

Sommario*

Dopo la forte contrazione dell'attività economica nella prima metà dell'anno l'allentamento delle misure di distanziamento sociale ha indotto una rapida ripresa in estate. Le ultime previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) sono state lievemente riviste al rialzo, ma delineano una contrazione degli scambi globali nel 2020 di oltre dieci punti percentuali e sono soggette a forti rischi al ribasso. Le quotazioni petrolifere e azionarie nei mesi scorsi hanno recuperato parzialmente il crollo ascrivibile alla prima ondata pandemica, beneficiando della reattività delle politiche economiche. L'Unione europea ha avviato il Next Generation EU (NGEU), che rappresenta una novità sulla capacità di risposta comune a uno shock globale; il bilancio della Banca centrale europea si sta ampliando su valori massimi storici, per contrastare il repentino calo dell'inflazione.

In Italia nei primi due trimestri dell'anno l'attività economica si è ridotta complessivamente di circa 18 punti percentuali, a fronte di contrazioni diffuse a tutti i maggiori settori. L'input di lavoro è diminuito in misura maggiore, tuttavia la forte espansione della CIG e il temporaneo blocco dei licenziamenti hanno preservato i rapporti di lavoro dipendente delle imprese. Nel terzo trimestre si sono manifestati segni di una rapida ripresa, che nella media dei modelli dell'UPB avrebbe fatto espandere il PIL di 12 punti percentuali, ma con un intervallo di variazione delle stime estremamente ampio. Il recupero dei mesi scorsi sarebbe prevalentemente ascrivibile alla crescita del settore industriale e delle costruzioni. L'attività nei servizi sarebbe invece rimasta debole, soprattutto per le imprese più legate al turismo.

Nelle ultime settimane il COVID ha ricominciato a diffondersi in Italia, in lieve ritardo rispetto a quanto accaduto in altri paesi europei. Le prospettive dell'economia italiana nello scorcio finale dell'anno dipendono fortemente dall'evoluzione dell'epidemia e dagli interventi che si renderanno necessari per contrastarla. Ipotizzando diversi scenari alternativi epidemiologici e tenendo conto della relazione statistica con le misure restrittive adottate durante la prima ondata, si può stimare che gli effetti sull'attività economica del quarto trimestre sarebbero non trascurabili; in uno scenario meno sfavorevole l'epidemia sottrarrebbe circa tre punti percentuali di PIL, mentre nel caso avverso l'effetto sarebbe di otto punti. La variazione del PIL nel complesso dell'anno 2020 ne risulterebbe intaccata per uno o due punti percentuali, ma le ripercussioni sarebbero maggiori sul tasso di crescita del 2021 in quanto il quarto trimestre ha un trascinamento statistico forte sull'anno successivo. L'esercizio proposto dipende molto dalle ipotesi formulate, oltre che da relazioni statistiche desunte sulla base delle osservazioni riferite alla prima ondata del COVID. Per queste ragioni i risultati vanno interpretati con cautela.

* A cura del Servizio analisi macroeconomica; Nota completata con le informazioni disponibili il 21 ottobre-2020.

Contesto internazionale

L'attività economica è in recupero, ma la pandemia accelera nuovamente

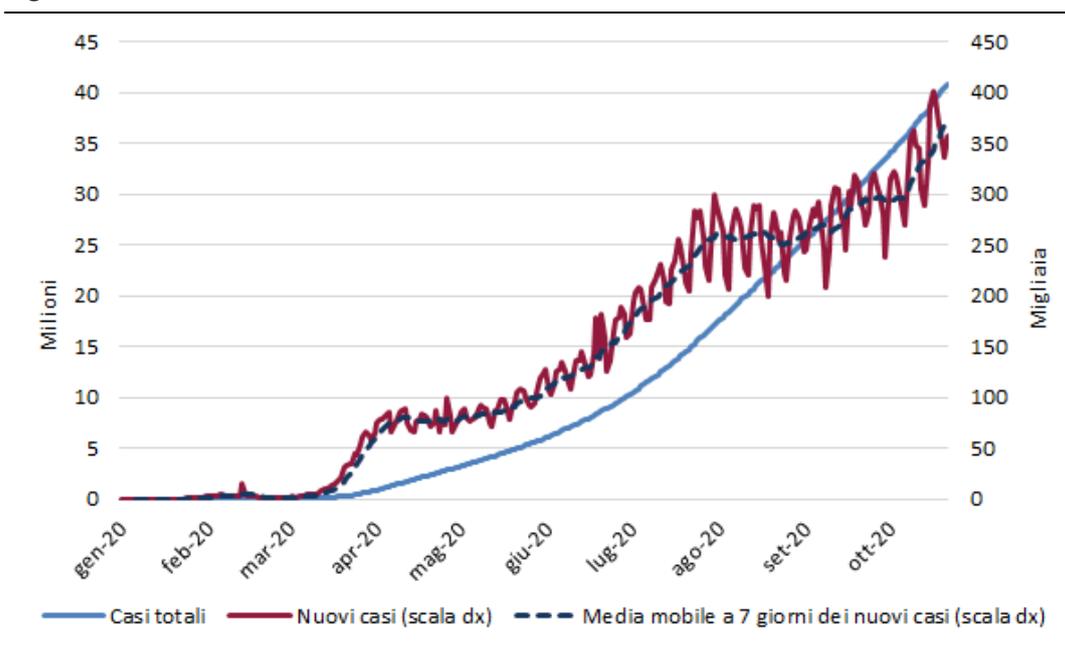
A dieci mesi dallo scoppio della pandemia la perdita di vite umane nel mondo ha largamente superato il milione di unità, mentre il totale dei contagiati ha superato i 40 milioni (fig. 1). Oltre alle sofferenze per la salute la crisi sanitaria ha parallelamente inflitto forti perdite al sistema economico, le cui cicatrici potrebbero restare evidenti a lungo.

Dopo la forte contrazione dell'attività economica verificatasi nella prima metà dell'anno, l'allentamento delle misure di distanziamento sociale ha indotto un rimbalzo della produzione nel trimestre estivo, non ancora sufficiente a recuperare i livelli produttivi di fine 2019. Gli indici di fiducia dei direttori acquisti (*Purchasing Managers' Index – PMI*), che erano precipitati nei mesi di massima diffusione della pandemia, con l'inizio dell'estate sono tornati sopra quota 50, soglia che identifica il confine tra la contrazione e l'espansione (fig. 2).

In Cina, dopo un primo trimestre negativo (-6,8 per cento tendenziale), il prodotto interno è tornato a crescere nel secondo (3,2 per cento) per poi accelerare in estate (4,9 per cento). La variazione del PIL nei primi 9 mesi dell'anno è positiva (0,7 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), in particolare grazie alla ripresa della produzione industriale (1,2 per cento).

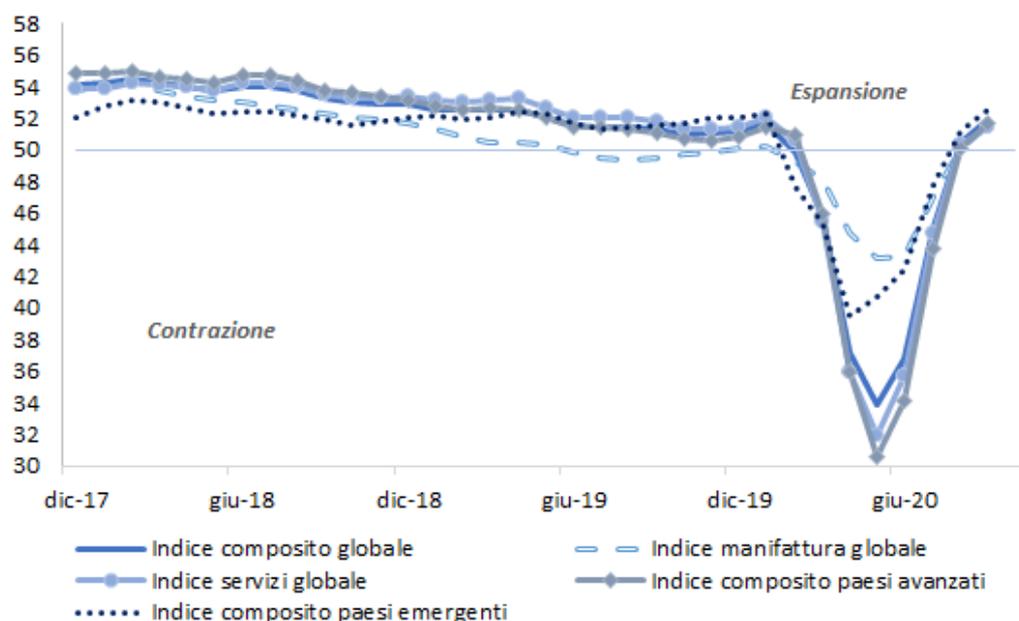
Negli Stati Uniti, dove la diffusione del coronavirus è avvenuta con un certo ritardo, l'economia ha mostrato finora una buona capacità di reazione, anche grazie agli stimoli

Fig. 1 – Diffusione del COVID-19 nel mondo



Fonte: European Centre for Disease Prevention and Control.

Fig. 2 – Indice JP Morgan Globale PMI (1)
(media mobile a tre mesi)



Fonte: IHS Markit.

(1) Indici di fiducia basati sulle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese; un valore superiore a 50 indica l'espansione.

fiscali del *CARES Act*, varato in primavera. Ciononostante, degli oltre 22 milioni di posti di lavoro persi tra marzo e aprile, solo la metà sono stati recuperati nei successivi 5 mesi; il tasso di disoccupazione è balzato al 14,7 per cento in aprile, per poi rientrare al 7,9 per cento in settembre. Nell'area euro gli effetti delle misure di distanziamento sociale si sono manifestati sul PIL in maniera rilevante nel primo trimestre (-3,7 per cento) e poi ancora di più nel secondo (-11,8); la disoccupazione è invece aumentata in misura limitata (dal 7,2 per cento di marzo all'8,2 di agosto), grazie al sistema di protezione sociale che tutela maggiormente i posti di lavoro.

Nei mercati azionari la reazione alla pandemia è stata più rapida e sincronizzata. La maggior parte dei mercati a fine marzo aveva perso quasi il 40 per cento del valore di inizio anno. Nei mesi successivi si è registrato un lento recupero, supportato dal miglioramento della fiducia e dai consistenti sostegni monetari e fiscali. A metà ottobre il Dow Jones è tornato alla quotazione di inizio anno, mentre il FTSE100 risulta ancora del 20 per cento inferiore.

