

Sommario*

L'economia e il commercio mondiale continuano a irrobustirsi, beneficiando dei progressi delle campagne vaccinali e del graduale adattamento delle attività produttive alla pandemia; le diverse varianti epidemiche alimentano però nuove ondate di contagi, che potranno incidere sulla tempistica e sull'intensità della ripresa. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha recentemente migliorato, soprattutto per i paesi avanzati, le attese sulla crescita formulate in aprile. Le quotazioni delle materie prime continuano la tendenza al rialzo, originata anche da strozzature nell'offerta, quindi l'inflazione aumenta diffusamente. Le autorità monetarie giudicano l'accelerazione dei prezzi come temporanea, per cui mantengono un orientamento decisamente accomodante.

L'economia italiana ha registrato nel secondo trimestre un recupero congiunturale di poco meno di tre punti percentuali, più forte delle attese e di quello dei principali paesi dell'Unione europea; la crescita è stata favorita dal progressivo allentamento delle restrizioni alla mobilità e alle attività produttive. L'avvio della ripresa ha ridotto il ricorso agli strumenti di integrazione salariale e ha indotto primi recuperi nei tassi di attività; resta tuttavia elevato l'inutilizzo del fattore lavoro e le pressioni retributive sono deboli. In base agli indicatori congiunturali disponibili nel terzo trimestre l'economia italiana continuerebbe a espandersi, sebbene a un ritmo più moderato rispetto a quello registrato in primavera.

Secondo le stime dell'UPB il PIL dell'Italia si espanderebbe di quasi sei punti percentuali quest'anno e di oltre quattro nel prossimo. La marcata revisione al rialzo delle stime sul 2021, rispetto a quelle formulate in aprile per la validazione delle previsioni governative, è principalmente ascrivibile alla sorpresa sul PIL del secondo trimestre; per quest'anno si attende un maggiore contributo sia della domanda estera sia di quella per investimenti, la cui componente pubblica potrà essere trainata in misura non trascurabile dall'avvio dei progetti del Programma Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

Il quadro macroeconomico dell'economia italiana resta circondato da un'incertezza molto elevata nel confronto storico. Sebbene i rischi siano sia positivi sia negativi, tendono a prevalere quelli al ribasso. L'elevato stock di risparmio accumulato durante la crisi potrebbe favorire, nel medio termine, una dinamica della spesa delle famiglie più vivace di quanto prefigurato. Tuttavia la recrudescenza della pandemia in atto, nonostante il buon passo della campagna vaccinale, rischia di incidere sulla fiducia delle famiglie e di condurre a nuove restrizioni.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica; Nota completata con le informazioni disponibili il 02-08-2021.

Il contesto internazionale

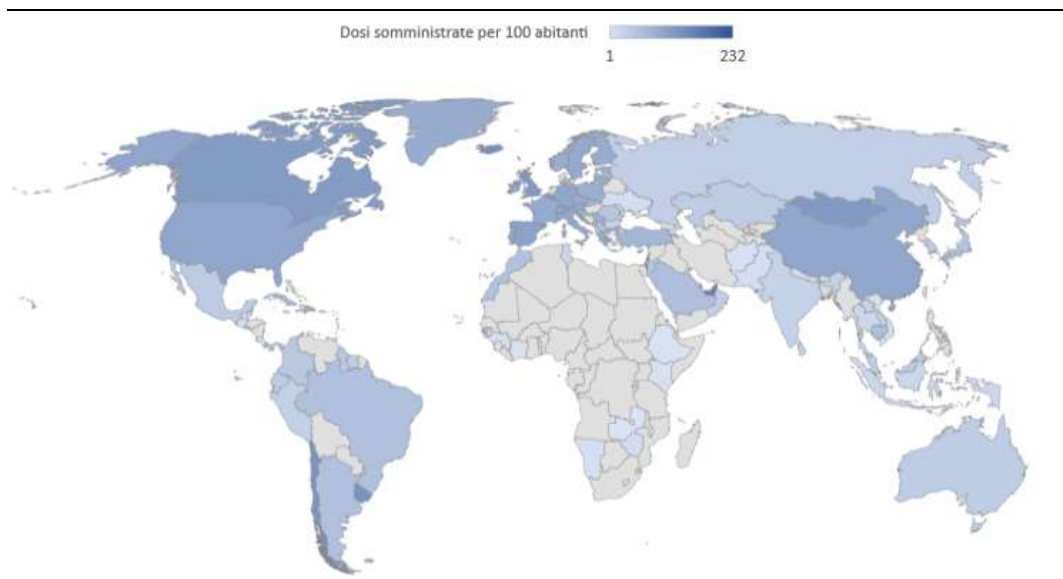
Procedono le vaccinazioni, ma le varianti mettono a rischio la ripresa

Nel corso della primavera le campagne vaccinali di contrasto al COVID-19 hanno mostrato una progressiva accelerazione, soprattutto in Europa, nel Nord America e in Cina (fig. 1). La diffusione della malattia si è ridotta e le restrizioni imposte alle attività sono state allentate, permettendo la ripresa delle economie. Dall'inizio dell'estate, però, con il rallentamento nelle somministrazioni del vaccino e la diffusione della cosiddetta variante delta, a maggior grado di infettività, sono aumentati i rischi di nuove restrizioni, soprattutto nei paesi che non raggiungeranno a breve l'immunità di gregge. Al momento, sebbene i contagi siano in risalita, il tasso di ospedalizzazione risulta relativamente contenuto e la sintomatologia nei positivi vaccinati normalmente non è grave. In autunno la variante delta potrebbe intensificarsi, richiedendo nuove misure di distanziamento sociale e restrizioni all'attività produttiva.

In giugno gli indici di fiducia dei direttori degli acquisti (PMI) hanno segnato un'espansione dell'attività produttiva (56,6; fig. 2), per l'undicesimo mese consecutivo. Sebbene in leggera attenuazione rispetto al periodo precedente, la fase di crescita prosegue sia nella manifattura (55,5) sia nei servizi (57,5), soprattutto dei paesi avanzati (59,3).

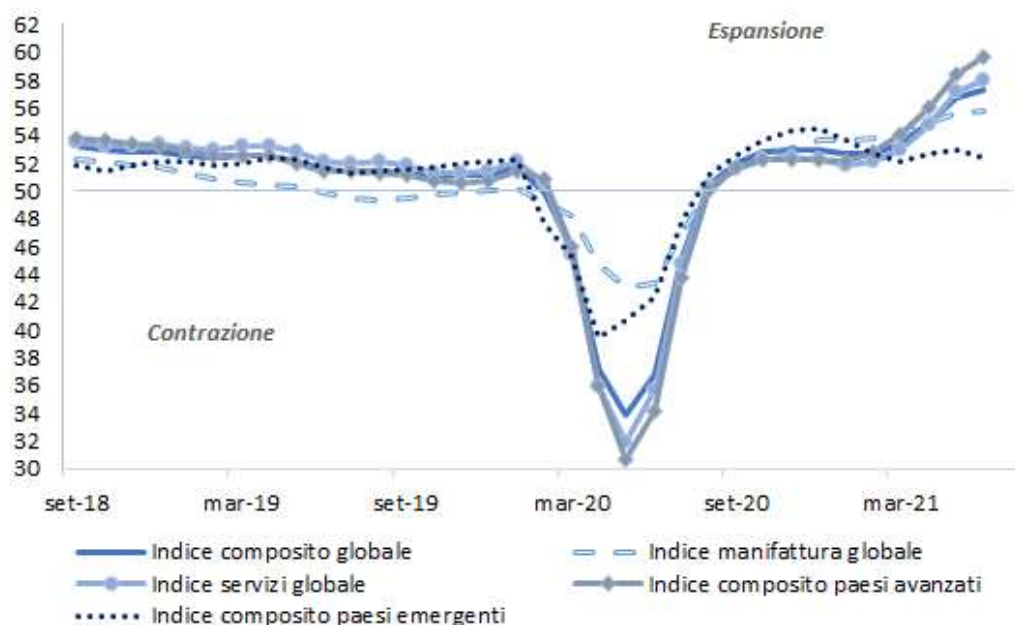
Negli Stati Uniti il PIL è aumentato nel secondo trimestre del 6,5 per cento annualizzato, poco di più che nel primo trimestre (6,3 per cento), ma sensibilmente meno di quanto si attendevano gli operatori (le stime di consenso erano orientate verso l'8,0 per cento). A fronte di un forte contributo positivo dei consumi, le scorte, le esportazioni nette e la spesa pubblica hanno invece drenato la domanda aggregata.

Fig. 1 – Diffusione della vaccinazione nel mondo



Fonte: ourworldindata.com.

Fig. 2 – Indici JP Morgan Global Composite PMI



Fonte: IHS Markit.

In Cina l'attività economica è tornata a espandersi a un ritmo di poco superiore a quello pre-COVID (7,9 per cento la variazione tendenziale del PIL); nel primo trimestre la variazione su base annua era risultata molto più forte (18,3 per cento), in quanto spinta dall'effetto base sul corrispondente periodo del 2020, quando l'epidemia in Cina aveva richiesto un severo *lockdown*.

Secondo la stima preliminare nel secondo trimestre di quest'anno il PIL dell'area dell'euro è cresciuto del 2,0 per cento rispetto al periodo precedente, oltre le aspettative degli operatori (1,5 per cento). Si sono realizzate sorprese positive per Italia (2,7 per cento contro l'1,3 di consenso), la Spagna (2,9 per cento contro attese del 2,2) e la Francia (0,9 per cento contro lo 0,8); per la Germania invece il dato (1,5 per cento) è stato inferiore alle stime degli analisti (2,0 per cento).

Negli Stati Uniti, dove il tasso di disoccupazione era sostanzialmente triplicato all'esplosione della prima ondata pandemica (raggiungendo il 14,4 per cento nell'aprile dello scorso anno), la quota di persone in cerca di occupazione è scesa sotto il sei per cento in maggio e giugno; in Europa, dove gli effetti del blocco dell'attività economica sulla disoccupazione sono stati contenuti dalla straordinaria estensione del sistema degli ammortizzatori sociali, il ritorno ai valori pre-COVID appare più lento (7,7 per cento la frazione di persone disoccupate sul totale della forza lavoro in giugno) ma comunque costante.

