temporaneo rafforzamento dell'euro. Nel biennio 2022-23 le esportazioni rallenterebbero su una

dinamica allineata a quella del commercio internazionale, per cui le quote di mercato estero delle produzioni italiane rimarrebbero pressoché invariate. La decelerazione degli acquisti dall'estero nel 2022-23 sarebbe meno marcata, in quanto le componenti di domanda a elevato contenuto di beni esteri, come gli investimenti in beni strumentali, resterebbero sostenute. Il *surplus* del conto corrente della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL si ridurrebbe molto gradualmente nel biennio finale di previsione.

Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione

Il mercato del lavoro migliorerebbe a ritmi moderati nel periodo di previsione, recuperando interamente i livelli di *input* lavorativo pre-crisi soltanto nell'anno finale delle proiezioni. L'occupazione in termini di unità di lavoro standard (ULA), dopo essere diminuita in misura superiore rispetto al PIL nell'anno della recessione pandemica, sarebbe aumentata nel 2021 (6,1 per cento), sostanzialmente in linea con l'espansione del PIL e proseguirebbe ad espandersi similmente all'attività economica anche nella media del periodo 2022-23 (3,0 per cento). Gli occupati invece aumenterebbero meno dei ritmi produttivi su tutto l'orizzonte di previsione, intorno all'1,0 per cento nel biennio 2022-23. Il tasso di disoccupazione fletterebbe gradualmente nel biennio 2022-23.

L'inflazione misurata attraverso il deflatore dei consumi, che nel 2020 era stata lievemente negativa, sarebbe aumentata poco al di sotto del due per cento l'anno scorso, sospinta dalle componenti più volatili, in particolare dei prodotti energetici. Nell'anno in corso le imprese aumenterebbero i propri listini di vendita per effetto delle tensioni sulle catene di fornitura e degli incrementi delle tariffe di gas ed elettricità; i conseguenti rincari dei costi di produzione verrebbero traslati sui prezzi al dettaglio. Si stima tuttavia che tali effetti sarebbero temporanei, in quanto inciderebbero solo marginalmente sulla dinamica salariale, che si rafforzerebbe in misura molto graduale nel biennio di previsione (1,8 per cento, in media, per le retribuzioni *pro capite*). Nel 2022 il deflatore dei consumi crescerebbe del 3,6 per cento, un valore che non si registrava dalla seconda metà degli anni novanta. L'anno prossimo la variazione del deflatore dei consumi diminuirebbe poco sotto il due per cento, per il venire meno degli effetti base rispetto agli elevati livelli raggiunti quest'anno, oltre che per la flessione ipotizzata per i prezzi del greggio sulla base delle quotazioni a termine; alla luce della forte volatilità recentemente registrata sui mercati delle materie prime tali ipotesi sono tuttavia circondate da forti margini d'incertezza, per cui vanno interpretate con cautela. La dinamica del deflatore del PIL risulterebbe inferiore a quella del deflatore dei consumi nella media del periodo di previsione, attestandosi intorno al due per cento nella media del biennio 2022-23. Il PIL nominale recupererebbe i valori pre-crisi nel corso di quest'anno.

Le previsioni relative alla dinamica dei prezzi in questa Nota si collocano in prossimità dell'estremo superiore delle previsioni degli altri analisti (tab. 3), che sono state però

formulate prima della diffusione del dato sull'inflazione al consumo di gennaio; poiché questo dato è risultato maggiore delle attese degli analisti privati è da ritenere che nelle prossime settimane diversi previsori rivedranno al rialzo le stime sulla dinamica dei prezzi dell'Italia.

Principali revisioni rispetto alle previsioni di ottobre

Rispetto al quadro macroeconomico formulato dall'UPB in ottobre, in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni della NADEF 2021, sono state sensibilmente modificate le variazioni annuali, ma con impatti limitati sui livelli alla fine dell'orizzonte previsivo. Al rialzo di sette decimi di punto percentuale sulla crescita del PIL nel 2021 si è contrapposta la correzione al ribasso per un punto percentuale nel 2022-23. Le revisioni nel periodo 2021-22 sono principalmente ascrivibili alle componenti di domanda interna, mentre il cambiamento sul 2023 è imputabile alla minore espansione delle esportazioni, conseguente al peggioramento delle ipotesi sul commercio internazionale.

Con riferimento alle variabili di prezzo, rispetto alle previsioni dell'UPB di ottobre la dinamica del deflatore dei consumi è stata innalzata per tre decimi di punto percentuale nel 2021, per oltre due punti quest'anno e per quasi mezzo punto nel 2023. La correzione del deflatore del PIL è stata significativa nell'anno in corso (per circa un punto percentuale) e marginale nel prossimo.

Rischi per la previsione

Lo scenario dell'economia italiana è circondato da rischi di varia natura, prevalentemente orientati al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione.