Il commercio riparte, ma le perdite accumulate sono ingenti

Il commercio mondiale ha risentito pesantemente della pandemia, sia per la riduzione della domanda sia per le restrizioni agli scambi imposte in emergenza. Le tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti, sebbene lievemente allentate da accordi all'inizio

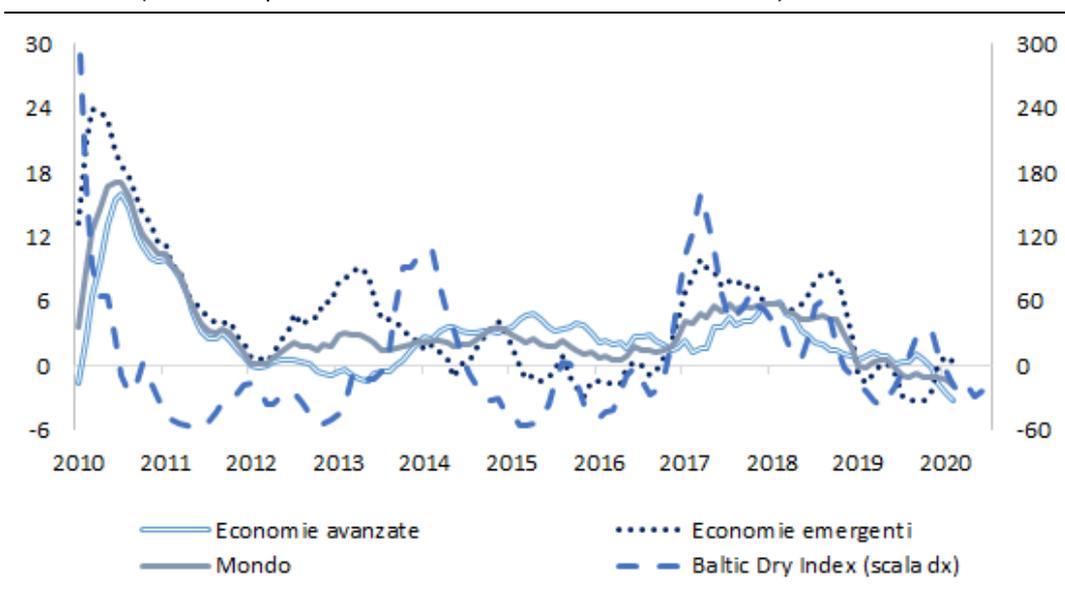
dell'anno, hanno ulteriormente inciso sugli scambi; il deficit commerciale degli Stati Uniti si è ridotto nei confronti della Cina (la quota è passata dal 65 al 45 per cento tra il 2018 e la prima metà del 2020), ma il disavanzo totale non ha subito modificazioni di rilievo in quanto è peggiorato verso gli altri paesi.

Secondo i dati del *Central Plan Bureau* (CPB), in giugno e luglio l'indice del commercio mondiale è tornato ad espandersi su base mensile (7,9 e 4,8 per cento rispettivamente) dopo 5 mesi di contrazione. Nel complesso dei primi sette mesi dell'anno il commercio si è contratto dell'8,5 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La ripresa degli scambi ha avuto ripercussioni positive anche sui noli marittimi (*Baltic Dry Index* - BDI), che sono tornati ai livelli di novembre dello scorso anno (fig. 3).

Il Fondo monetario internazionale ha migliorato le previsioni sul 2020

Nell'*Outlook* di ottobre il FMI ha rivisto per la prima volta al rialzo le attese di crescita sul 2020. Il PIL mondiale dovrebbe contrarsi del 4,4 per cento nell'anno corrente, in rialzo di 8 decimi rispetto allo scenario di giugno; la revisione riguarda i paesi avanzati, la cui flessione è ora attesa al 5,8 per cento; per i paesi emergenti viene infatti pressoché confermata la stima di un calo di poco più di tre punti percentuali. Per il prossimo anno le attese sul rimbalzo del PIL mondiale (al 5,2 per cento) sono state invece lievemente limiate. Migliorano le stime sulla flessione del commercio di quest'anno (-10,4 per cento) e, sebbene marginalmente, anche per il 2021 (tab.1).

Fig. 3 – Tasso di crescita delle importazioni e indice del costo del trasporto marittimo (variazione percentuale annua della media mobile a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati CPB e Refinitiv.

Tab. 1 – Previsioni del FMI
(variazioni percentuali e differenze in punti percentuali)

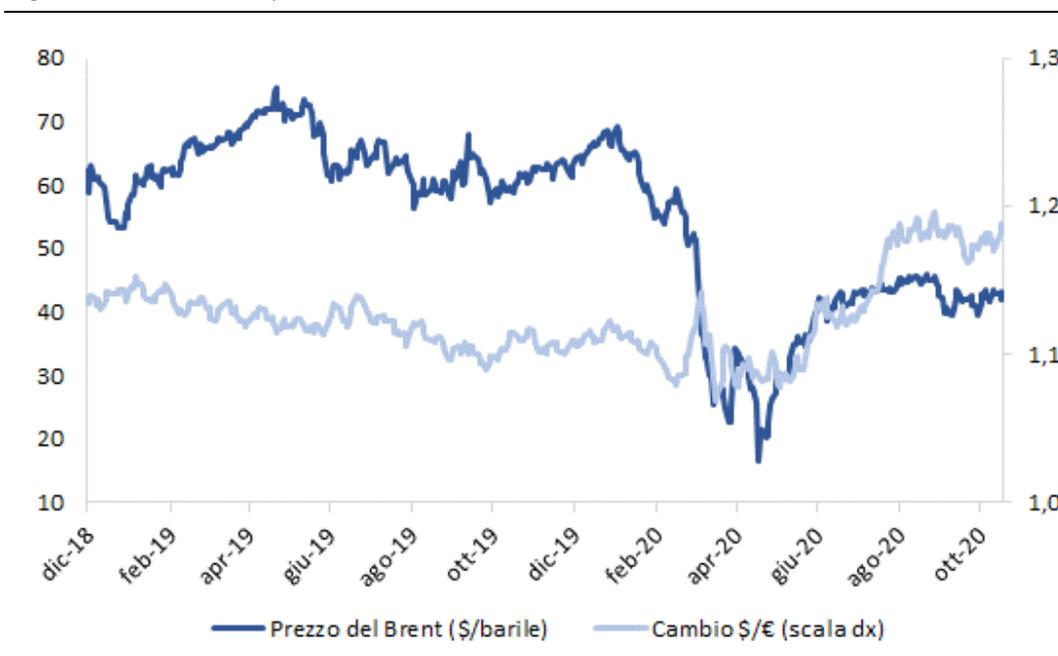
	WEO ottobre 2020			Differenze da WEO update giugno 2020	
	2019	2020	2021	2020	2021
Prodotto mondiale	2,8	-4,4	5,2	0,8	-0,2
<i>Economie avanzate</i>	1,7	-5,8	3,9	2,3	-0,9
<i>Stati Uniti</i>	2,2	-4,3	3,1	3,7	-1,4
<i>Area dell'euro</i>	1,3	-8,3	5,2	1,9	-0,8
<i>Economie emergenti</i>	3,7	-3,3	6,0	-0,2	0,2
Commercio mondiale	1,0	-10,4	8,3	1,5	0,3

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2020.

Le quotazioni petrolifere restano deboli nonostante i tagli produttivi

La pandemia ha inciso sul mercato petrolifero riducendo drasticamente la domanda di greggio. Il forte eccesso di offerta ha avuto il suo apice in aprile quando, a causa del quasi esaurimento dei siti di stoccaggio, le quotazioni del WTI avevano raggiunto quotazioni negative mai registrate. Successivamente, grazie agli accordi intervenuti tra i paesi OPEC+ per un taglio produttivo di quasi 10 milioni di barili al giorno, le quotazioni hanno cominciato ad aumentare; dall'inizio dell'estate la varietà di riferimento europea, il Brent, oscilla tra i 40 e i 45 dollari per barile (fig. 4).

Fig. 4 – Prezzo del petrolio e tasso di cambio dollaro-euro



Fonte: Refinitiv.

Le valutazioni degli analisti sul più forte stimolo monetario negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro hanno inciso sui mercati valutari; il tasso di cambio dell'euro, che nei confronti del dollaro aveva oscillato intorno a 1,10 nei primi cinque mesi dell'anno, si è apprezzato poco più del 5 per cento tra fine maggio e la seconda decade di ottobre.

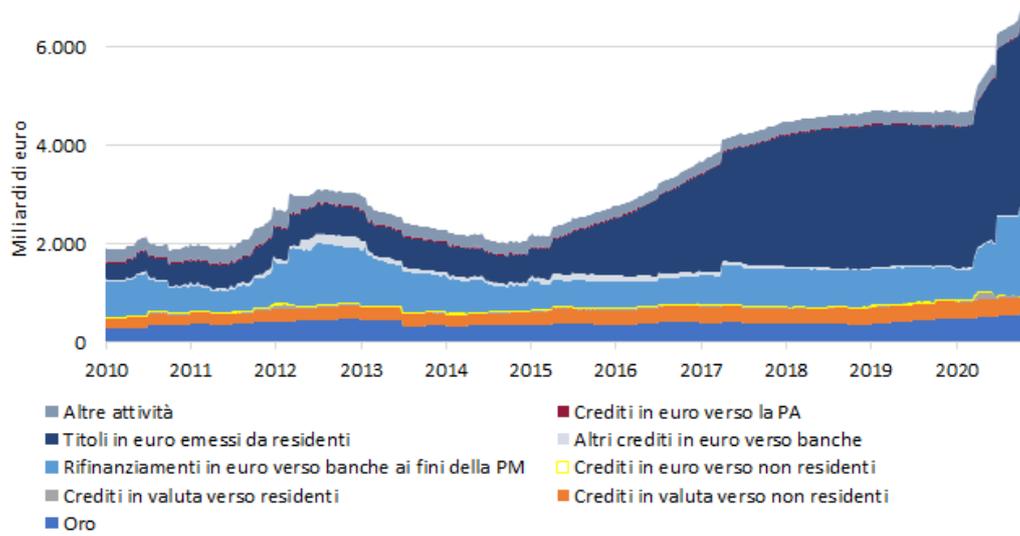
L'inflazione europea si annulla malgrado la politica monetaria ultra espansiva

Tra la fine del 2019 e il febbraio scorso l'inflazione al consumo dell'area dell'euro aveva fluttuato all'interno della forchetta 1,2-1,4 per cento annuo, similmente alla componente meno volatile. Con la diffusione della pandemia la dinamica dei prezzi ha iniziato a diminuire. Da un lato le misure di distanziamento sociale impedivano l'acquisto di alcuni beni, dall'altro la forte contrazione dei prezzi energetici consentiva risparmi di costo. In pochi mesi l'inflazione si è annullata (in maggio) per collocarsi in territorio negativo in agosto e settembre (-0,3 per cento in quest'ultimo mese). L'inflazione di fondo è rimasta prossima all'1,0 per cento fino a luglio, ma nei due mesi successivi è diminuita drasticamente, fino allo 0,2 per cento in settembre.