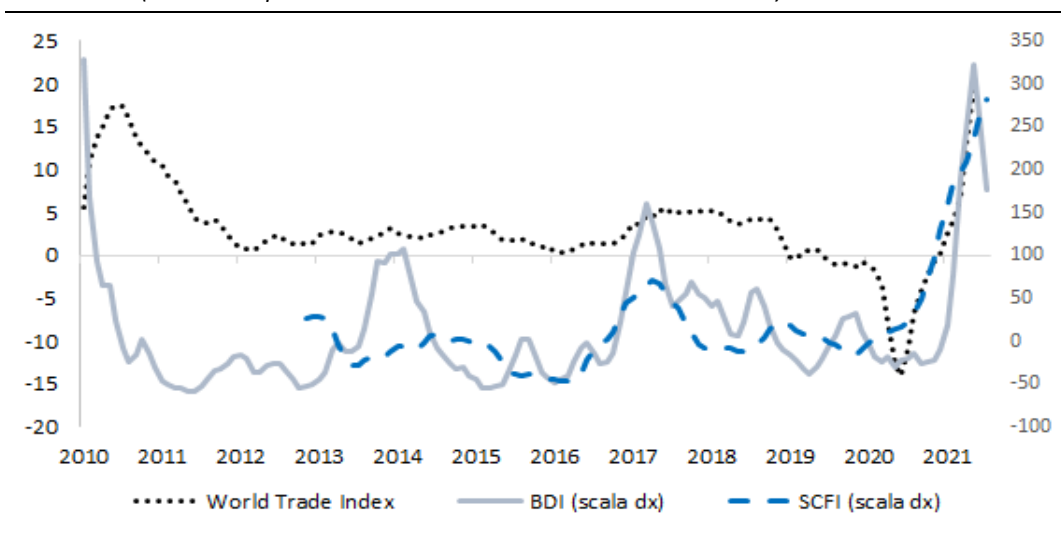
Gli scambi internazionali sono ai massimi, ma con vincoli nella logistica

La ripresa della domanda globale ha dato una forte spinta agli scambi, al fine di ricostruire le catene globali del valore. L'indice sintetico del commercio internazionale elaborato dal Central Plan Bureau ha raggiunto il massimo storico in aprile, con una variazione tendenziale di oltre il 25 per cento, per poi arretrare marginalmente in maggio (fig. 3). La forte domanda di trasporti ha comportato tensioni nei noli marittimi, sia per quanto riguarda la disponibilità di navi portacontainer sia per i container stessi. Per questi ultimi, si è verificato un doppio collo di bottiglia: da un lato, vi sono moltissimi container inutilizzati nei porti del Nord Europa a fronte della contestuale carenza in Oriente; dall'altro, in alcuni porti cinesi si sono verificati focolai pandemici che hanno reso necessarie forti limitazioni all'operatività o chiusure. Il prezzo del nolo di un container da 40 piedi per la tratta Cina-Europa, che prima della pandemia si attestava al di sotto dei 2000 dollari, ha superato i 13000 dollari nella prima metà del mese scorso.

Le previsioni del Fondo monetario internazionale

Il 27 luglio scorso il FMI ha pubblicato l'aggiornamento delle previsioni, per l'anno corrente e per il prossimo. Nel rapporto il FMI sottolinea come l'accesso ai vaccini sia alla base della divisione in due blocchi tra le economie: da una parte i paesi avanzati, che hanno elevata disponibilità di vaccini e che si trovano sulla giusta rotta per la normalizzazione, dall'altra le economie emergenti che sono in ritardo con l'immunizzazione e quindi con la ripresa economica. Nello specifico, mentre sul 2021 la previsione di crescita è rimasta invariata per l'economia mondiale, per i paesi avanzati il PIL è stato rivisto al rialzo (0,5 punti

Fig. 3 – Tasso di crescita del commercio internazionale e indici di costo del trasporto marittimo (1)
(variazione percentuale annua della media mobile a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati CPB, Baltic Exchange, Shanghai Shipping Exchange e Refinitiv.
(1) BDI – Baltic Dry Index; SCFI – Shanghai Containerized Freight Composite Index.

percentuali) mentre per le economie emergenti al ribasso (0,4 punti percentuali). Per il 2022, invece, entrambi i blocchi dovrebbero crescere più di quanto prefigurato lo scorso aprile, per il miglioramento della situazione pandemica, oltre che per l'ulteriore espansione fiscale attesa per gli Stati Uniti nella parte finale dell'anno in corso (tab. 1). Per quanto riguarda i recenti segnali di ripresa dell'inflazione, il FMI li ritiene transitori; i rincari sarebbero dovuti sia a fenomeni legati alla pandemia sia a temporanei squilibri tra domanda e offerta che dovrebbero riassorbirsi, come anticipato da aspettative nel complesso ben ancorate. Alla politica monetaria è richiesta una comunicazione chiara e orientata a mantenere le aspettative d'inflazione vicine agli obiettivi delle banche centrali, per evitare un'accelerazione dei prezzi disancorata dai fondamentali macroeconomici.

Le quotazioni delle materie prime continuano ad aumentare

Le materie prime dalla metà dello scorso anno hanno mostrato una decisa tendenza al rialzo, per poi sostanzialmente stabilizzarsi nell'ultimo mese (fig. 4). Il petrolio tra la fine di ottobre 2020 e l'inizio di luglio aveva più che raddoppiato il suo prezzo, raggiungendo oltre 77 dollari per barile. Nella seconda decade di luglio i corsi del greggio hanno perso terreno anche per via dell'accordo tra i paesi aderenti all'OPEC+ di aumentare la produzione di 400 mila barili al mese; nell'ultima decade il *trend* si è tuttavia invertito poiché gli operatori hanno valutato che non si creerà un eccesso di offerta.

Per le altre materie prime il mercato mostra una elevata volatilità, soprattutto per i metalli e le terre rare, necessarie per la produzione di componenti elettronici e di autoveicoli ibridi. Tra vincoli all'estrazione e alla distribuzione e recenti timori di nuovi rallentamenti dell'economia, i prezzi di queste materie prime hanno oscillato fortemente, ma comunque intorno a una tendenza decisamente al rialzo; alla fine luglio l'indice S&P delle materie prime ha registrato un incremento di circa il 30 per cento rispetto all'inizio dell'anno.

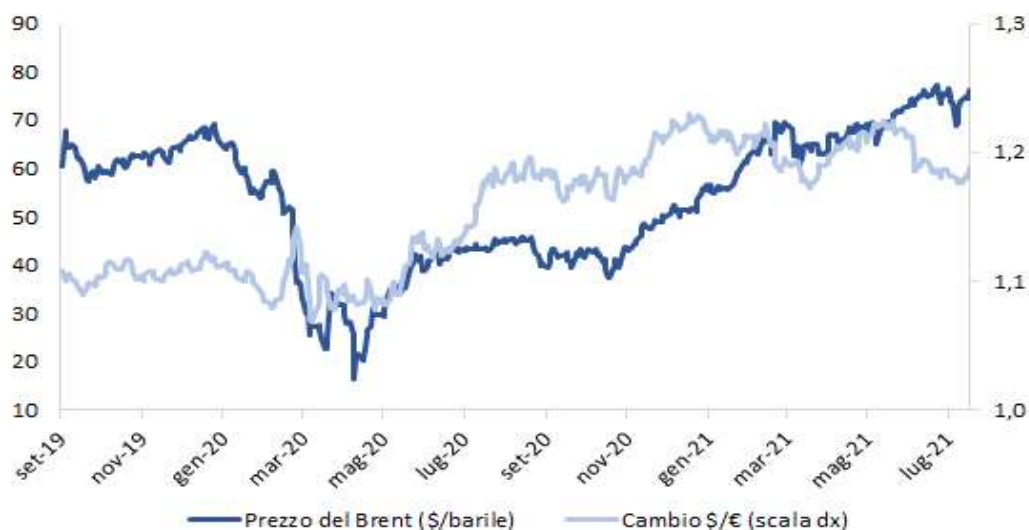
Dall'estate scorsa il tasso di cambio dollaro/euro ha fluttuato intorno a 1,20 dollari per euro. Le limitate oscillazioni hanno riflesso le notizie alterne provenienti dalle due sponde

Tab. 1 – Previsioni del FMI

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

Fonte: Fondo monetario internazionale (2021), *World Economic Outlook*, luglio.

Fig. 4 – Prezzo del petrolio e tasso di cambio



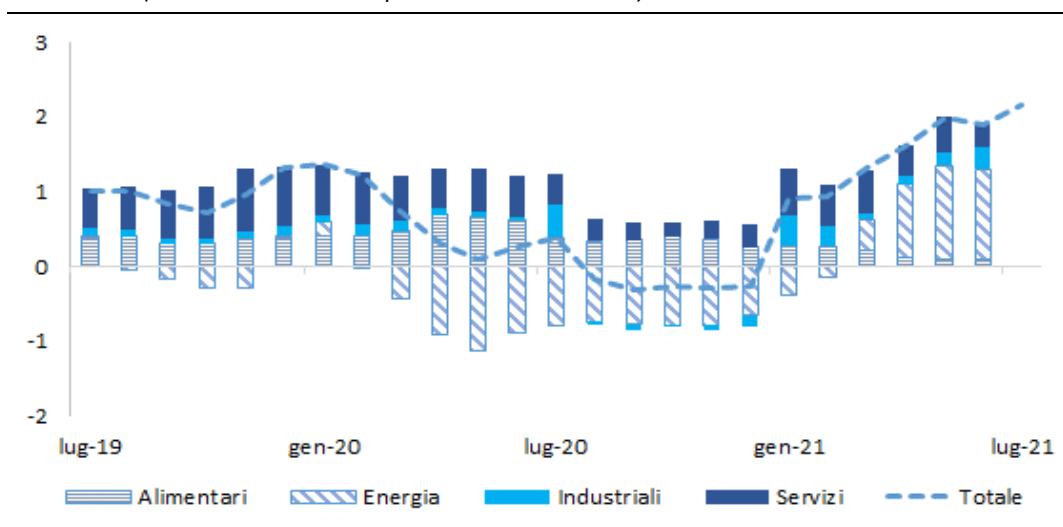
Fonte: Refinitiv.

dell'Atlantico sulle condizioni dell'economia e le conseguenti attese sugli interventi delle politiche monetarie. Il recente rafforzamento della valuta statunitense è verosimilmente ascrivibile alle indicazioni delle autorità di politica monetaria americane, di un più ravvicinato inizio della fase di normalizzazione dei tassi di interesse.

Il rialzo dell'inflazione è ritenuto transitorio dalle banche centrali

Il recupero delle quotazioni delle materie prime avvenuto nei mesi scorsi ha spinto l'inflazione nell'area dell'euro, oltre l'obiettivo della Banca centrale europea (BCE). In luglio l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è aumentato del 2,2 per cento su base annua, facendo registrare la variazione più ampia dall'ottobre del 2018 (fig. 5); al netto delle componenti meno volatili, la variazione dei prezzi è comunque inferiore all'1,0 per cento dallo scorso marzo. Il superamento del valore obiettivo per la BCE non rappresenta nel breve periodo un problema; infatti, al pari di un'inflazione troppo elevata, una dinamica dei prezzi eccessivamente contenuta può rappresentare un elemento di criticità per la politica monetaria. Lo scorso 8 luglio il consiglio direttivo della BCE ha modificato la sua strategia, rendendo l'obiettivo di inflazione simmetrico intorno al 2,0 per cento. La banca centrale ha spiegato che nei casi in cui l'economia si trovi in prossimità dello *zero lower bound* la politica monetaria deve essere particolarmente incisiva e persistente per evitare che le deviazioni negative dall'obiettivo si radichino; diventa pertanto giustificabile che, per un periodo transitorio, l'inflazione si collochi su un livello moderatamente superiore alla soglia del 2,0 per cento. Tale impostazione è stata ribadita in occasione del Consiglio direttivo, del 22 luglio, nel quale si è deciso di mantenere invariata l'intonazione molto espansiva della politica monetaria.