Le previsioni per i primi mesi dell'anno in corso poggiano sull'ipotesi che l'ondata di contagi in corso non crei ulteriori tensioni sul sistema sanitario, tali da richiedere nuove restrizioni alle attività produttive. La variante Omicron ha reso evidente che i tempi necessari per il superamento della pandemia sono ancora molto incerti; tuttavia, allo strumento dei vaccini si comincia ad affiancare quello dei farmaci antivirali, che migliorerebbero il decorso della malattia soprattutto per le categorie più fragili.

In un'ottica di medio periodo, il contesto dell'economia internazionale delineato dai maggiori previsori appare relativamente favorevole, ma se le frizioni nella logistica e i colli di bottiglia nell'offerta nonché il balzo dei costi energetici dovessero riassorbirsi più lentamente di quanto atteso vi sarebbero rischi sulla dinamica della domanda estera per l'Italia.

Vi è inoltre un rischio connesso all'ipotesi dell'integrale, tempestivo ed efficiente utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma NGEU, al fine di attuare i progetti di investimento predisposti con il PNRR. Questo presuppone l'effettiva disponibilità di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, soprattutto nel settore delle costruzioni; in caso contrario, tale comparto potrebbe mostrare vincoli dal lato dell'offerta nell'assestare l'irrobustimento della domanda pubblica, attenuando gli effetti moltiplicativi sugli altri settori produttivi ed esacerbando le tensioni sui prezzi.

Nel medio termine non si può escludere anche uno scenario favorevole, in quanto le elevate consistenze di risparmio accumulate a scopo precauzionale dalle famiglie durante la recessione favorirebbero un recupero della spesa per consumi più rapido se l'incertezza si riducesse stabilmente. Tuttavia l'aumento dell'inflazione in atto potrebbe risultare più persistente di quanto prefigurato dalle autorità monetarie; in tal caso l'aumento dei prezzi intaccherebbe il potere d'acquisto delle famiglie e potrebbe attivare ulteriori reazioni delle banche centrali.

In un orizzonte temporale meno ravvicinato, sarà cruciale l'intonazione delle politiche economiche e l'avversione al rischio dei mercati. Quando la pandemia sarà debellata e l'economia mondiale tornerà a crescere stabilmente occorrerà ridurre gli squilibri finanziari accumulati. Eventuali sfasamenti nei cicli di ripresa tra paesi potranno incidere sui premi al rischio richiesti dai mercati per le economie con livelli di indebitamento particolarmente elevati, con ripercussioni sulla stabilità finanziaria che inciderebbero anche sulla spesa di famiglie e imprese. Per i paesi dell'Unione europea tali rischi dipenderanno anche dal nuovo sistema di regole di bilancio, sul quale il dibattito è in corso.

Per quanto attiene alla dinamica dei prezzi i rischi sono in prevalenza al rialzo, in particolare per il 2023. I mercati delle materie prime, soprattutto energetiche, sono in questa fase molto volatili, per cui le ipotesi di una flessione delle quotazioni nell'orizzonte previsivo potrebbero rivelarsi superate in breve tempo. Inoltre le strozzature nell'offerta di beni intermedi e i rincari nei servizi di trasporto potrebbero risultare più persistenti di quanto atteso.

Riquadro – Le ipotesi dell’esercizio previsivo e l’impatto della politica di bilancio

Le ipotesi sul contesto internazionale. L’esercizio si riferisce al triennio 2021-23 ed è basato su variabili esogene internazionali aggiornate (sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili al 31 gennaio). In particolare, si assume: 1) il commercio mondiale di beni e servizi in forte espansione nel 2021 (10,3 per cento), in marcata decelerazione quest’anno (5,5, per cento) e più leggera nel prossimo (4,2 per cento); 2) il mantenimento di condizioni monetarie estremamente espansive, con il tasso di interesse a breve nell’area dell’euro negativo nell’orizzonte di previsione; 3) il tasso di cambio del dollaro rispetto all’euro in deprezzamento a 1,14 nella media del periodo 2022-23 (da 1,18 nel 2021); 4) un balzo del prezzo del greggio a 70,7 dollari per barile nel 2021 e, secondo le quotazioni dei mercati *futures*, un ulteriore aumento a 84,3 quest’anno e una leggera flessione nel prossimo.

Le ipotesi e gli impatti della finanza pubblica. Il quadro di finanza pubblica incorpora i provvedimenti previsti dalla legge di bilancio per il 2022 e le misure introdotte con il decreto legge fiscale (DL 146/2021) nonché le informazioni più recenti sull’attuazione del PNRR. Sulla base di simulazioni effettuate dall’UPB, con il modello MeMo-It, gli impatti espansivi relativi al triennio 2021-23 possono essere ripartiti tra quelli attivati dalle misure di bilancio e quelli connessi alla realizzazione dei progetti del PNRR. L’effetto sul PIL dello stimolo dovuto alle misure finanziate con il bilancio pubblico è stimato in poco meno di un punto percentuale nel complesso del periodo, mentre i fondi europei eserciterebbero una spinta di circa due punti percentuali. L’effetto congiunto di tali provvedimenti sarebbe pertanto stimato in una maggiore espansione cumulata del prodotto di quasi tre punti di PIL nel periodo 2021-23.