Le aspettative di inflazione hanno reagito velocemente alla recessione, registrando già a fine marzo un valore estremamente basso (0,3 per cento quelle a 2 anni). Da allora hanno cominciato gradualmente a risalire per trovare una certa stabilità a partire da giugno. A metà ottobre le attese di inflazione erano pari a 0,8, 1,2 e 1,5 per cento con orizzonte 2, 5 e 10 anni rispettivamente.

Il Consiglio direttivo della BCE nella riunione del 10 settembre ha deciso di mantenere invariati i tassi di riferimento per il rifinanziamento, principale e marginale, nonché per i depositi. Per quanto riguarda la politica monetaria non standard, prosegue il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) con una dotazione finanziaria totale di 1.350 miliardi di euro; resta inoltre attivo il programma di acquisto di attività (*Asset Purchase Programme*, APP) a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro sino alla fine dell'anno. Il Consiglio ha inoltre ribadito l'impegno a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza sia nel quadro del PEPP sia dell'APP. Da inizio aprile a metà ottobre la BCE ha ampliato il suo attivo di oltre 1.500 miliardi di euro, ovvero di circa il 30 per cento, raggiungendo valori massimi storici (fig. 5).

Fig. 5 – Situazione contabile consolidata dell'eurosistema
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Economia italiana

Il crollo del PIL nel secondo trimestre è stato diffuso tra i settori

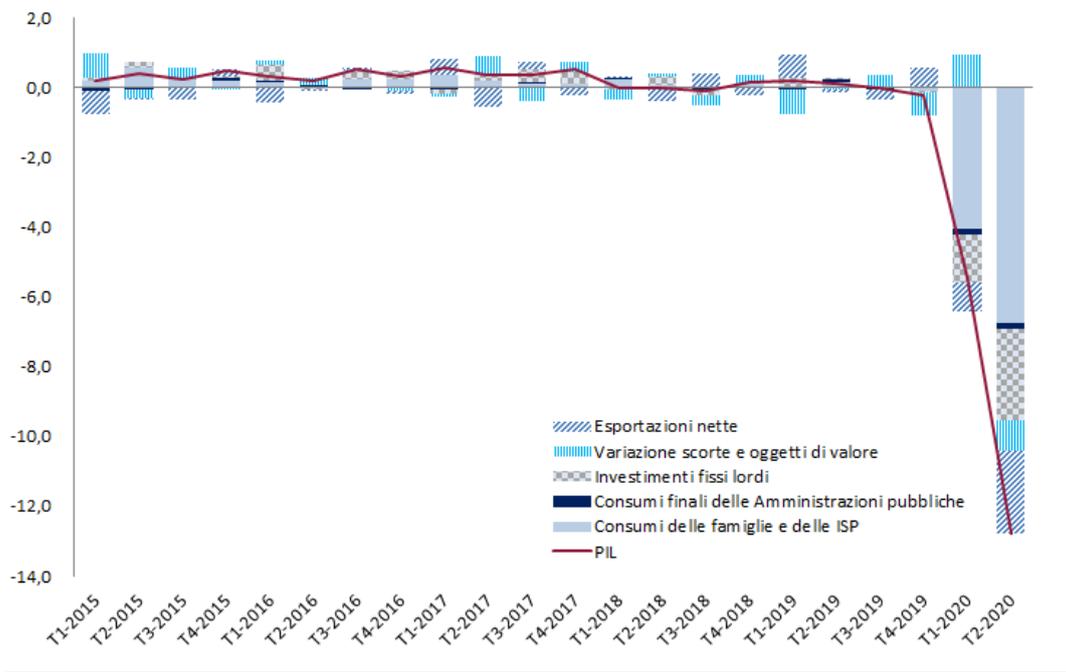
La fase ciclica dell'economia italiana, complessivamente stagnante nel 2019, si è rapidamente deteriorata nella prima metà dell'anno in corso, a causa della pandemia da COVID-19. Secondo gli ultimi conti economici trimestrali (pubblicati dall'Istat a inizio ottobre e coerenti con i conti nazionali diffusi il 22 settembre) il PIL dell'Italia si è ridotto nel secondo trimestre del 13,0 per cento rispetto alla media gennaio-marzo e del 18,0 per cento nei confronti dello stesso periodo del 2019; la variazione acquisita per il 2020 si attesta a -14,8 per cento. Rispetto alla stima Istat del 31 agosto le variazioni congiunturali e tendenziali sono state riviste al ribasso, rispettivamente di due e tre decimi di punto percentuale. La contrazione congiunturale del PIL dell'Italia in primavera è risultata più severa rispetto a quella registrata in Germania (-9,7 per cento) e nell'area dell'euro (-11,8 per cento), ma più contenuta rispetto alla Spagna e alla Francia (-17,8 e -13,8 per cento, rispettivamente).

Dal lato dell'offerta la dinamica del valore aggiunto è risultata fortemente negativa in tutti i principali comparti produttivi, con flessioni congiunturali per l'agricoltura (-3,7 per cento), l'industria (-20,5) e i servizi (-11,3). Con riferimento alle componenti di spesa la contrazione degli investimenti fissi lordi (-16,2 per cento rispetto al periodo precedente) è stata più marcata di quella dei consumi finali nazionali (-8,5 per cento); gli effetti della pandemia sono risultati particolarmente forti sui flussi di esportazioni e importazioni, con crolli rispettivamente pari a -26,4 e -20,6 per cento. La variazione delle scorte e l'interscambio con l'estero hanno sottratto alla crescita, rispettivamente, 1,2 e 2,3 punti percentuali, mentre il freno esercitato dalla domanda nazionale (al netto delle scorte) è stato molto più marcato (-9,6 per cento; fig. 6).

L'epidemia ha frenato la spesa delle famiglie stimolando il risparmio

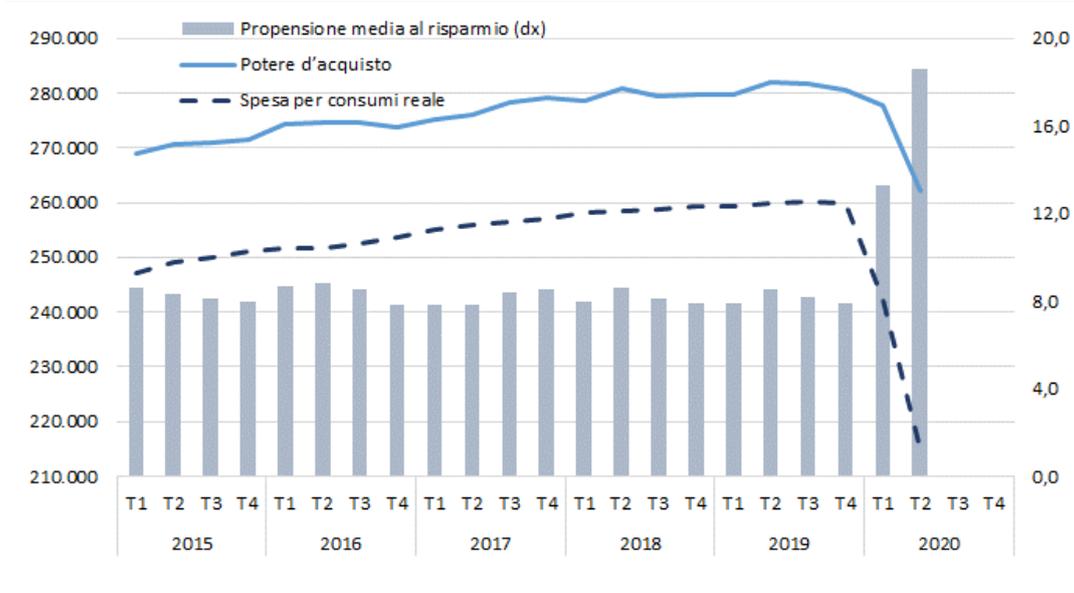
Alla dinamica pressoché piatta che aveva caratterizzato i trimestri del 2019 è seguita nella prima metà dell'anno in corso una severa contrazione della spesa delle famiglie, che si è attestata su un livello inferiore di oltre 17 punti percentuali rispetto al dato di fine 2019. Il calo, specialmente nel secondo trimestre dell'anno, ha interessato tutte le tipologie di acquisti e in particolare i beni durevoli e i servizi. Anche il reddito disponibile (e il potere d'acquisto delle famiglie) ha registrato una flessione, ma di entità decisamente più contenuta per effetto delle misure di sostegno ai redditi attivate dal Governo. La propensione al risparmio delle famiglie, sostanzialmente stabilizzata all'8,1 per cento del reddito disponibile nel 2019, ha visto un deciso incremento nella prima parte dell'anno, portandosi in aprile-giugno al 18,6 per cento (dal 13,3 per cento del primo trimestre; fig. 7). Mentre l'incremento nel primo trimestre probabilmente ha riflesso la difficoltà negli

Fig. 6 – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti della domanda al PIL
(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

Fig. 7 – Potere di acquisto, consumi e risparmio delle famiglie
(milioni di euro, valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Fonte: Istat.

acquisti di beni e servizi dovuta alla chiusura di attività non essenziali, sul balzo nel periodo successivo avrebbe inciso anche un atteggiamento maggiormente prudentiale

delle famiglie verso alcune tipologie di consumi (come ad esempio, quelli legati al turismo e alle attività ricreative).