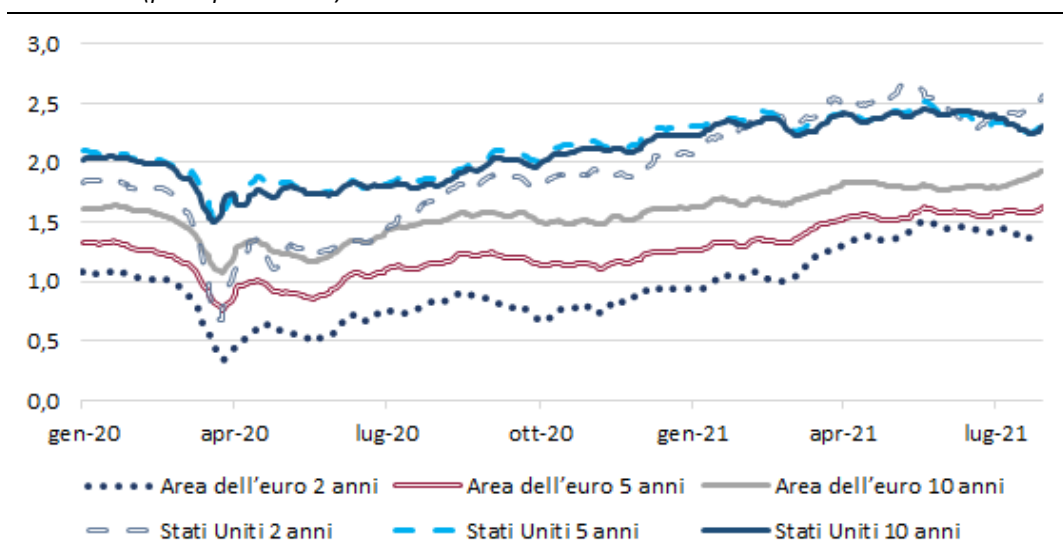
Fig. 5 – Inflazione dell'area dell'euro
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



Fonte: Eurostat.

Anche negli Stati Uniti, dove l'inflazione al consumo è stata nell'intorno del cinque per cento nei mesi di maggio e giugno, il fenomeno è ritenuto transitorio dall'autorità monetaria. Il forte aumento della domanda aggregata e alcuni problemi negli approvvigionamenti verrebbero meno nei prossimi mesi, riportando il tasso di inflazione in prossimità dell'obiettivo della politica monetaria. Nello stesso senso si orientano anche le aspettative di inflazione che, dopo aver superato il 2,5 per cento nel mese di maggio, stanno lentamente tornando verso l'obiettivo della Federal Reserve, mentre nell'area dell'euro sono ancora inferiori al 2,0 per cento (fig. 6).

Fig. 6 – Aspettative d'inflazione implicite negli *inflation swaps* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti
(punti percentuali)



Fonte: Refinitiv.

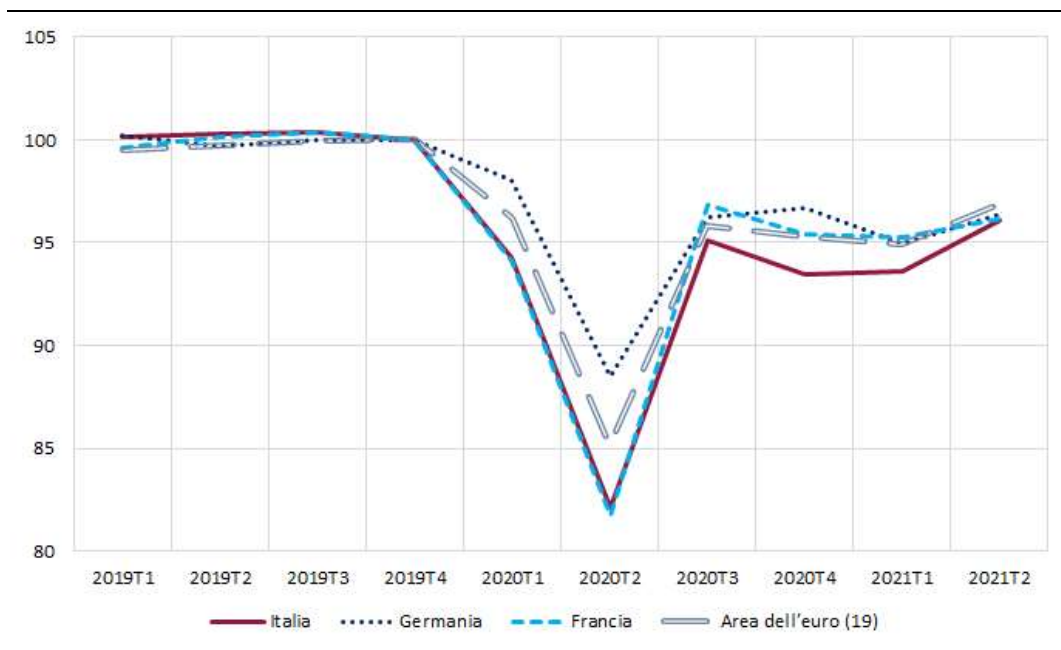
L'economia italiana

La ripresa si è rapidamente attivata nel secondo trimestre

Dopo la contrazione nello scorcio finale del 2020 e la stabilizzazione nel periodo invernale, l'economia italiana ha velocemente imboccato un sentiero di espansione, favorito dal progredire della campagna vaccinale e dal graduale allentamento delle restrizioni alle attività. I dati preliminari sul PIL del secondo trimestre, diffusi dall'Istat a fine luglio, delineano un balzo dell'attività economica (2,7 per cento in termini congiunturali; 17,3 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2020). Il ritmo di crescita dell'economia italiana è risultato più marcato di quello dell'area dell'euro (2,0 per cento), consentendo quindi una sostanziale convergenza del nostro paese con le altre maggiori economie continentali sul *gap* rispetto ai livelli precedenti all'emergenza sanitaria (fig. 7).

L'incremento del PIL in Italia nel secondo trimestre ha riflesso aumenti diffusi sia a industria e costruzioni sia ai servizi privati, che più si erano ridimensionati in seguito alla pandemia; per contro, la dinamica dell'agricoltura è risultata sostanzialmente stagnante. Dal lato della domanda la crescita è stata alimentata sia dalle esportazioni nette sia, plausibilmente in maggiore misura, dalla spesa nazionale. Il trascinarsi sul PIL per l'anno in corso è di 4,8 punti percentuali.

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



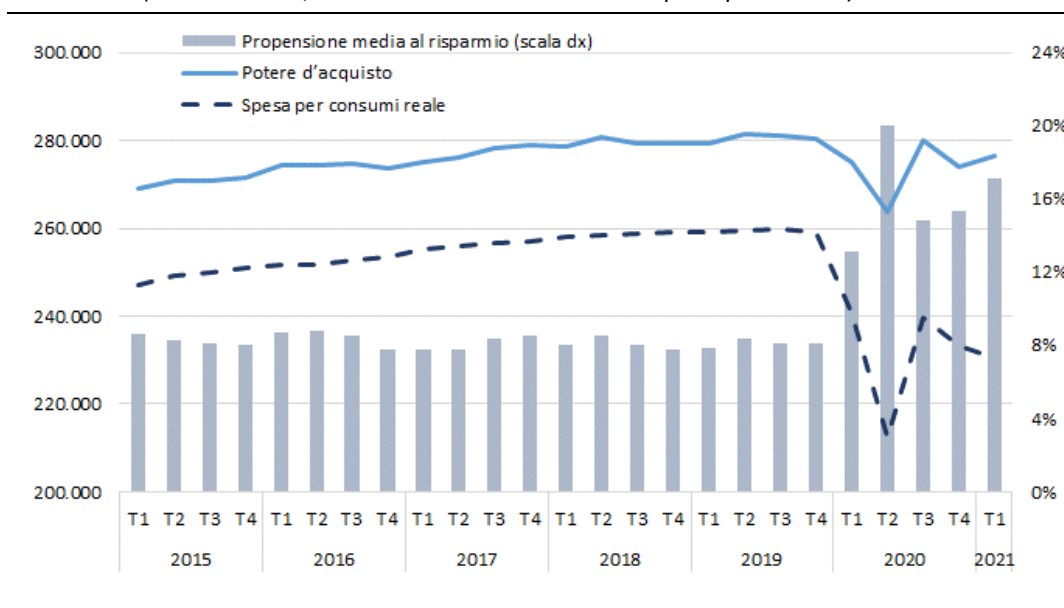
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

I consumi privati sono ancora frenati dalla cautela delle famiglie...

Nei primi tre mesi di quest'anno i consumi delle famiglie hanno proseguito il calo congiunturale già osservato nello scorcio finale del 2020, sebbene con minore intensità (-1,2 per cento nel primo trimestre, dal -2,7 nel periodo precedente). Tale dinamica ha riflesso prevalentemente la contrazione della spesa per servizi (-4,2 per cento), che ha maggiormente risentito delle misure restrittive di contrasto della pandemia, mentre la componente dei beni durevoli è tornata oltre i livelli pre-pandemia. Nello stesso periodo, il potere di acquisto delle famiglie è aumentato (0,9 per cento), avvantaggiandosi delle misure di sostegno varate dal Governo. La propensione al risparmio si è quindi ulteriormente innalzata, attestandosi al 17,1 per cento (oltre un punto percentuale al di sopra del livello medio registrato nel 2020; fig. 8); il prudente orientamento nelle decisioni di acquisto è emerso anche dall'indagine straordinaria sulle famiglie italiane, condotta dalla Banca d'Italia.

Segnali di ripresa per i consumi privati si sono osservati nel secondo trimestre, in quanto l'allentamento delle restrizioni ha favorito le componenti che più si erano ridotte nel 2020. Sulla base di elaborazioni UPB la dinamica congiunturale dell'indicatore destagionalizzato dei consumi (in volume) di Confcommercio sarebbe stata di circa due punti percentuali, trainata dalla componente dei servizi. Indicazioni di crescita, sebbene limitate ai mesi di aprile-maggio, giungono anche dalle vendite al dettaglio (in valore e in volume) che hanno segnato un aumento soprattutto dei beni non alimentari, distribuiti sia dalle imprese operanti su piccole e grandi superfici sia tramite il commercio elettronico. L'elevato *stock* di risparmio accumulato a partire dall'insorgere dell'emergenza sanitaria, per effetto delle restrizioni alla mobilità e all'accesso a servizi

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



Fonte: Istat.

nonché dei timori sul futuro, potrà sostenere la domanda delle famiglie; tuttavia la recrudescenza della pandemia in corso rischia di differire la ripresa delle spese private.

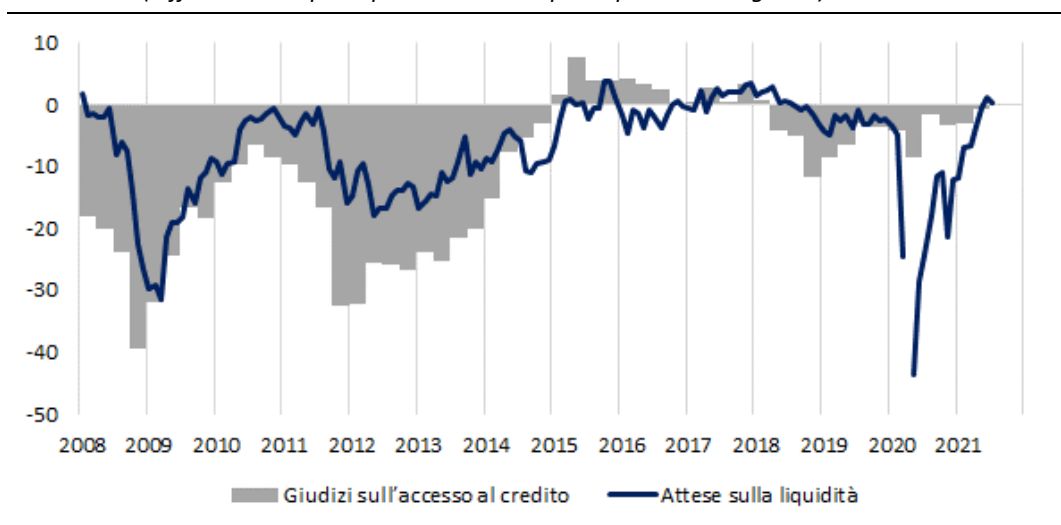
Le opinioni dei consumatori sono progressivamente migliorate in corso d'anno, soprattutto a partire dai mesi primaverili. Le indagini più recenti, riferite a luglio, mostrano un ulteriore progresso dell'indice sulla fiducia delle famiglie, a 116,6, rispetto al 115,1 del mese precedente, principalmente sospinto dai giudizi sulla situazione economica generale. La scomposizione secondo la coppia di dimensioni economico/personale evidenzia come al miglioramento dell'indice nell'ultimo mese abbiano contribuito anche le valutazioni sulla componente personale.