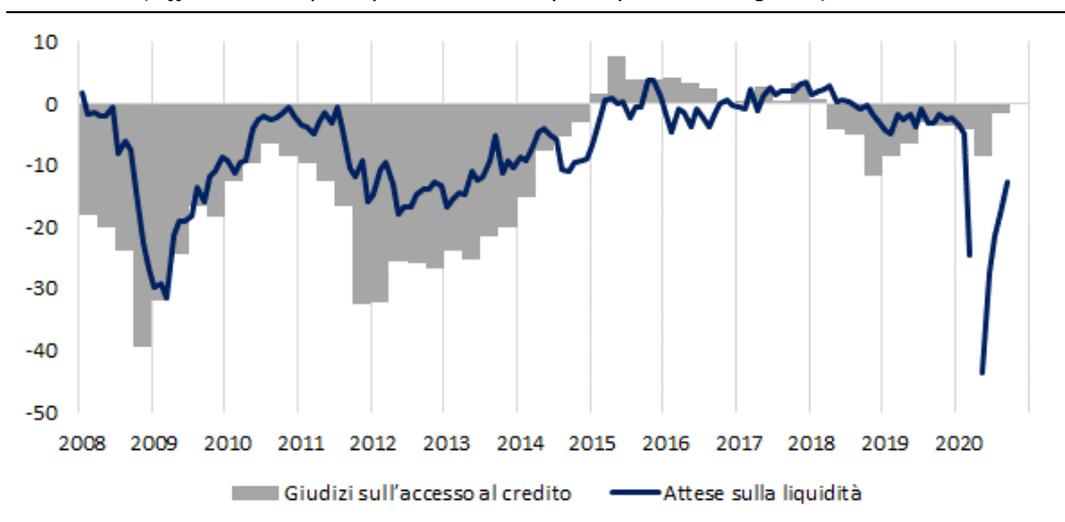
Nel terzo trimestre si sarebbe realizzato un veloce ma parziale recupero dei consumi, dai minimi primaverili: secondo le stime di Confcommercio, nella media dei mesi estivi il livello di spesa sarebbe infatti risultato inferiore di circa il 10 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno; la dinamica degli acquisti di servizi (in particolare ricreativi, ricettivi e di trasporto aereo) è ancora fortemente negativa ed è solo in parte compensata da quella riferita ai beni (prevalentemente per la cura della persona, per la comunicazione e autovetture). L'indice sulla fiducia dei consumatori, dopo il calo registrato in primavera, ha mostrato una decisa ripresa nella media del terzo trimestre. La scomposizione secondo le due coppie di dimensioni corrente/futuro ed economico/personale evidenzia come il recupero dell'indice aggregato sia prevalentemente riconducibile al miglioramento delle attese e alle opinioni sullo stato complessivo dell'economia.

Migliorano le condizioni per gli investimenti, ma resta forte il freno per l'incertezza

Dopo la flessione congiunturale nel primo trimestre (-7,7 per cento), l'accumulazione di capitale ha registrato un calo di oltre sedici punti percentuali nella media aprile-giugno. La dinamica del secondo trimestre ha riflesso la contrazione degli investimenti in costruzioni (-22,1 per cento per quelli in abitazioni, -22,4 per cento per quelli in fabbricati non residenziali) più forte di quella degli acquisti di impianti, macchinari e armamenti (-16,6 per cento). L'indagine di agosto/settembre della Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita delinea una revisione al rialzo dei piani di investimento delle imprese per il secondo semestre dell'anno in corso; secondo il Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi, però, solo un terzo delle imprese pianifica per il 2021 una spesa per investimenti maggiore rispetto al 2020.

A differenza di altre fasi recessive l'accumulazione di capitale privato non è apparsa frenata dalle condizioni finanziarie. Nel trimestre estivo, secondo l'inchiesta Istat sulle imprese manifatturiere, vi sarebbe stato un lieve allentamento delle condizioni di accesso al credito (fig. 8). Indicazioni favorevoli emergono anche dalle statistiche sulle quantità dei prestiti e sui tassi praticati alle imprese, agevolati dalle politiche espansive della BCE e dalle azioni di sostegno al finanziamento bancario attivate dal Governo. Tali andamenti potrebbero supportare il recupero dell'attività nei prossimi trimestri, tuttavia, il quadro è circondato da numerosi fattori di incertezza (rilevati anche dall'indicatore UPB discusso successivamente) e di fragilità. Gli spazi per l'accumulazione di capitale sono inoltre limitati dal basso grado di utilizzo degli impianti (attestatosi, sulla base delle inchieste Istat al 63,8 per cento nel secondo trimestre, in deciso calo rispetto alla media del 77,0 del 2019).

Fig. 8 – Giudizi sul credito e attese di liquidità nella manifattura
(differenza tra quote percentuali di risposte positive e negative)



Fonte: Istat.

Gli scambi con l'estero si sono ridotti di circa un terzo nel primo semestre

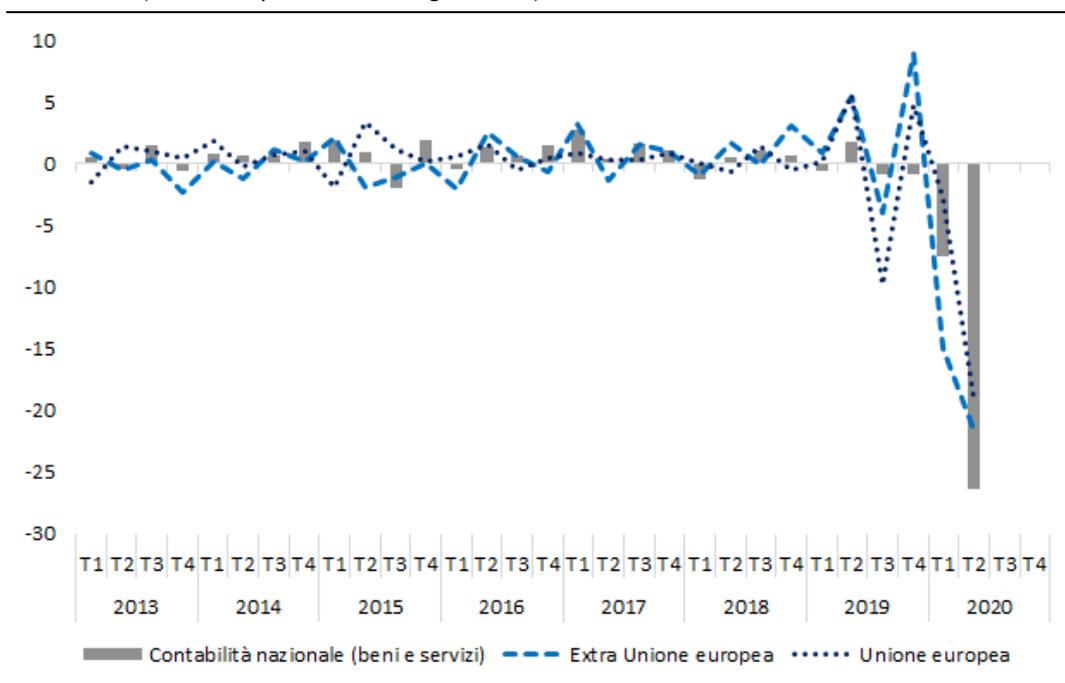
La frenata del commercio internazionale nella prima metà dell'anno ha avuto effetti più che proporzionali sulle esportazioni italiane: la flessione congiunturale in inverno (-7,5 per cento) si è ulteriormente aggravata in aprile-giugno (-26,4 per cento; fig. 9). Riguardo ai mercati di sbocco, i dati mensili sui beni indicano che la contrazione del volume delle vendite all'esterno è stata simile tra le destinazioni dell'UE e quelle all'esterno dell'Unione.

Le informazioni più recenti di commercio estero delineano una sensibile ripresa nei flussi nei mesi estivi; nella media del bimestre luglio-agosto le vendite all'estero sono aumentate rispetto al secondo trimestre verso ambedue le aree di riferimento (circa il 27 per cento per l'area europea e il 30 per cento per l'extra-UE), sia in valore sia in volume (ottenute deflazionando le serie nominali con i prezzi alla produzione).

Le rilevazioni dell'Istat sulle imprese esportatrici della manifattura sono positive per la seconda metà dell'anno: l'inchiesta di settembre, riferita al terzo trimestre, riporta un miglioramento dei giudizi e, soprattutto, delle aspettative sugli ordini dall'estero rispetto ad aprile-giugno; anche gli ostacoli all'*export* si segnalano in netto calo rispetto alla precedente rilevazione condotta in primavera.

Alla forte contrazione delle vendite all'estero nel secondo trimestre si è accompagnato un marcato calo delle importazioni (-20,6 per cento in aprile-giugno rispetto al primo trimestre del 2020), che ha riflesso anche la debolezza della spesa per investimenti in impianti e macchinari. Il maggiore arretramento delle esportazioni ha comunque determinato un contributo negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL (-2,3 punti percentuali) nel secondo trimestre.

Fig. 9 – 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.

Le indicazioni congiunturali delineano un netto rimbalzo in estate

Gli indicatori ad alta frequenza utilizzati per l'analisi congiunturale prefigurano per il terzo trimestre un recupero dell'attività economica, marcato nella manifattura e con maggiori elementi di incertezza nei servizi. La produzione industriale, dopo il crollo congiunturale durante il *lockdown* (di 20,5 punti percentuali in marzo e 28,4 in aprile), è cresciuta rapidamente in maggio (42,1 per cento) e in misura più moderata nei tre mesi successivi (8,2, 7,4 e 7,7 per cento, rispettivamente); sulla base di tali dinamiche il livello di attività in agosto è ritornato sui valori medi del 2019. Il PMI del settore manifatturiero si è mantenuto in settembre in territorio espansivo (su quota 53,2), consolidando la fase di risalita dal minimo storico registrato in aprile (31,1).

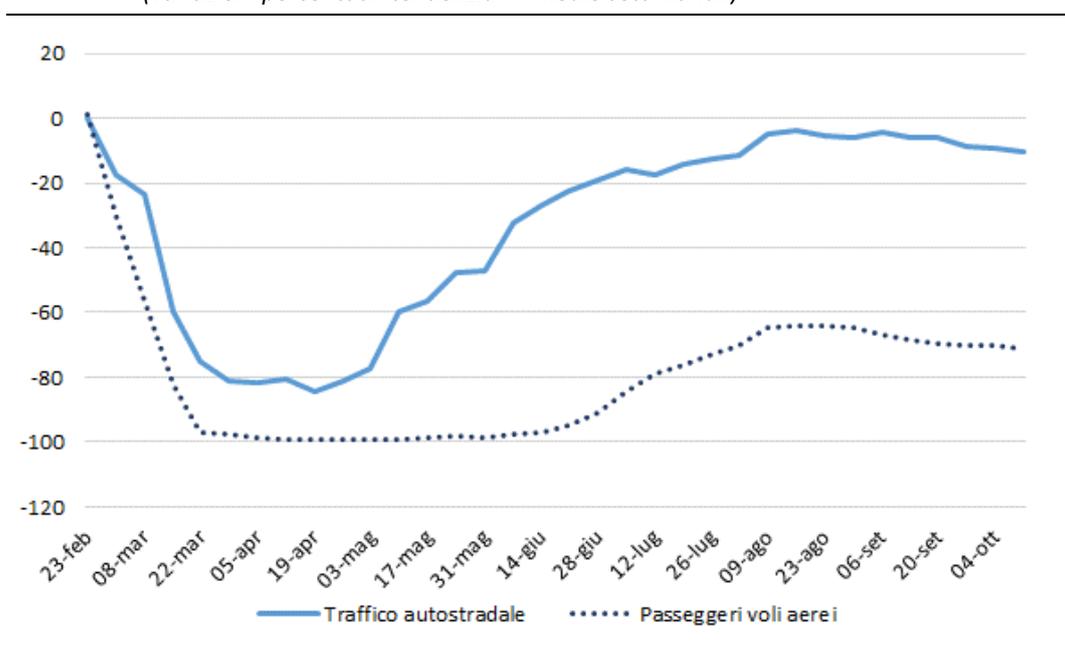
Nelle costruzioni la favorevole dinamica congiunturale dell'attività in maggio è proseguita nel trimestre successivo; nella media giugno-agosto la produzione ha registrato un incremento di oltre il 70 per cento rispetto al trimestre marzo-maggio, ma marginalmente negativa in ragione d'anno. I prezzi delle case nel secondo trimestre sarebbero aumentati in termini congiunturali (3,1 per cento). Tale evoluzione si riferirebbe però soprattutto a contratti le cui condizioni si sono perfezionate prima del *lockdown*; inoltre, i volumi di scambio sottostanti sono risultati estremamente limitati, rendendo quindi poco rappresentativa la rilevazione sui prezzi.

L'impatto dell'emergenza sanitaria sul terziario appare persistente. Le restrizioni alla mobilità delle persone hanno determinato un crollo del comparto del commercio al dettaglio, solo in parte recuperato nei mesi successivi al *lockdown*. Nel secondo trimestre il fatturato dei servizi è risultato inferiore in termini tendenziali di oltre il 70 per cento per gli alloggi e la ristorazione e di circa un terzo per le agenzie di viaggio e il supporto alle imprese. Secondo l'indagine condotta da SWG per conto di Confturismo-Confcommercio nel periodo estivo le permanenze sono state più brevi e la spesa più contenuta; in agosto si è registrato un discreto afflusso di italiani nelle mete di vacanza, mentre gli arrivi di stranieri sono stati modesti. Con riferimento ai trasporti, a fine settembre il traffico aereo di passeggeri si collocava per oltre il 70 per cento al di sotto del livello del 2019, mentre il traffico autostradale, tornato quasi ai livelli pre-pandemia a inizio agosto, ha progressivamente rallentato a partire da settembre (fig. 10). Anche i comparti del terziario che non si sono fermati durante il *lockdown* hanno registrato forti perdite, come nel caso dell'informatica e delle comunicazioni (-8,0 per cento). L'indice PMI settoriale, dopo avere registrato minimi storici in aprile (a quota 10,8), si è portato in luglio in territorio espansivo (51,6), per poi collocarsi nuovamente sotto la soglia critica di 50 in agosto (47,1) e settembre (48,8).

L'incertezza di famiglie e imprese secondo l'indice UPB si è attenuata in estate; resta tuttavia su ordini di grandezza molto elevati nel confronto storico (fig. 11), prevalentemente per il deterioramento delle componenti relative ai servizi di mercato e al commercio al dettaglio nella prima metà dell'anno.

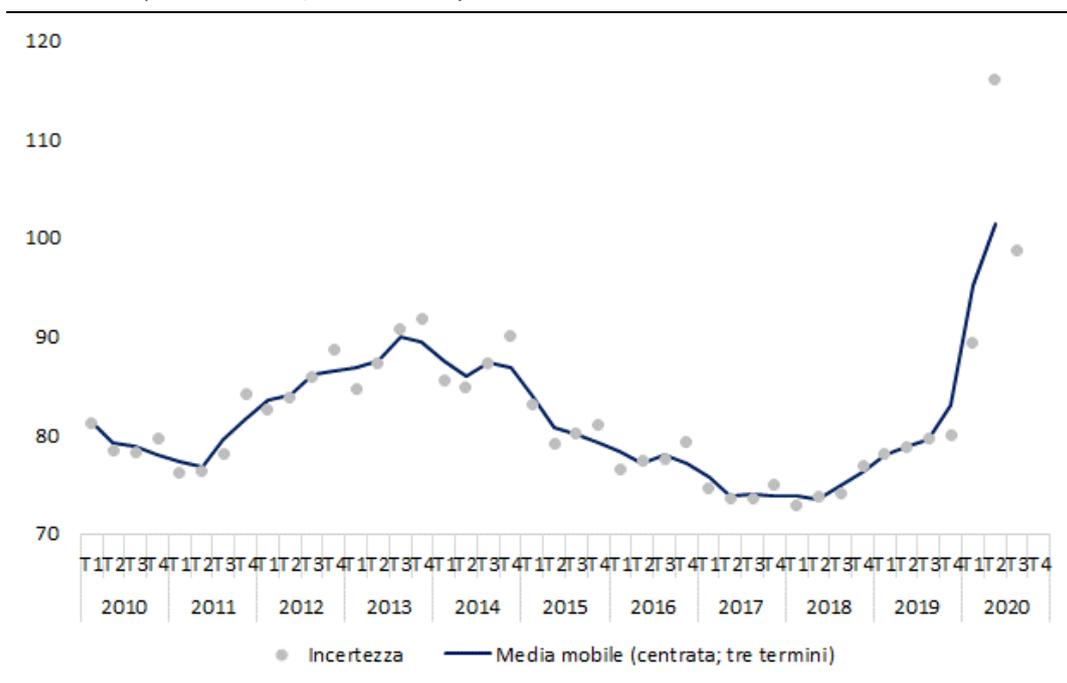
Gli indicatori sintetici del ciclo economico, come l'ITA-coin della Banca d'Italia e lo IESI

Fig. 10 – Traffico aereo e autostradale
(variazioni percentuali tendenziali – medie settimanali)



Fonte: Autostrade per l'Italia e Assaeroporti.

Fig. 11 – Indice di incertezza dell’UPB (1)
(numero indice, 1993 T1=100)

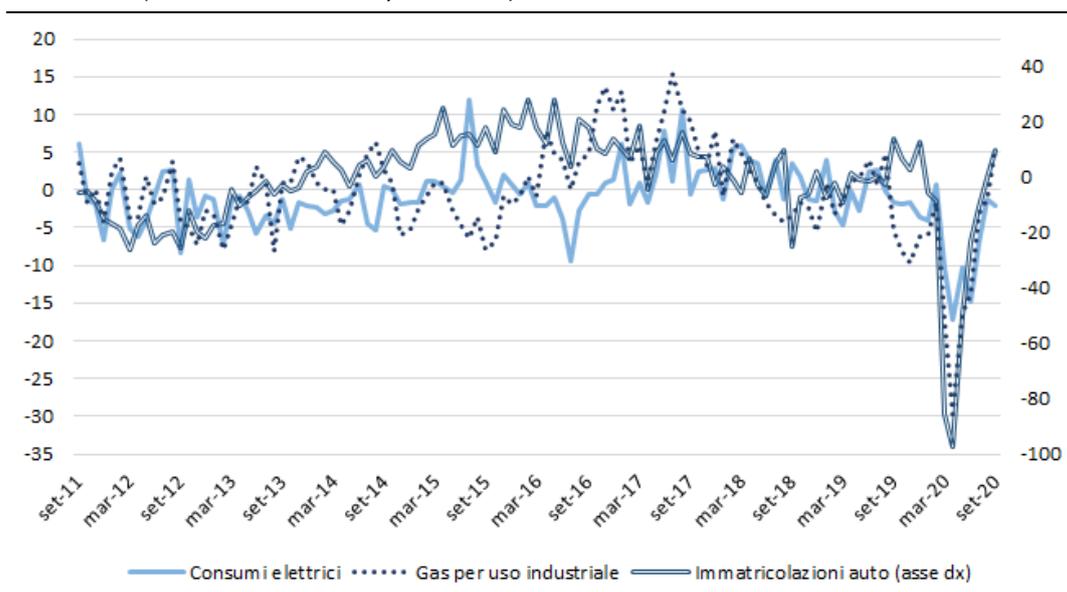


Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) La metodologia utilizzata per il calcolo dell’indice di incertezza fa riferimento alla procedura dettagliata nel Riquadro “L’incertezza misurata sui dati delle indagini presso imprese e consumatori” pubblicato nella Nota sulla congiuntura UPB di aprile 2017.

dell’Istat, sono concordi nel segnalare un recupero veloce ma parziale dell’economia italiana. La ripresa dell’attività, circoscritta ai mesi estivi, è rilevata anche dalle variabili mensili più tempestive (fig. 12). Il consumo di gas per usi industriali in settembre è

Fig. 12 – Indicatori tempestivi dell’attività economica
(variazioni tendenziali percentuali)