...mentre gli investimenti accelerano sensibilmente, soprattutto nell'edilizia

Nel trimestre iniziale dell'anno l'accumulazione di capitale ha registrato un balzo congiunturale (3,7 per cento), trainata prevalentemente dalle costruzioni. La ripresa degli investimenti in attività immobiliari ha beneficiato del considerevole aumento del saggio di risparmio delle famiglie che, insieme ai bassi tassi di interesse e agli incentivi fiscali per le ristrutturazioni, ha sospinto la componente residenziale. Il tasso di investimento, rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, è aumentato per il terzo periodo consecutivo attestandosi al 22,3 per cento in gennaio-marzo, il valore più alto da oltre un decennio; la quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, si è ridotta rispetto al quarto trimestre (al 42,6 per cento dal 43,4 per cento), mantenendosi comunque di tre decimi di punto al di sopra della media dello scorso anno.

Le inchieste qualitative prefigurano nel breve termine un ulteriore irrobustimento del processo di accumulazione. Le prospettive di breve termine sono basate sull'incremento degli ordini interni di beni strumentali e su condizioni creditizie favorevoli (fig. 9), sebbene in un contesto di incertezza dovuto alla recente recrudescenza della pandemia. L'indagine di maggio/giugno della Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle aspettative di inflazione e crescita segnala un miglioramento dei giudizi sulla situazione economica generale, a prosecuzione del quadro emerso nella rilevazione di febbraio/marzo; le attese a breve termine sulle vendite e sulle condizioni operative delle imprese risultano più ottimistiche; si anticipa inoltre un'espansione degli investimenti in tutti i settori nella seconda metà dell'anno, sospinta dai progressi della campagna di vaccinazione nonché dagli interventi a favore del capitale privato attivati dal PNRR. Secondo la rilevazione dell'Istat sulla capacità utilizzata e sugli ostacoli alla produzione delle imprese manifatturiere, il grado di utilizzo degli impianti nel secondo trimestre si è attestato al 77,4 per cento, pressoché in linea con il dato medio del biennio 2018-19; contestualmente, è aumentata la quota di imprese che ha fronteggiato ostacoli alla produzione (43,0 per cento rispetto al 40,9 di gennaio-marzo), connessi prevalentemente alla carenza di impianti e materiali.

Fig. 9 – Giudizi sul credito nella manifattura e ordini dall'interno di beni strumentali (differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



Fonte: Istat.

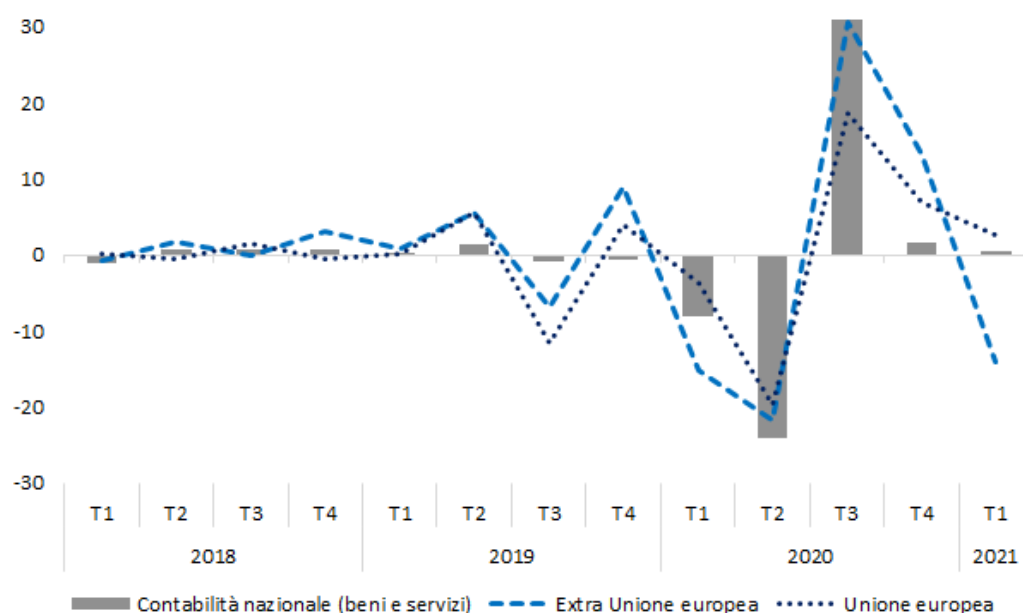
Gli scambi con l'estero hanno ripreso a espandersi

Sulla base della revisione dei conti trimestrali, pubblicati l'11 giugno, nei primi tre mesi dell'anno in corso il volume delle esportazioni di beni e servizi è cresciuto in termini congiunturali dello 0,5 per cento, in rallentamento rispetto a quanto registrato nel periodo finale del 2020. Secondo i dati di commercio con l'estero, riferiti ai soli beni, gli energetici e gli intermedi hanno fornito il maggiore apporto alla dinamica delle vendite all'estero; per quanto concerne i mercati di sbocco (fig. 10) si è osservata un'espansione delle vendite destinate ai paesi dell'Unione Europea, a fronte di una flessione di quelle verso il resto del mondo. Tale dinamica asimmetrica è principalmente ascrivibile alla contrazione delle transazioni con il Regno Unito in gennaio, determinata dall'entrata in vigore del nuovo accordo doganale con l'Unione Europea (*Brexit*).

Le informazioni congiunturali per il secondo trimestre si prospettano favorevoli. Secondo nostre elaborazioni nella media aprile-maggio le esportazioni in volume² sarebbero cresciute in termini congiunturali del 3,0 per cento, sia nei flussi intra-UE sia in quelli verso il resto del mondo. Nello stesso periodo il valore delle esportazioni destinate al Regno Unito ha registrato un balzo (18,3 per cento rispetto alla media del primo trimestre), che compensa gran parte della flessione di gennaio, ascrivibile alla *Brexit*. Particolarmente dinamiche sono risultate le esportazioni verso Stati Uniti (22,5 per cento), Cina (17,1 per cento) e Giappone (13,2 per cento), mentre le vendite destinate ai paesi del Mercosur sono state più moderate (4,4 per cento). In giugno,

² Ottenute deflazionando con i prezzi alla produzione sui mercati esteri.

Fig. 10 – Esportazioni totali e per area geografica (1)
(variazioni percentuali congiunturali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Gli istogrammi rappresentano le variazioni congiunturali dei valori concatenati delle esportazioni totali di fonte contabilità nazionale. Le linee mostrano le variazioni congiunturali dei volumi delle esportazioni di beni di fonte commercio estero, destagionalizzati dall'UPB.

limitatamente al commercio extra-UE (in valore), si è tuttavia registrata una variazione pressoché nulla delle esportazioni rispetto al mese precedente.

Le inchieste qualitative prospettano uno sviluppo favorevole degli scambi con l'estero anche nel breve termine: l'indagine trimestrale sulla fiducia delle imprese esportatrici, condotta in giugno dall'Istat, riporta saldi largamente positivi sia dei giudizi sia delle attese sul fatturato sui mercati internazionali nel secondo trimestre dell'anno in corso; i giudizi sugli ordinativi esteri in luglio sono rimasti pressoché stabili, dopo aver segnato incrementi per otto mesi consecutivi.

Anche la dinamica delle importazioni all'inizio del 2021 è risultata in aumento (2,3 per cento rispetto al quarto trimestre dell'anno scorso), a riflesso della vivace accumulazione di capitale fisso e di scorte da parte delle imprese. Il maggiore incremento delle importazioni rispetto alle esportazioni ha determinato un contributo negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel primo trimestre (-0,4 punti percentuali), sebbene in miglioramento rispetto a quanto osservato nel periodo precedente, quando l'apporto negativo era stato di un punto percentuale.

Le indicazioni congiunturali recenti sono favorevoli, ma aumentano i rischi per la pandemia

Dopo l'incremento nel primo trimestre (1,2 per cento rispetto al mese precedente), il volume della produzione nell'industria è ulteriormente cresciuto in aprile (1,5 per cento), per poi segnare una battuta d'arresto di pari intensità in maggio. Secondo le nostre stime l'attività nell'industria avrebbe ripreso a espandersi in giugno, per cui nel complesso del secondo trimestre si sarebbe registrata una variazione congiunturale di circa un punto percentuale, simile a quella dell'inizio dell'anno. Le rilevazioni presso le imprese delineano ulteriori sviluppi favorevoli nel breve termine: in luglio il PMI manifatturiero si è mantenuto su livelli storicamente elevati, sebbene leggermente inferiori ai massimi di maggio, a riflesso di condizioni della domanda che permangono forti ma anche dei più incisivi ritardi della catena di distribuzione; nello stesso mese, l'indice Istat di fiducia del comparto ha registrato il sesto incremento consecutivo.