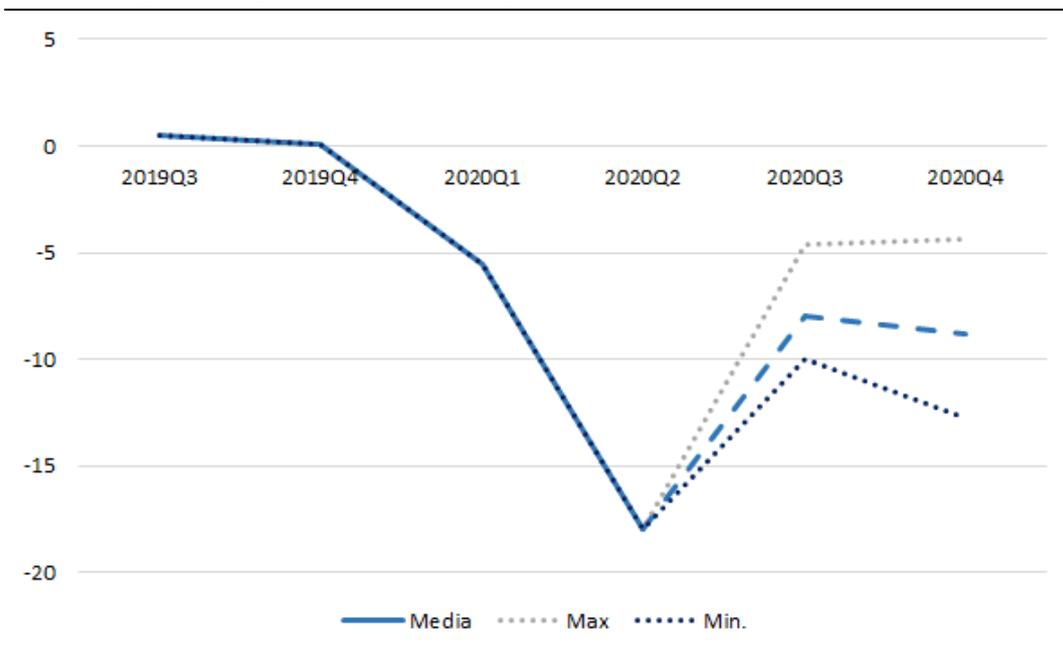
Fonte: Terna, Snam, ANFIA.

migliorato per il quinto mese consecutivo, analogamente ai consumi elettrici, mentre le immatricolazioni di autovetture, dopo essersi quasi annullate durante il *lockdown*, hanno recuperato progressivamente a partire da maggio.

Le stime di breve periodo

L'attività economica avrebbe rimbalzato sensibilmente in estate, a riflesso dello sblocco a maggio delle restrizioni alla produzione e alla mobilità delle persone. Sulla base dei modelli di breve termine dell'UPB nel terzo trimestre il PIL sarebbe aumentato fortemente, di circa il 12 per cento, ma si collocherebbe su valori ancora inferiori per otto punti percentuali a quelli pre-COVID; l'intervallo di variabilità di queste stime è estremamente elevato (fig. 13), in quanto si estende fino ad alcuni punti percentuali in più e in meno rispetto alla media. L'incertezza sul trimestre scorso è infatti forte, a causa della mancanza di indicatori congiunturali tempestivi per il settore dei servizi, oltre che per le revisioni che potrebbero essere apportate alle serie storiche trimestrali nei prossimi mesi. Nello scorcio finale dell'anno l'impulso positivo derivato dal rallentamento della pandemia durante l'estate si esaurirebbe; la variazione congiunturale del PIL sarebbe appena positiva nella previsione di base, che tuttavia non considera la nuova ondata dell'epidemia. Considerando alcuni scenari evolutivi, basati sulla risposta delle autorità e della popolazione nella scorsa primavera, gli effetti recessivi della recrudescenza potrebbero andare da circa tre fino a otto punti percentuali di PIL, a seconda della gravità dell'emergenza sanitaria (per un

Fig. 13 – Previsioni di breve termine del PIL (1)
(variazioni percentuali tendenziali)



(1) Le previsioni del PIL sono ottenute con i modelli di breve termine dell'UPB (per maggiori dettagli si veda <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf>).

approfondimento si veda il Riquadro “Recrudescenza della pandemia in Italia e attività economica: alcuni scenari evolutivi”).

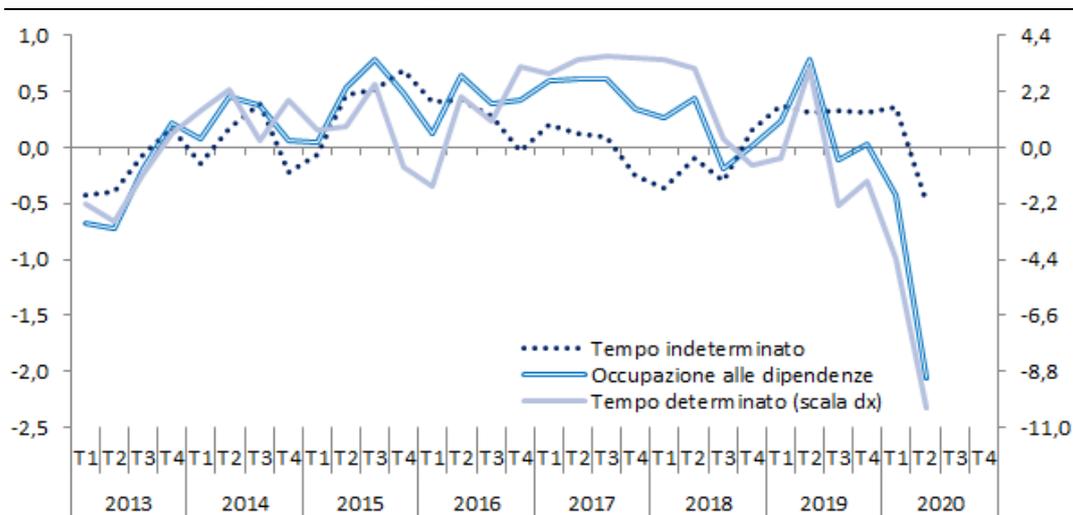
Occupazione in lieve recupero; si riduce l'utilizzo della Cassa integrazione guadagni

Le restrizioni adottate nei mesi primaverili per fronteggiare la pandemia hanno fortemente ridotto l'utilizzo del fattore lavoro. La contrazione del monte ore lavorate nel secondo trimestre (-15,2 per cento su base congiunturale) è risultata più che doppia rispetto a quella registrata nei primi tre mesi dell'anno e anche più marcata rispetto alla flessione del PIL. La riduzione dell'*input* di lavoro ha interessato similmente i maggiori comparti produttivi (-14,1 per cento nell'industria in senso stretto, -21,4 nelle costruzioni, -15,4 nei servizi).

Le posizioni lavorative hanno invece registrato una flessione nettamente più contenuta, in quanto sostenute dai provvedimenti di politica economica adottati in emergenza. L'ampliamento delle possibilità di utilizzo della Cassa integrazione guadagni (CIG) e l'introduzione del blocco dei licenziamenti per motivi economici, in vigore fino alla fine dell'anno in corso, sono risultati finora efficaci nel mantenere i rapporti di lavoro attivi nelle imprese. La diminuzione dei livelli occupazionali nel secondo trimestre (-2,0 per cento rispetto ai precedenti tre mesi) è derivata infatti in massima parte dalla contrazione della componente a tempo determinato (-10,2 per cento; fig. 14).

Le informazioni più recenti delineano un'inversione di tendenza dell'occupazione nel bimestre luglio-agosto (0,5 per cento rispetto ai precedenti tre mesi), ascrivibile agli occupati a tempo indeterminato, prevalentemente con età più elevata (35 anni e più). Il divario dai livelli pre-crisi è tuttavia non trascurabile: in agosto i livelli occupazionali sono risultati più bassi dell'1,5 per cento rispetto a quelli registrati in febbraio.

Fig. 14 – Occupazione alle dipendenze
(variazioni percentuali congiunturali)



Fonte: Istat.

Con la ripresa delle attività produttive anche il saldo tra attivazioni e cessazioni di rapporti di lavoro alle dipendenze nel settore privato è ritornato positivo. Secondo i dati amministrativi sulle comunicazioni obbligatorie², il miglioramento delle posizioni lavorative nette tra il 4 maggio e il 30 giugno (circa 217.000 contratti) ha soprattutto riflesso la crescita delle attivazioni a fronte di una dinamica delle cessazioni contenuta dal blocco dei licenziamenti.

Il ricorso agli schemi di integrazione salariale si è gradualmente ridotto con la rimozione dei vincoli all'attività economica. Sulla base dei dati amministrativi di fonte INPS, le ore di Cassa integrazione complessivamente autorizzate in agosto (pari a 293,7 milioni, comprensive dei Fondi di solidarietà) sono risultate inferiori di circa 1/3 rispetto alla media del periodo giugno-luglio (458,6 milioni) e di quasi 2/3 rispetto ai valori eccezionalmente elevati registrati nei mesi primaverili. Nel periodo maggio-agosto l'incidenza delle ore autorizzate con causale "COVID-19" ha ecceduto il 95 per cento del totale; nel complesso si sono ridotte le ore autorizzate per mese di competenza, elaborate dall'INPS³, a circa 221,3 milioni nel terzo trimestre da oltre due miliardi nel secondo. L'effettivo ricorso alla Cassa integrazione (incluse le ore di CIG per l'emergenza sanitaria) è stato inferiore alla metà degli interventi autorizzati per la CIG ordinaria, straordinaria e i Fondi di solidarietà, mentre si è attestato intorno al 67 per cento per la CIG in deroga.

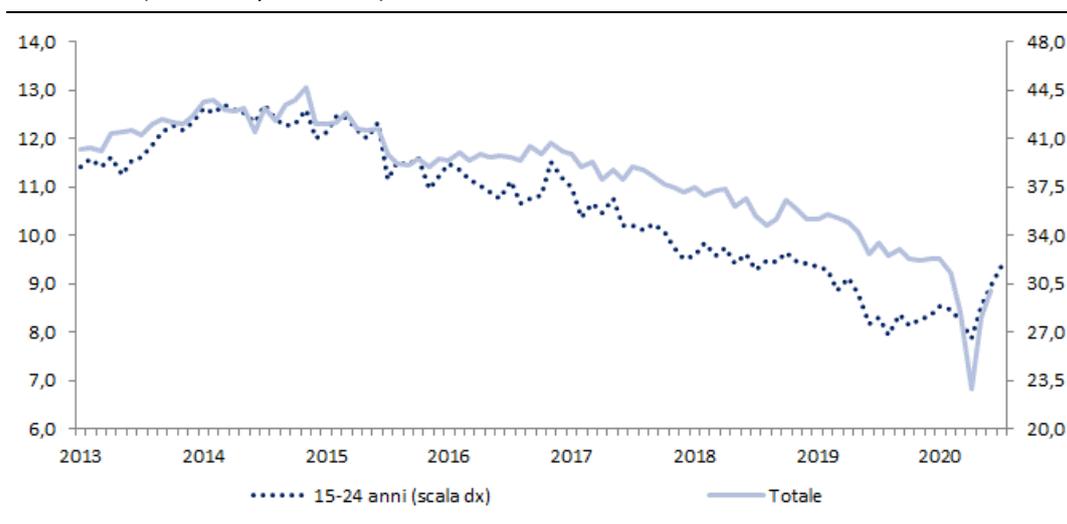
Dopo il crollo nel periodo marzo-aprile la partecipazione al mercato del lavoro ha ripreso a normalizzarsi con la fine del *lockdown*. Il numero delle persone in cerca di occupazione è balzato in maggio ed è progressivamente ritornato intorno ai valori pre-crisi nei mesi estivi. La diminuzione del numero di individui inattivi ha interessato entrambe le componenti di genere, ma in misura più marcata le donne; in agosto l'inattività si attestava comunque su livelli ancora superiori ai valori pre-crisi (1,9 per cento rispetto a febbraio, 256.000 persone in più). Nel bimestre luglio-agosto l'incremento del tasso di attività (1,3 punti percentuali rispetto alla media dei precedenti tre mesi) ha sopravanzato l'aumento del tasso di occupazione per cui il tasso di disoccupazione è aumentato al 9,8 per cento (dall'8,3 del secondo trimestre; fig. 15).

Le spinte sui salari provenienti dal mercato del lavoro si sono confermate deboli. La dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie nel secondo trimestre (0,6 per cento su base tendenziale) si è mantenuta in linea con la tendenza degli ultimi sei mesi, a sintesi di una crescita appena più sostenuta nel settore privato (0,7 per cento) e in netto rallentamento nella pubblica Amministrazione (0,3 per cento). La dinamica salariale ha poi rallentato nei mesi estivi, pressoché azzerandosi nel settore pubblico. La moderata evoluzione delle retribuzioni sconsiglierebbe anche l'elevato numero di contratti scaduti e il prolungarsi delle contrattazioni salariali, a fronte dell'elevata incertezza sulla ripresa. Gli incrementi previsti

² Si veda ANPAL, "Approfondimenti COVID-19", Nota periodica N. 5/2020.

³ Si veda INPS, [Osservatorio CIG: i dati relativi ad agosto 2020](#).

Fig. 15 – Tasso di disoccupazione
(incidenze percentuali)



Fonte: Istat.

nei recenti rinnovi contrattuali sono risultati allineati alle contenute previsioni di inflazione (al netto degli energetici importati) formulate dall'Istat per il periodo 2020-23.

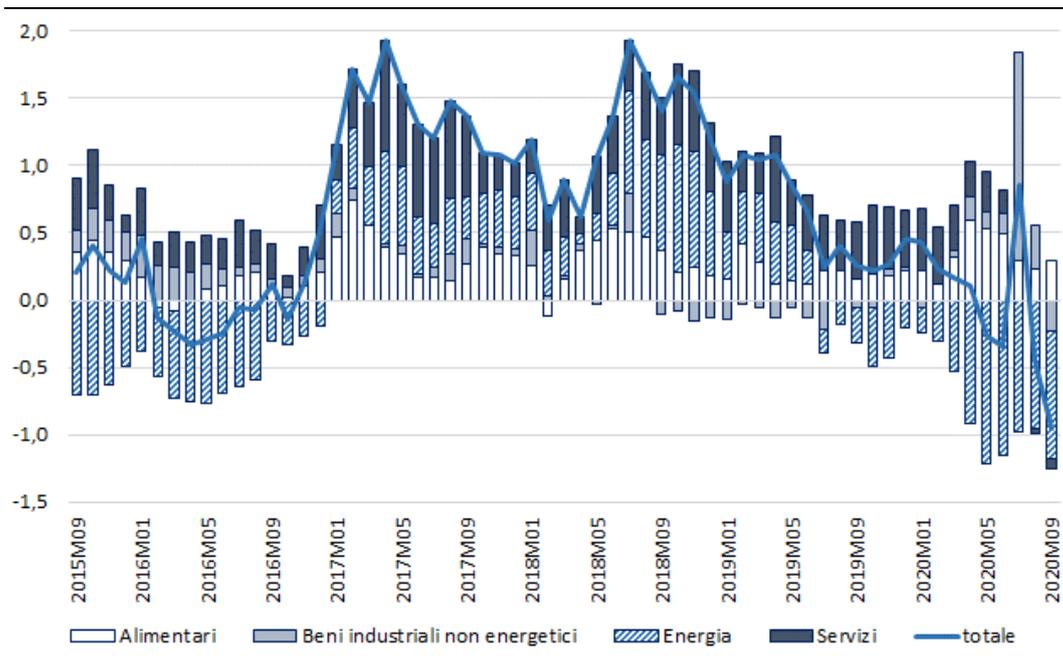
L'accelerazione del costo del lavoro nella prima metà dell'anno (3,4 per cento nel primo trimestre, 6,6 nel secondo) avrebbe invece riflesso in larga misura il trattamento statistico in contabilità nazionale delle misure di integrazione salariale: i redditi da lavoro dipendente includono infatti parte dei trattamenti percepiti in CIG mentre il monte ore esclude le ore non lavorate e sussidiate dall'INPS. Ne è risultato un incremento del costo del lavoro per unità di prodotto (1,5 per cento nel secondo trimestre), pur a fronte dell'aumento del prodotto per ora lavorata.

L'inflazione al consumo continua a diminuire

L'inflazione in Italia è stata negativa anche in settembre, per il quinto mese consecutivo; l'indice nazionale dei prezzi al consumo (NIC) è diminuito dello 0,6 per cento su base annua, un decimo in più rispetto ad agosto (fig. 16). La flessione tendenziale dei prezzi dei beni energetici resta forte (-9,9 per cento), mentre è più contenuta per i servizi di trasporto (-1,6 per cento) e per quelli ricreativi, culturali e per la cura della persona (-0,4 per cento); la componente dei beni durevoli è pressoché stabile (-0,1 per cento), mentre è in aumento quella dei beni alimentari (1,1 per cento). L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, è pressoché nulla (0,1 per cento da 0,3).

La variazione dei prezzi acquisita in settembre per il complesso del 2020 è negativa per l'indice NIC (-0,2 per cento) ed è debole anche al netto delle componenti più volatili (0,6 per cento).

Fig. 16 – Indice dei prezzi al consumo e contributi delle componenti (1)
(variazioni percentuali tendenziali e contributi alla crescita)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

La quota di prezzi del paniere in deflazione è aumentata in agosto (30 per cento) rispetto alla media dei primi sei mesi dell'anno (25 per cento). Nelle fasi a monte del processo produttivo si attenuano però le pressioni al ribasso provenienti dai prezzi delle materie prime. L'inflazione importata è rimasta stabile in agosto, registrando un ridimensionamento del calo in termini annuali (-5,8 per cento tendenziale rispetto a -6,4 di luglio). Nell'industria i prezzi alla produzione confermano la dinamica negativa iniziata in estate (-3,0 per cento tendenziale in agosto da -3,5 di luglio), indotta dalle componenti energetiche. Nei servizi i prezzi alla produzione nel secondo trimestre sono lievemente aumentati in termini congiunturali in seguito ai rincari nei servizi di movimentazione merci e di magazzinaggio e custodia, attivati dall'emergenza COVID-19; la dinamica resta tuttavia negativa rispetto ad un anno prima (-1,1 per cento). Nel comparto delle costruzioni le tendenze dei prezzi sono pressoché stabili.

Le aspettative di inflazione rilevate nelle indagini Istat restano caute. Continua a diminuire la quota dei consumatori che si aspetta rincari (saldo a -25,9 in settembre da -17,8 di agosto) e si porta su valori osservati in precedenti fasi storiche di deflazione (estate 2016). Le prospettive delle imprese sui listini sono stabili per l'89,1 per cento degli intervistati in settembre, sebbene si riduca la quota di quanti prevedono prezzi in diminuzione (circa il sei per cento) rispetto al picco di primavera (15,6 in maggio).

Riquadro – Recrudescenza della pandemia in Italia e attività economica: alcuni scenari evolutivi

L'epidemia da COVID-19, manifestatasi inizialmente in Cina nella parte finale del 2019, ha assunto rapidamente i connotati di una pandemia in grado di generare significative ripercussioni economiche e sociali su scala globale. L'onda del contagio ha inizialmente riguardato l'Asia, poi il vecchio continente e successivamente le Americhe. Al momento, mentre in paesi come l'India e il Brasile la pandemia è ancora nella fase acuta del primo picco, in Europa si assiste ad una ripresa dei contagi. L'Italia ha registrato nei mesi primaverili una diffusione e un tasso di mortalità del virus più forte del resto delle economie europee, ma al momento appare in lieve ritardo sulla seconda ondata.

I provvedimenti di distanziamento sociale adottati nella prima metà dell'anno per arginare la diffusione del virus sono risultati efficaci dal punto di vista sanitario, ma hanno posto un freno all'economia senza precedenti. A risentirne negativamente sono stati sia il settore manifatturiero sia i servizi; il maggiore utilizzo dello *smart working* ha permesso il proseguimento a distanza di alcune attività, mentre quelle svolte necessariamente in presenza (come il turismo, la ristorazione e il commercio al dettaglio) hanno registrato forti perdite di fatturato.

In Italia il PIL è diminuito nei primi due trimestri complessivamente per circa 18 punti, ragionevolmente imputabili interamente al COVID-19, visto che in assenza di esso le principali previsioni si orientavano verso una dinamica del prodotto pressoché stagnante. L'allentamento delle restrizioni, a partire da maggio, ha indotto un veloce recupero dell'attività economica nel terzo trimestre, ma le attese per lo scorcio finale dell'anno in corso dipendono in misura determinante dalla pandemia, che nelle ultime settimane ha ripreso a diffondersi velocemente.