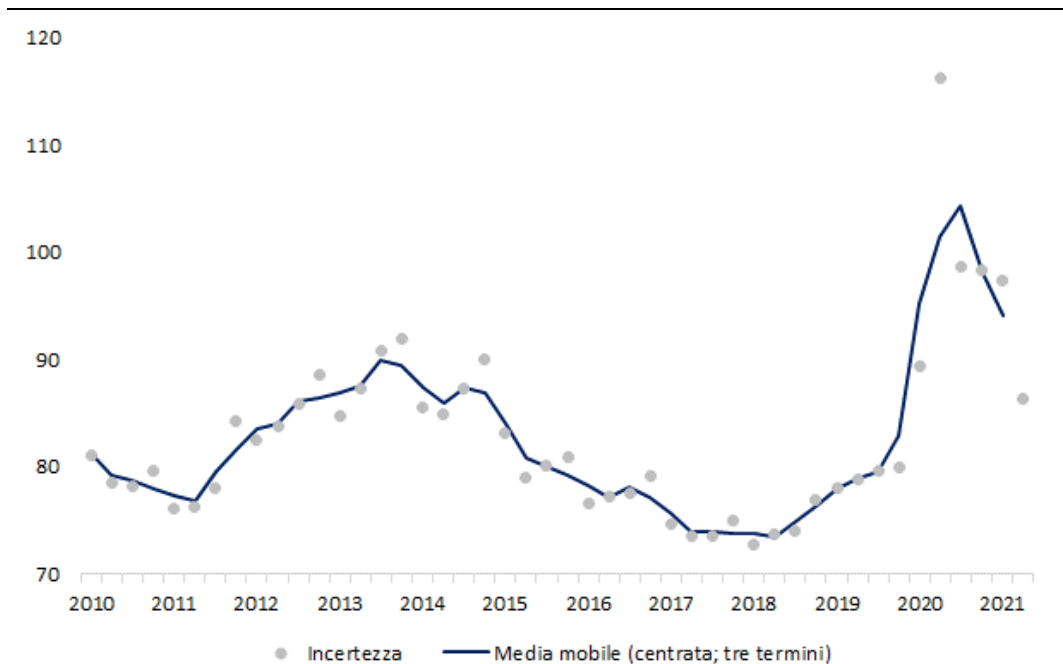
Nella media dei primi tre mesi dell'anno la produzione nelle costruzioni si è incrementata di sei punti percentuali rispetto all'ultimo trimestre del 2020. All'ulteriore espansione in aprile (2,2 per cento rispetto al mese precedente) è seguita una flessione in maggio (-3,6 per cento); la variazione congiunturale acquisita per il secondo trimestre rimarrebbe comunque ampiamente positiva (3,3 per cento). Secondo l'indagine sul mercato delle abitazioni in Italia, condotta da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa tra marzo e aprile, le prospettive degli agenti immobiliari sono migliorate, sia sul proprio mercato di riferimento sia su quello nazionale, con una sostanziale stabilità dei prezzi rispetto alla precedente rilevazione. L'indice sul clima di fiducia dell'edilizia ha segnato ulteriori incrementi quest'anno, consolidando la fase crescente iniziata nella primavera del 2020.

Il settore dei servizi si conferma il comparto produttivo che più ha risentito delle misure di contenimento a contrasto della pandemia. Il valore aggiunto nel primo trimestre ha segnato una flessione di quattro decimi di punto percentuale, determinata prevalentemente dalla componente relativa a commercio, trasporti e alloggi (-2,3 per cento). A partire dai mesi primaverili, il progressivo allentamento delle restrizioni alle attività ha permesso una ripresa del comparto. L'indice PMI dei servizi, che in maggio aveva superato la soglia che delimita l'espansione dalla contrazione, è salito ulteriormente in giugno (a 56,7 da 53,1), trainato prevalentemente dai nuovi ordini. L'indice dell'Istat sulla fiducia del settore è aumentato nel secondo trimestre e si è rafforzato ulteriormente a luglio, in tutte le principali componenti.

Nel complesso del secondo trimestre l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, ha registrato un aumento rispetto alla media gennaio-marzo, a consolidamento della fase di recupero avviata nella seconda parte del 2020. L'incertezza di famiglie e imprese, misurata dall'indice dell'UPB, si sarebbe progressivamente attenuata in corso d'anno, soprattutto nella manifattura e nei servizi (fig. 11).

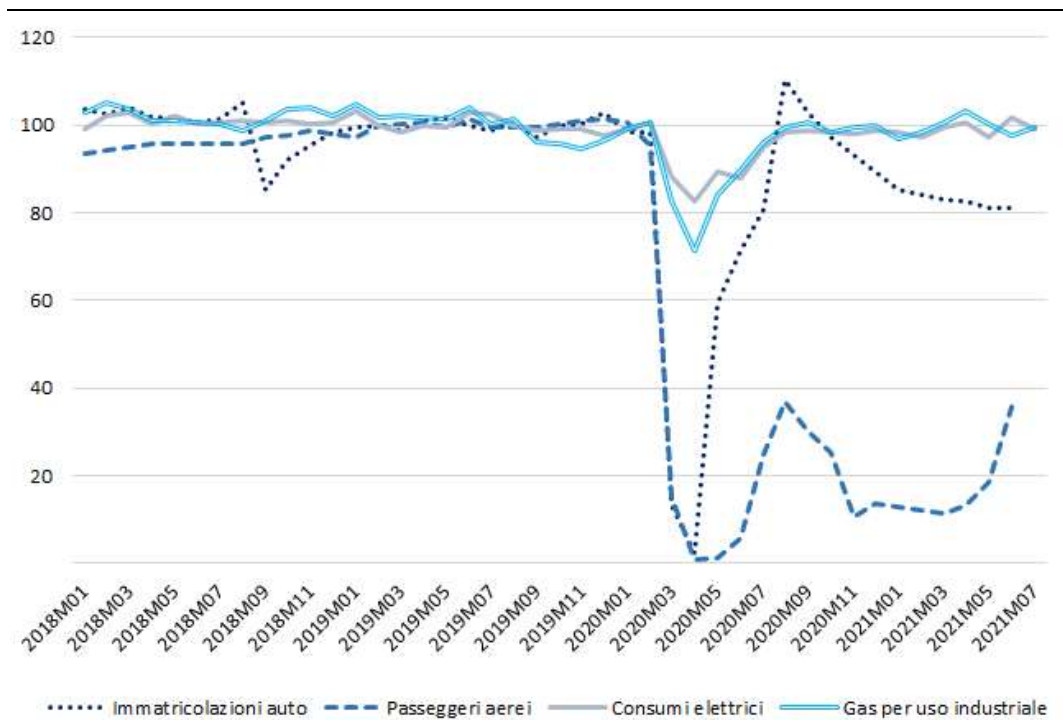
Segnali positivi emergono dalle variabili quantitative mensili più tempestive (fig. 12): nel

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; dati destagionalizzati)



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

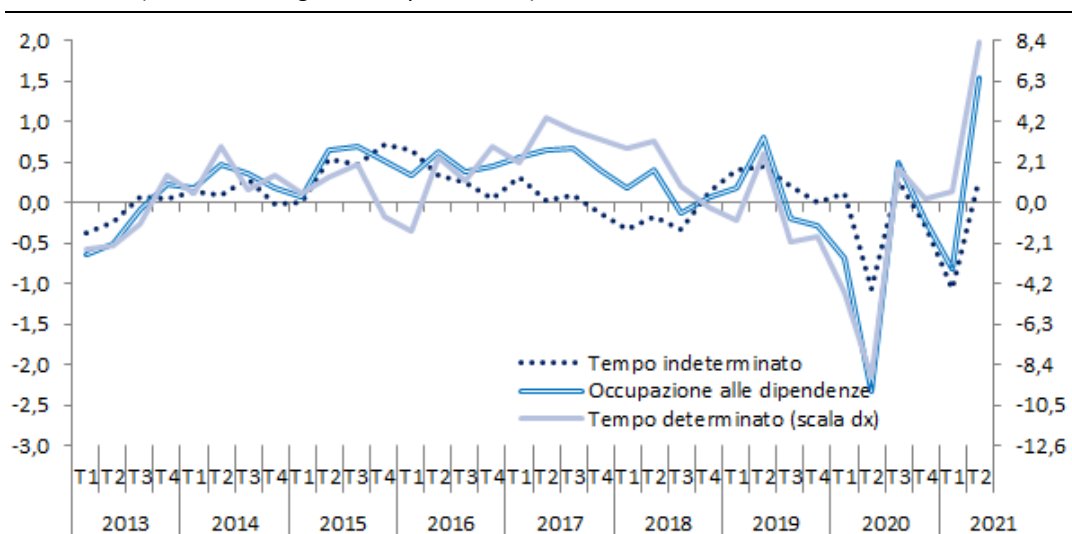
periodo giugno-luglio, i consumi elettrici e il consumo di gas per usi industriali si sono attestati su livelli pressoché in linea con quelli osservati precedentemente lo scoppio dell'emergenza sanitaria; il traffico passeggeri aerei, riferito a giugno, è aumentato rispetto ai valori di fine 2020, ma resta molto inferiore rispetto a quelli precedenti la crisi sanitaria. Similmente, le immatricolazioni di nuove autovetture hanno ancora margini di incremento elevati prima di recuperare gli standard pre-COVID.

In primavera si è avviata la ripresa dell'occupazione

Nel primo trimestre di quest'anno l'input di lavoro è risultato in leggera diminuzione, pressoché in linea con la sostanziale stagnazione del PIL. Il calo delle ore complessivamente lavorate (-0,2 per cento rispetto ai precedenti tre mesi) ha sotteso andamenti eterogenei nei maggiori comparti produttivi: al forte incremento nelle costruzioni e a quello più contenuto nell'industria in senso stretto (0,9 per cento) si è contrapposta la perdurante flessione nei servizi. Il numero delle persone occupate ha invece subito un'accentuata contrazione (-1,1 per cento, 243.000 persone in meno sulla base della rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro), determinata dalla flessione dell'occupazione alle dipendenze permanente (fig. 13) e della componente degli autonomi; in controtendenza, l'occupazione a termine ha registrato un incremento (0,6 per cento).

L'occupazione a tempo determinato si è ancora rafforzata nei mesi primaverili (8,4 per cento nella media del secondo trimestre rispetto al primo). Con il consolidarsi delle attese di una ripresa produttiva le imprese starebbero riassorbendo le posizioni a termine espulse durante la crisi. La componente permanente dell'occupazione è tornata

Fig. 13 – Variazione dell'occupazione alle dipendenze
(variazioni congiunturali percentuali)



Fonte: Istat.

a espandersi, sebbene in misura modesta (0,3 per cento), mentre quella autonoma ha ancora frenato. Nel complesso nel secondo trimestre il numero delle persone occupate è cresciuto dell'1,0 per cento, dopo due periodi di riduzione.

I dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie confermano che la ripresa dell'occupazione in maggio e giugno sarebbe riconducibile alla creazione di posti di lavoro a termine (circa 520.000), con un numero di attivazioni quasi doppio rispetto a quello delle cessazioni. La crescita delle posizioni permanenti è proseguita a ritmi moderati (circa 50.000 unità), sospinta dalle maggiori trasformazioni a tempo indeterminato di contratti a termine, mentre il debole andamento delle attivazioni e delle cessazioni ha presumibilmente riflesso l'effetto delle misure di tutela dei posti di lavoro (integrazioni salariali e blocco dei licenziamenti)³.

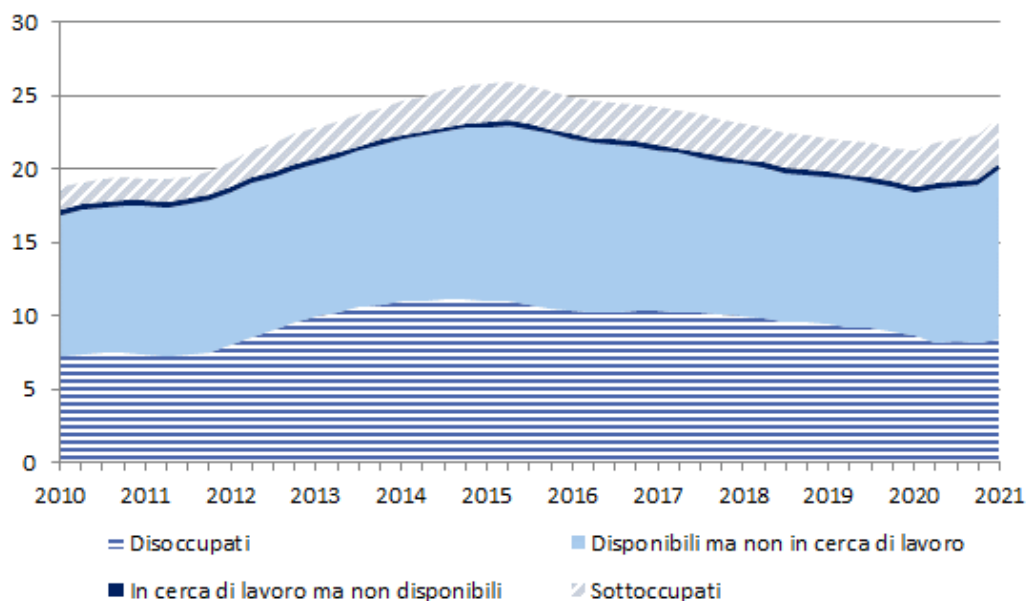
Si sta progressivamente attenuando il ricorso agli strumenti di integrazione salariale. Le ore di Cassa integrazione guadagni (CIG) con causale "COVID-19" autorizzate nei primi tre mesi del 2021 (968,0 milioni, circa il 94 per cento delle ore complessive di CIG) sono diminuite del 2,3 per cento rispetto ai precedenti tre mesi. Nel secondo trimestre le richieste complessive di ore CIG si sono ancora ridotte, risultando più basse di circa un decimo rispetto al quarto trimestre del 2020 (-11,3 per cento, -7,2 per le ore con causale "COVID-19"), quando si erano intensificate a causa della seconda ondata pandemica. L'effettivo tiraggio delle ore autorizzate (42,6 per cento nel periodo gennaio-aprile) è stato di oltre un punto percentuale inferiore a quello osservato nello stesso periodo del 2020.

Il numero di persone in cerca di occupazione ha ripreso ad aumentare nel trimestre iniziale di quest'anno (4,1 per cento su base congiunturale, oltre 100.000 unità), soprattutto per le donne, i giovani e le persone con almeno 50 anni, e tuttavia è aumentato il numero di individui inattivi. Il tasso di disoccupazione è ancora cresciuto (al 10,4 per cento), per effetto di una flessione dell'occupazione superiore a quella delle forze di lavoro. Tale evoluzione rifletterebbe l'estrema gradualità del processo di aggiustamento del mercato del lavoro, contrassegnato da un ampio grado di sotto-utilizzo del fattore lavoro (pari a circa un quarto della forza lavoro estesa sulla base dei dati Eurostat; fig. 14), soprattutto tra le persone disponibili a lavorare ma non in cerca di lavoro.

Nel secondo trimestre le migliori prospettive sulla domanda di lavoro e i vincoli meno stringenti alla mobilità individuale hanno favorito la flessione della disoccupazione,

³ Il DL n. 73/2021 ("Decreto Sostegni-bis") ha disposto il venir meno del blocco dei licenziamenti (e della CIG con causale "COVID-19") dall'inizio di luglio per le imprese dell'industria e delle costruzioni che hanno accesso alla CIG ordinaria (a eccezione delle imprese del tessile, abbigliamento e calzature, ed escluse le imprese artigiane), mentre tale divieto è esteso fino al 30 ottobre per le imprese che utilizzano la Cassa integrazione guadagni (CIG) in deroga o il Fondo di integrazione salariale (FIS).

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



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Età di riferimento 15-74 anni.

seguita da un calo dell'inattività; il numero di persone in cerca di lavoro è diminuito dello 0,5 per cento, quello delle persone inattive è sceso del 2,0 per cento (circa 280.000 persone in meno). La riduzione del tasso di disoccupazione (al 10,1 per cento) è pertanto derivata da una crescita del tasso di occupazione (al 57,5 per cento) appena più sostenuta di quella del tasso di attività (64,2 per cento).

Le retribuzioni contrattuali orarie nel primo trimestre si sono mantenute deboli (0,6 per cento su base tendenziale). La dinamica è stata più marcata nel settore privato (in leggero rialzo allo 0,8 per cento), a fronte di una perdurante stazionarietà nella Pubblica amministrazione. Nel periodo aprile-giugno si è registrata una risalita del saggio salariale nel settore privato, più sensibile nell'industria (1,0 per cento). Nonostante il recente rinnovo di importanti contratti collettivi, le pressioni salariali restano modeste (l'incremento è stimato dall'Istat pari allo 0,6 per cento nella media del 2021), sia perché parte degli aumenti retributivi recepiti negli accordi scatteranno dal prossimo anno sia per il numero ancora alto di contratti da rinnovare (in giugno la quota di dipendenti in attesa di rinnovo contrattuale si è attestata al 58,7 per cento).

Il costo orario del lavoro è risultato ancora in rallentamento, su una dinamica (0,6 per cento su base tendenziale) inferiore a quella delle retribuzioni orarie di fatto, anche per via delle misure di decontribuzione previste per alcune tipologie di assunzioni (giovani, donne, rapporti di lavoro dipendente nel Mezzogiorno); la produttività oraria ha mostrato una marginale flessione, che ha sospinto nuovamente il CLUP.

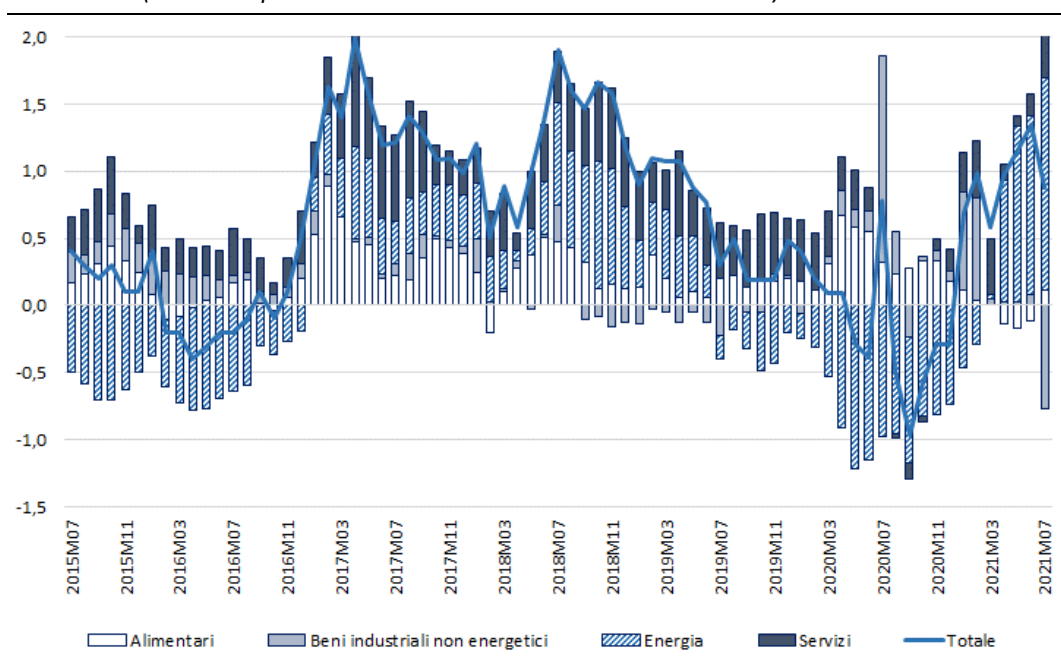
I rincari delle materie si riflettono moderatamente sui prezzi al consumo

L'inflazione continua ad aumentare, sospinta principalmente dai prezzi dei beni energetici; le pressioni di matrice estera, che riflettono anche il rialzo dei costi di fornitura e di trasporto (si veda al riguardo il paragrafo Il contesto internazionale), si trasmettono per il momento lentamente sui prezzi finali al consumo.

L'indice dell'inflazione al consumo (NIC) guadagna ancora terreno in luglio (0,3 per cento rispetto a giugno) e cresce in termini tendenziali all'1,8 per cento (da 1,3 di giugno). L'accelerazione dei prezzi su base annua è in parte sostenuta da un effetto base, generato dal confronto con i bassi livelli registrati durante la recessione del 2020. La componente più in crescita resta quella dei beni energetici (16,9 per cento tendenziale da 14,1 per cento), soprattutto per le voci regolamentate che si impennano rispetto al mese precedente (29,0 per cento da 16,9 di giugno). Cominciano ad intravedersi gli effetti della riduzione delle restrizioni legate al contenimento della pandemia sui servizi, dove aumentano rispetto al mese precedente i prezzi di quelli relativi ai trasporti (1,1 per cento) e quelli ricreativi, culturali e per la cura della persona (0,8 per cento).

L'indice armonizzato a livello europeo (IPCA) a luglio è aumentato su base annua (0,9 per cento; fig. 15) in minore misura rispetto all'indice nazionale, a causa dello sfasamento verificatosi l'anno scorso dei saldi estivi, che non vengono considerati nel NIC.

Fig. 15 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo e contributi delle componenti (variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



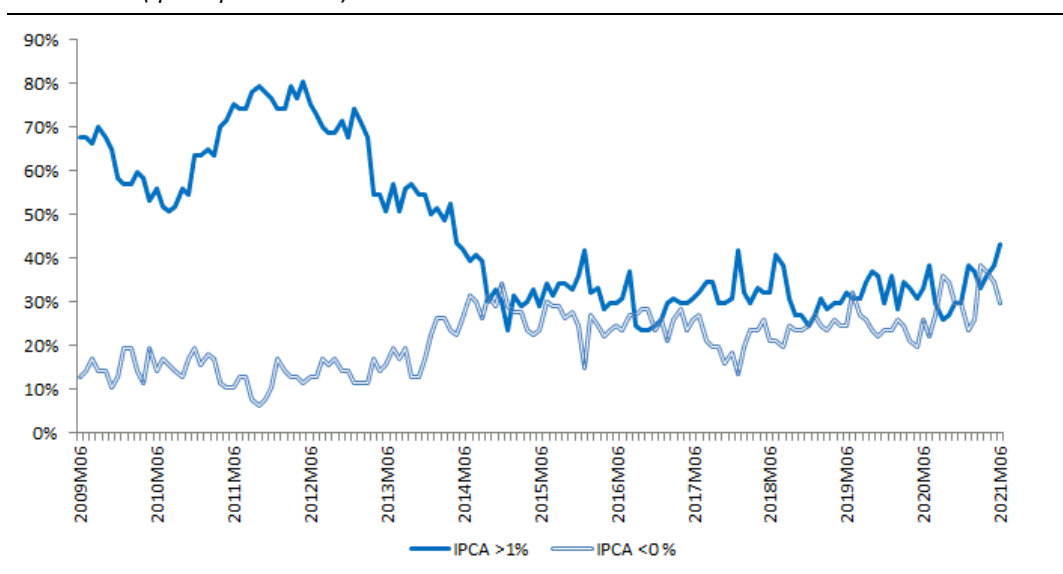
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, è aumentata di tre decimi di punto in luglio (0,6 per cento da 0,3 di giugno) ma resta decisamente al di sotto di quella complessiva. L'inflazione acquisita per il 2021 è relativamente bassa per la componente di fondo (0,8 per cento), mentre per l'indice generale si attesta all'1,5 per cento.

In giugno gli aumenti di prezzo hanno interessato una frazione crescente di voci di spesa (nel 43 per cento dei casi i rincari risultano sopra l'1,0 per cento). Tuttavia è rimasta alta nel confronto storico la quota di beni in deflazione (30 per cento), a riflesso dell'eterogeneità degli effetti della pandemia. Alcuni beni scontano un effetto base legato alla fine del *lockdown* della primavera del 2020, risentono maggiormente della domanda di quest'anno (fig. 16).

Lo scorso gennaio, come di consueto, è stato rivisto il paniere dei beni e servizi considerati per costruire l'indice generale, sulla base delle quote di consumi dell'anno precedente. Poiché il 2020 è stato un anno anomalo, caratterizzato da un crollo delle spese per i servizi e da un recupero di quelle per beni alimentari e durevoli, tale meccanismo statistico rischia di incidere sulla misurazione dell'inflazione; si potrebbero manifestare delle distorsioni non trascurabili nel caso in cui nei prossimi mesi si verificasse un riallineamento delle abitudini dei consumatori rispetto agli standard precedenti il 2020⁴.

Fig. 16 – Quota degli indici con variazioni dei prezzi negative o superiori all'uno per cento (1)
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Le linee riportano la quota di voci elementari del paniere dell'indice armonizzato (IPCA) che registrano variazioni dei prezzi negative o superiori all' 1,0 per cento.

⁴ Si veda a riguardo Gonçalves, Henkel, Kouvavas, Porqueddu, Trezzi, "2021 HICP weights and their implications for the measurement of inflation", ECB Economic Bulletin, Issue 2/2021.

A monte del processo di distribuzione le pressioni al rialzo sono soprattutto di matrice estera e si riflettono solo parzialmente sulle fasi finali della filiera. L'inflazione importata è ancora aumentata in maggio di otto decimi rispetto al mese precedente (9,0 per cento su base annua); l'incremento è stato notevole anche al netto del settore energetico (4,4 per cento) in quanto la componente dei beni intermedi è risultata particolarmente sostenuta (10,1 per cento). Si è rafforzata anche la dinamica dei prezzi alla produzione, che in giugno sono aumentati dell'1,4 per cento in termini congiunturali (9,1 per cento su base tendenziale); sul mercato interno (11,0 per cento su base annua) al rincaro consistente dell'energia si è affiancato quello dei beni intermedi (9,5 per cento). Nel settore delle costruzioni si è confermata la tendenza crescente iniziata in primavera (intorno al 4,0 per cento su base annua), particolarmente pronunciata per gli edifici non residenziali (6,6 per cento). Nei servizi i prezzi alla produzione sono risultati in lieve calo congiunturale nel primo trimestre del 2021 (-0,4 per cento), principalmente per la riduzione osservata nel settore delle telecomunicazioni (-7,6 per cento in ragione d'anno), solo in parte bilanciata dalla ripresa nel trasporto aereo (40,2 per cento).

Le aspettative di inflazione sono in aumento, soprattutto tra le imprese. Nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat si amplia rapidamente la quota di imprenditori che si attende rincari, con un saldo che in luglio ha raggiunto quota 31,9 (da circa 10 in febbraio) e supera il valore di 46 per i beni intermedi. Analogamente l'indagine della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita rileva attese delle imprese più elevate su tutti gli orizzonti, con valori simili a quelli della prima metà del 2019. Secondo l'indagine IHS Markit presso i direttori degli acquisti in luglio le imprese italiane hanno aumentato i prezzi di vendita, trasferendo sui clienti i costi più alti nel tentativo di mantenere i margini di profitto, in misura molto intensa rispetto agli standard storici. Restano invece più cauti i consumatori che nella maggior parte dei casi (49,1 per cento) si aspettano prezzi stabili, sebbene la quota di quanti li stimino in accelerazione si sta innalzando dall'inizio dell'anno (18,5 per cento in luglio da 17,5 del primo trimestre dell'anno).

Le previsioni di medio termine per l'economia italiana

Si presentano di seguito le previsioni macroeconomiche dell'UPB per l'economia italiana nel biennio 2021-22. Rispetto al quadro macroeconomico di aprile, predisposto per la validazione delle previsioni del DEF 2021, si considera l'evoluzione più recente delle variabili esogene internazionali e si recepiscono le informazioni più aggiornate sulla fase ciclica. Per quanto concerne la politica di bilancio, si includono le misure già adottate con i DD.LL. 59, 73 e 99 del 2021 e si tiene conto degli anticipi del Fondo per lo Sviluppo e la Coesione (FSC). Si assume inoltre il completo utilizzo delle risorse del programma europeo NGEU, secondo gli interventi delineati nel PNRR.

L'attività economica nel biennio 2021-22

Le stime per il 2021 incorporano il forte incremento congiunturale del PIL nel secondo trimestre, che avrebbe riguardato soprattutto i settori e le componenti di domanda che più si erano contratti l'anno scorso. Secondo i modelli di previsione di breve periodo dell'UPB, l'attività economica continuerebbe a espandersi nel terzo trimestre, sebbene con un rallentamento la cui entità dipenderà molto dalla recrudescenza pandemica in corso. Nel complesso del biennio di previsione le prospettive per la spesa interna sono favorevoli, grazie al forte supporto delle politiche economiche; il contributo alla crescita della domanda estera netta sarebbe invece appena positivo, in quanto la vivace dinamica delle esportazioni sarebbe pressoché bilanciata da quella degli acquisti dall'estero.

Si stima che quest'anno il PIL aumenterebbe del 5,8 per cento (tab. 2); l'attività produttiva verrebbe sostenuta dalla domanda interna, che beneficia ancora di una politica di bilancio espansiva. Nel 2022 il PIL rallenterebbe (al 4,2 per cento), ma continuerebbe a essere sospinto dalle misure finanziate con il bilancio pubblico e con i fondi europei del *Recovery Plan*. Sulla base di stime effettuate dall'UPB, il pieno ed efficace utilizzo delle risorse NGEU innalzerebbe il PIL per circa due punti percentuali entro l'anno prossimo (si veda il Riquadro "Le ipotesi dell'esercizio previsivo, la finanza pubblica e il PNRR"). L'economia italiana si riporterebbe su valori prossimi a quelli registrati prima della pandemia nella prima metà del 2022.

Le proiezioni presentate in questa Nota appaiono più ottimistiche rispetto a quelle formulate dagli altri previsori (tab. 3). Queste ultime infatti sono state finalizzate prima del 30 luglio, quando sono stati diffusi dati sul PIL nel secondo trimestre decisamente migliori rispetto alle attese degli analisti. Nell'effettuare i confronti occorre inoltre tenere conto dell'eterogeneità delle ipotesi adottate dai previsori per le esogene internazionali, la finanza pubblica e l'andamento della pandemia da COVID-19.

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

	2020	2021	2022
ESOGENE INTERNAZIONALI			
Commercio internazionale	-8,6	9,7	6,9
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	41,8	69,4	69,2
Cambio dollaro/euro	1,14	1,19	1,19
QUADRO ITALIANO			
PIL	-8,9	5,8	4,2
Importazioni beni e servizi	-12,6	10,2	6,7
Consumi finali nazionali	-7,8	3,5	2,5
- Consumi famiglie e ISP	-10,7	4,0	4,2
- Spesa della PA	1,6	1,8	-2,6
Investimenti	-9,1	14,7	10,5
Esportazioni beni e servizi	-13,8	9,7	6,5
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL			
Esportazioni nette	-0,8	0,2	0,1
Scorte	-0,3	0,2	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	-7,8	5,3	4,0
PREZZI E CRESCITA NOMINALE			
Deflatore importazioni	-4,1	5,1	1,0
Deflatore esportazioni	-0,5	2,6	1,3
Deflatore consumi	-0,2	1,5	1,3
Deflatore PIL	1,2	1,4	1,5
PIL nominale	-7,8	7,2	5,7
MERCATO DEL LAVORO			
Costo lavoro per dipendente	2,5	0,1	2,0
Occupazione (ULA)	-10,3	4,9	3,9
Tasso di disoccupazione	9,3	10,3	9,9

(1) Variazioni percentuali, salvo per i contributi alla crescita del PIL (punti percentuali), il tasso di disoccupazione, il tasso di cambio e il prezzo del petrolio. 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 sulla crescita del PIL dell'Italia

		PIL	
		2021	2022
Fondo monetario internazionale	27-lug	4,9	4,2
Consensus Economics ⁽¹⁾	26-lug	5,0	4,3
Oxford Economics ⁽¹⁾	23-lug	5,5	4,8
Banca d'Italia ⁽¹⁾	16-lug	5,1	4,4
REF Ricerche ⁽¹⁾	13-lug	5,0	3,7
Commissione europea	07-lug	5,0	4,2
Prometeia ⁽¹⁾	06-lug	5,3	4,1
Istat	04-giu	4,7	4,4

(1) Dato del PIL corretto per i giorni lavorativi.

Il quadro dell'UPB assume che la ripresa dei contagi in atto non sia tale da richiedere rilevanti restrizioni nell'orizzonte di previsione, in quanto l'accelerazione della campagna vaccinale limiterebbe i sovraccarichi sulle strutture ospedaliere. Le proiezioni incorporano inoltre il completo utilizzo dei fondi europei e la piena attuazione degli interventi formulati nel PNRR. Per quanto attiene alla politica monetaria, si sconta la prosecuzione di condizioni espansive nell'area dell'euro, con un rialzo contenuto dei rendimenti del debito sovrano e limitati rischi di liquidità e insolvenza per imprese e famiglie. Alla luce della forte incertezza sull'evoluzione della pandemia, in Italia e all'estero, il quadro previsivo qui presentato resta caratterizzato da rischi bilaterali, ma prevalentemente orientati al ribasso (si veda al riguardo il paragrafo "I rischi della previsione").

Le previsioni sulle componenti della spesa

L'uscita dalla profonda recessione del 2020 sarebbe in massima parte ascrivibile alla domanda finale interna (al netto delle scorte), che sosterebbe l'espansione del PIL per oltre cinque punti percentuali quest'anno e quattro nel prossimo. Nella media del biennio di previsione, l'apporto degli scambi con l'estero e della variazione delle scorte sarebbe appena positivo.

I consumi privati si riprenderebbero quest'anno (al 4,0 per cento), trainati dagli acquisti di beni durevoli. La spesa privata per consumi nel 2021 sarebbe sospinta dalle considerevoli consistenze di ricchezza finanziaria delle famiglie, per cui eccederebbe la dinamica del potere d'acquisto (per quasi due punti percentuali); il reddito disponibile aumenterebbe (oltre il 3,5 per cento in termini nominali) soprattutto per la componente dei redditi da lavoro, ma verrebbe in parte eroso dal balzo dell'inflazione al consumo. L'incremento della spesa complessiva per consumi risulterebbe tuttavia ancora parziale rispetto all'eccezionale flessione registrata nel 2020 (-10,7 per cento, superiore alla caduta del PIL), per le difficoltà di recupero delle categorie merceologiche caratterizzate dalla non differibilità del bisogno che soddisfano (beni non durevoli e servizi). Nel 2022 la favorevole dinamica dei consumi privati (al 4,2 per cento), ancora supportata dal ricorso ai risparmi accumulati durante la recessione, si estenderebbe anche alla componente dei servizi grazie al graduale regresso della pandemia. Il tasso di risparmio, previsto in diminuzione al termine del periodo di previsione (per circa 3,0 punti percentuali), si collocherebbe anche l'anno prossimo su livelli largamente superiori a quelli precedenti alla crisi sanitaria, riflettendo ancora l'orientamento prudentiale delle famiglie.

L'accumulazione di capitale registrerebbe nel biennio 2021-22 ritmi (12,6 per cento nella media del biennio) storicamente elevati. La spesa per investimenti sarebbe attivata dalla ripresa della domanda aggregata, da condizioni distese nell'accesso al credito e, in misura rilevante, dall'uso delle risorse del Programma NGEU per il finanziamento degli interventi previsti dal PNRR dell'Italia (si veda al riguardo il Riquadro "Le ipotesi

dell'esercizio previsivo, la finanza pubblica e il PNRR"). Gli investimenti in macchine e attrezzature, in forte rialzo già nel primo trimestre di quest'anno, recupererebbero per intero la flessione registrata nel 2020; crescerebbero del 13,1 per cento quest'anno per poi rallentare nel successivo intorno al dieci per cento. Nel biennio di previsione gli investimenti in costruzioni si espanderebbero in media a un tasso appena inferiore al 14,0 per cento, grazie al considerevole apporto della componente pubblica, la cui incidenza sul PIL (stimata pari a circa il 3,6 per cento nel 2022) si riporterebbe su livelli analoghi a quelli precedenti la crisi globale finanziaria.

Le esportazioni di beni sarebbero trainate quest'anno dalla vivace domanda estera, mentre la componente dei servizi rifletterebbe la dinamica, più graduale, dei flussi turistici internazionali; la variazione delle esportazioni complessive (9,7 per cento) sarebbe tale da mantenere le quote di mercato estero delle produzioni italiane sostanzialmente invariate. L'aumento delle importazioni nel 2021 (oltre dieci punti percentuali) eccederebbe quello delle esportazioni per effetto del traino delle componenti di domanda che più le attivano, oltre che per il rafforzamento del cambio. L'anno prossimo i flussi di scambio con l'estero rallenterebbero: le esportazioni di beni seguirebbero la decelerazione del commercio mondiale, mentre quelle di servizi seguirebbero la ripresa del turismo internazionale; la dinamica delle importazioni (6,7 per cento) risulterebbe sostanzialmente accostata a quella delle esportazioni.

Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione

L'intensificarsi della fase ciclica sosterebbe il mercato del lavoro, la cui normalizzazione avverrebbe gradualmente. L'occupazione in termini di unità di lavoro standard (ULA), che nel 2020 si era ridotta in misura superiore rispetto al PIL, aumenterebbe del 4,4 per cento nella media del biennio 2021-22, attestandosi nel 2022 appena al di sotto dei livelli pre-crisi. Il ricorso agli strumenti di integrazione salariale fletterebbe nel periodo di previsione e si accompagnerebbe a un aumento moderato del numero delle persone occupate. La domanda di lavoro si concentrerebbe sull'occupazione dipendente a termine. L'occupazione totale nel 2021 si ridurrebbe lievemente (-0,4 per cento), riprenderebbe slancio nel 2022 ma resterebbe inferiore ai livelli pre-crisi per circa 1,5 punti percentuali. L'impatto della rimozione del divieto di licenziamenti sull'occupazione dipendente, che interessa soprattutto la componente a carattere permanente, sarebbe in buona parte riassorbito dalle maggiori assunzioni. L'anno scorso l'emergenza sanitaria aveva indotto un elevato numero di individui a sospendere la ricerca attiva di lavoro, divenuta più costosa e potenzialmente meno fruttuosa; ne era derivato un significativo aumento del tasso di inattività (di circa due punti percentuali rispetto al 2019) e una contestuale flessione del tasso di disoccupazione (al 9,3 per cento in media d'anno). Con l'allentamento delle restrizioni alla mobilità la partecipazione al mercato del lavoro tornerebbe ad affluire nel biennio di previsione, in misura graduale ma comunque più

sostenuta rispetto a quella dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione s'innalzerebbe quindi quest'anno (al 10,3 per cento), per diminuire di quasi mezzo punto nel prossimo.

L'inflazione, misurata attraverso il deflatore dei consumi, mostrerebbe un balzo all'1,5 per cento quest'anno (da -0,2 nel 2020), trainata dal rincaro delle materie prime. Le pressioni sui costi di origine esterna sarebbero tuttavia in larga misura riassorbite dai bilanci delle imprese, che conterrebbero i margini di profitto limitando la trasmissione sui prezzi finali. Le dinamiche retributive sarebbero deboli nel periodo di previsione, favorendo la decelerazione dei prezzi al consumo (all'1,3 per cento) l'anno prossimo. Il forte rialzo dei prezzi degli *input* di origine esterna si rifletterebbe in un peggioramento delle ragioni di scambio quest'anno, con la variazione del deflatore del PIL che sarebbe lievemente inferiore a quella del deflatore dei consumi. Nel 2022, con l'attenuarsi delle tensioni sui corsi dei beni energetici e sui prezzi dei manufatti di origine estera, la dinamica del deflatore del PIL sopravanzerebbe quella dell'inflazione al consumo (per circa 0,2 punti percentuali). Il PIL nominale, in flessione di quasi otto punti percentuali nel 2020, recupererebbe quasi interamente quest'anno, portandosi al di sopra dei valori pre-crisi nel prossimo.

Le principali revisioni rispetto alle previsioni di primavera

Rispetto al quadro macroeconomico formulato dall'UPB per la validazione delle previsioni del DEF 2021, la dinamica del PIL è stata decisamente rivista al rialzo quest'anno (dal 4,4 per cento) per quasi 1,5 punti percentuali, mentre è stata sostanzialmente confermata per il prossimo. Il miglioramento per il 2021 ha prevalentemente riflesso le nuove informazioni sul PIL del secondo trimestre, risultato decisamente superiore alle stime formulate in primavera. In termini di domanda, si sono incorporate le informazioni più favorevoli sia sulla componente estera sia su quella interna. Le revisioni delle variabili di prezzo hanno tenuto conto della tendenza al rialzo delle quotazioni di materie prime e dei dati congiunturali più recenti: nella media del biennio di previsione la dinamica dei deflatori, dei consumi e del PIL è più elevata per circa 0,3 punti percentuali.

I rischi della previsione

Lo scenario macroeconomico dell'economia italiana è circondato da rischi bilaterali ma prevalentemente orientati al ribasso, soprattutto nel breve termine.

Le previsioni presentate in questa Nota dipendono strettamente dall'ipotesi che l'ondata di contagi appena iniziata ritorni gradualmente sotto controllo nell'orizzonte di previsione. I progressi della campagna vaccinale rappresentano un aspetto chiave per definire i tempi necessari ad assicurare il ritorno verso le condizioni pre-pandemia;

un'accelerazione di queste tempistiche consoliderebbe la fiducia e la spesa delle famiglie, avviando il riassorbimento delle elevate consistenze di risparmio accumulate durante la crisi.

Tuttavia, la nuova ripresa dei contagi in corso rischia di incidere sulla fiducia degli operatori economici, al momento su valori elevati, riverberandosi sulle decisioni di consumo e di investimento. Gli indicatori più rilevanti per valutare la pericolosità della circolazione del virus si basano ora sul sovraccarico delle strutture ospedaliere. I rischi per l'economia si accentuerebbero quindi se la nuova ondata portasse tensioni sul sistema sanitario, tali da richiedere nuove restrizioni alle attività economiche.

In queste proiezioni si assume che le misure di sostegno alle famiglie e alle imprese operino efficacemente e che l'utilizzo da parte dell'Italia dei fondi europei del programma NGEU permetta di avviare tempestivamente i progetti di investimento predisposti con il PNRR. Un'attuazione parziale, ritardata o inefficiente, di tali interventi comporterebbe quindi il venire meno di un rilevante fattore di sostegno alla crescita.

Riquadro – Le ipotesi dell’esercizio previsivo, la finanza pubblica e il PNRR

Le ipotesi sul contesto internazionale. L’esercizio si riferisce al biennio 2021-22 ed è basato su variabili esogene internazionali aggiornate (sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili alla data del 29 luglio 2021). In particolare, vengono adottate le seguenti ipotesi: 1) il commercio mondiale di beni e servizi si espande quest’anno di quasi dieci punti percentuali e decelera nel prossimo (6,9 per cento); 2) le condizioni monetarie restano estremamente espansive, con il tasso di interesse a breve nell’area dell’euro negativo nell’orizzonte di previsione; 3) il tasso di cambio si apprezza nel 2021 e si stabilizza nel prossimo anno, coerentemente con le quotazioni dei mercati a termine; (il bilaterale del dollaro rispetto all’euro si colloca a 1,19 nella media del periodo 2021-22); 4) il prezzo del greggio, secondo le quotazioni nei mercati *futures*, rasenta i 70 dollari al barile nel 2021 (da 41,8 nel 2020), per poi attestarsi su un livello appena più basso nel 2022.

La finanza pubblica e il PNRR. Il quadro di finanza pubblica include gli interventi predisposti dalla Legge di bilancio per il 2021 e i provvedimenti introdotti successivamente sino al DL 99 del 2021, tra cui ad esempio la proroga del superbonus, il pacchetto di interventi cosiddetti “Sostegni-bis” e le semplificazioni introdotte alla c.d. “Nuova Sabatini”. I provvedimenti sulla liquidità, come la moratoria sul credito e le garanzie pubbliche sui prestiti alle attività produttive, pur non esplicitamente considerati dal modello econometrico adottato (MeMo-It)⁵, sono parzialmente recepiti nelle proiezioni, in quanto contribuiscono all’ipotesi di condizioni finanziarie stabili nell’orizzonte di previsione.

Per la valutazione dell’impatto del PNRR si considerano le risorse per interventi aggiuntivi rese disponibili dal Programma NGEU e quelle del Fondo per lo sviluppo e la coesione (FSC). Nel complesso i fondi disponibili al Governo italiano per finanziare progetti aggiuntivi previsti dal PNRR risultano pari a oltre 180 miliardi di euro nel periodo 2021-26. Si assume che nell’orizzonte previsivo di questa Nota (2021-22) vengano attivate risorse intorno a 50,0 miliardi. Nel complesso del periodo di programmazione si ipotizza che oltre il 60 per cento delle risorse aggiuntive saranno destinate agli investimenti, circa il 20 per cento finanzia incentivi alle imprese e la restante parte sarà destinata a trasferimenti e spesa pubblica corrente. L’esercizio recepisce le ipotesi adottate dal MEF nella valutazione degli effetti macroeconomici del PNRR, ovvero che gli investimenti pubblici siano caratterizzati da un elevato livello di efficienza e che l’efficacia delle Amministrazioni pubbliche nell’attuazione dei progetti presenti un significativo miglioramento rispetto agli standard storici. La valutazione è condotta attraverso il modello MeMo-It che si caratterizza per una risposta pressoché immediata agli *shock* fiscali, per cui si stimano essenzialmente effetti dal lato della domanda. L’effetto espansivo complessivo sul PIL nel biennio 2021-22 è stimato pari a circa 2,0 punti percentuali, grazie al sostegno esercitato sulla domanda interna, soprattutto di investimenti (che si espanderebbero circa sette punti percentuali in più rispetto allo scenario in assenza del PNRR); anche l’impiego del fattore lavoro risponderebbe positivamente, con un incremento di circa un punto percentuale al 2022 delle unità standard. Gli impatti sui prezzi sarebbero invece modesti, grazie anche ai larghi margini di capacità inutilizzata al momento disponibili per la produzione.

⁵ Si veda il documento [Gli strumenti di previsione macroeconomiche dell’UPB](https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf) consultabile all’indirizzo <https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf>.