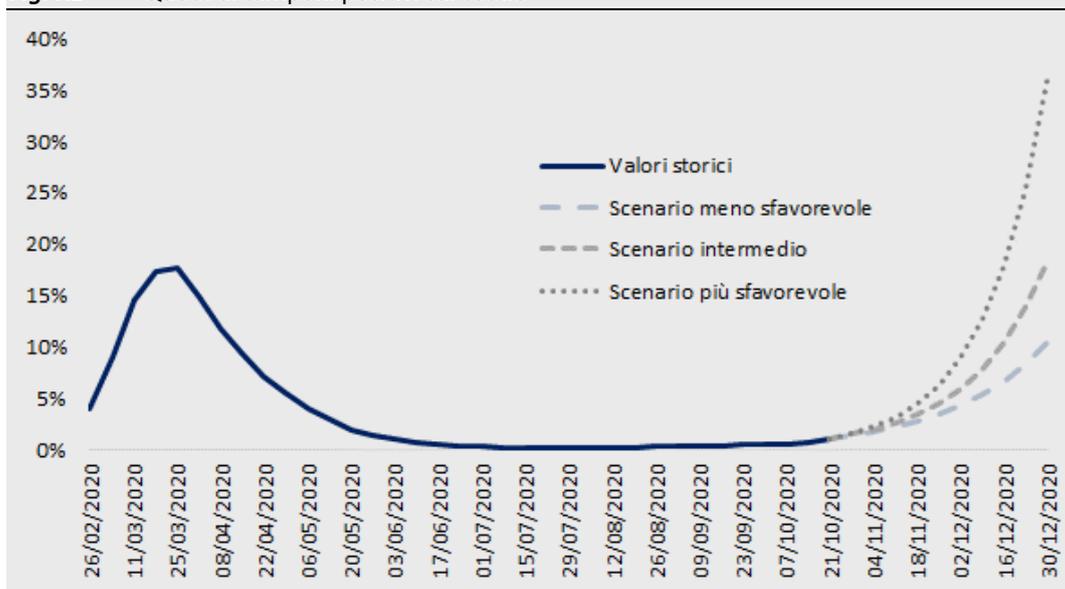
Gli impatti macroeconomici di una recrudescenza del virus sono estremamente difficili da quantificare. La valutazione può essere effettuata ricorrendo a diversi tipi di modelli. Se l'ottica è quella di prefigurare nel medio termine gli effetti su più variabili macroeconomiche allora lo strumento quantitativo di riferimento sono i modelli econometrici strutturali⁴; se invece l'interesse è limitato come orizzonte temporale e la variabile di riferimento per misurare gli effetti è soltanto il PIL si possono utilizzare i modelli di *nowcasting*, che normalmente sono più accurati nel delineare l'evoluzione congiunturale.

In questo riquadro si segue questo secondo approccio per cui si combinano i modelli previsivi di breve termine sul PIL con scenari epidemiologici costruiti sulla base dell'esperienza della primavera scorsa. Nello specifico l'analisi si articola in tre fasi: i) definizione di alcune ipotesi sull'evoluzione dell'epidemia, rappresentata da un indicatore in serie storica; ii) costruzione di scenari sulle misure di contenimento della pandemia coerenti con le ipotesi sull'evoluzione della stessa; iii) valutazione degli impatti sul PIL delle misure di contenimento in ciascuno degli scenari.

L'esercizio si concentra sul trimestre in corso, è svolto a frequenza mensile per cui si proietta fino a dicembre. Come indicatore della diffusione dell'epidemia si considera la cumulata del numero di nuovi casi, normalizzato per il numero totale di tamponi processati; nello specifico, prendendo come riferimento il picco osservato in primavera, si tracciano tre scenari alternativi dell'evoluzione pandemica: nel caso meno sfavorevole alla fine del quarto trimestre si raggiunge circa la metà del picco osservato in primavera; nel caso intermedio si registra lo stesso picco, mentre in quello più sfavorevole il valore del picco è il doppio di quello registrato durante la prima ondata (fig. R.1).

⁴ In ambito nazionale il MEF ha proposto nella NADEF 2020 uno scenario di recrudescenza del COVID, come aggiuntivo ai consueti scenari alternativi realizzati con il modello econometrico ITEM per valutare l'incertezza delle previsioni di medio termine (2020-2023). Similmente, il FMI ha proposto nel suo ultimo *World Economic Outlook* uno scenario avverso rispetto alle previsioni pluriennali, basato su simulazioni del modello G20 Model.

Fig. R1 – Quota di tamponi positivi sul totale



Fonte: elaborazioni su dati della Protezione civile.

Al fine di prefigurare le risposte delle autorità alla seconda ondata si è fatto ricorso all'indicatore *stringency index*, costruito dall'Università di Oxford e utilizzato da diversi analisti a livello internazionale per tracciare le restrizioni adottate da diversi paesi per fronteggiare la pandemia⁵. Per l'Italia l'evidenza riferita alla prima ondata, per quanto molto limitata come numero di osservazioni mensili, mostra un'elevata correlazione (0,89) tra la serie storica della quota di tamponi positivi e quella dello *stringency index*. Tenendo conto di tale relazione si possono delineare tre scenari di restrizioni coerenti con le diverse ipotesi adottate per la diffusione della pandemia. Le tre proiezioni sullo *stringency* sono poi state valutate utilizzando il modello a frequenza mista sul PIL mensile dell'UPB, utilizzato per le previsioni di breve termine⁶.

La dinamica del PIL mensile da febbraio ad oggi sembra effettivamente allineata allo *stringency index* (fig. R.2); la correlazione contemporanea tra le due serie è di circa il 92 per cento, simile a quella di indicatori quantitativi come la produzione industriale.

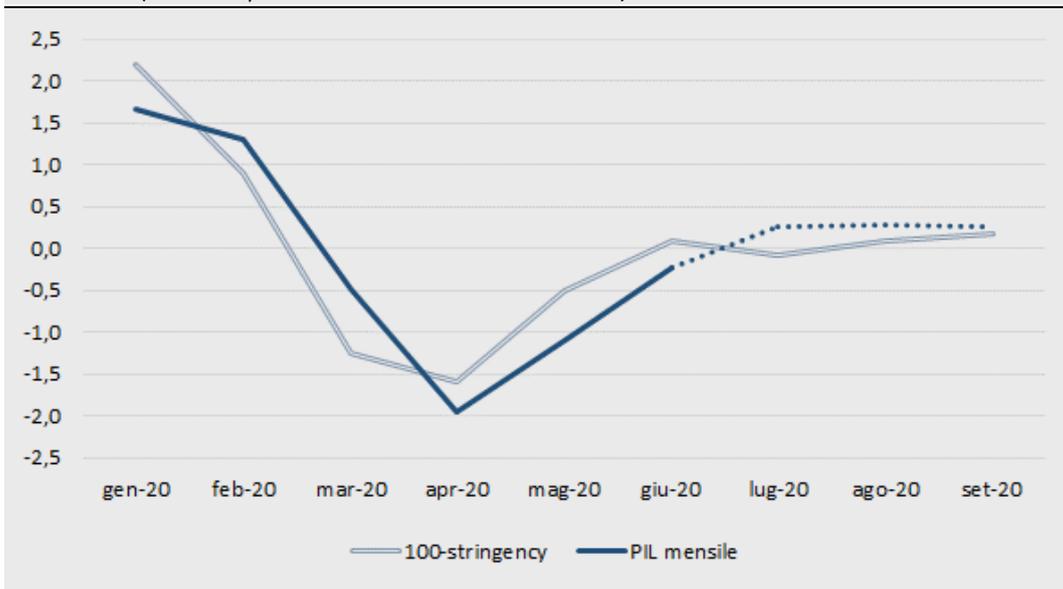
Nell'ipotesi, molto stringente, che la relazione tra le due variabili in autunno sia uguale a quella osservata nella prima metà di quest'anno, è possibile estrapolare quali sarebbero i valori di PIL coerenti con i tre scenari di restrizione alla mobilità e all'attività produttiva del Paese, sintetizzati in precedenza. Sulla base di queste relazioni una seconda ondata impatterebbe negativamente sul PIL del quarto trimestre 2020 per 3,5 (caso meno sfavorevole), 5,0 (caso intermedio) e 8,0 (caso più sfavorevole) punti percentuali.

Tali effetti sul quarto trimestre implicano, considerando l'acquisito statistico, che la crescita del PIL del 2020 subirebbe un peggioramento tra circa uno e due punti percentuali. Considerando inoltre il trascinarsi statistico, lo *shock* al quarto trimestre costituirebbe un'eredità negativa notevole (tra circa tre e sei punti percentuali) sulla variazione annuale del PIL nel 2021.

⁵ Si rimanda per maggiori dettagli a *Variation in government responses to COVID-19*, BSG-WP-2020/032, BSG Working Paper Series, Blavatnik School of Government, University of Oxford.

⁶ La serie mensile del PIL è stata ottenuta con i modelli di previsione a breve termine a frequenza mista dell'UPB basati sulla metodologia proposta in Frale, C., Marcellino, M., Mazzi, G. e Proietti, T. (2011), "EUROMIND: a monthly indicator of the euro area economic conditions", *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, Vol. 174, applicata al caso italiano in Frale, C. e Monteforte, L. (2011), "FaMIDAS: A Mixed Frequency Factor Model with MIDAS Structure", *Temi di discussione*, Banca d'Italia, N. 788. Per una descrizione più dettagliata dei modelli dell'UPB si visiti la pagina <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf>.

Fig. R2 – PIL mensile e *Stringency index* (1)
(variazioni percentuali tendenziali standardizzate)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Refinitiv e su dati Oxford University *COVID-19 Government Response Tracker*.

(1) Nel grafico vengono rappresentate le serie standardizzate della dinamica del PIL mensile previsto in base ai modelli di breve termine dell'UPB (per maggiori dettagli si veda <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2018/01/Nota-tecnica-previsione-macro-UPB.pdf>) e dello *stringency index*.

Le precedenti valutazioni sono basate su ipotesi forti, quindi vanno considerate come indicative dei possibili ordini di grandezza degli effetti della nuova ondata. La cautela nell'interpretazione dei risultati dipende da diversi fattori. Per quanto attiene agli scenari epidemiologici, l'indicatore sul numero di positivi su tamponi potrebbe essere stato distorto in passato. In primavera la minore disponibilità di tamponi faceva sì che le risorse scarse disponibili venissero prevalentemente utilizzate per chi aveva sintomi più gravi, in quanto la diagnostica era funzionale più alle urgenti esigenze di cura che a quelle di prevenzione. La percentuale di casi positivi di allora potrebbe quindi non essere direttamente confrontabile con quella odierna; attualmente è possibile effettuare un maggior numero di test, anche con finalità di tracciamento, per cui è possibile che nel campione (non casuale) delle persone che si sottopongono al tampone emergano esiti negativi più di quanto non avvenisse in primavera. Inoltre, da un punto di vista statistico, le relazioni su cui si basa l'esercizio sono estratte da un numero esiguo di osservazioni, il che impedisce una vera e propria analisi inferenziale; si proiettano le stesse correlazioni osservate in primavera, per cui implicitamente si assume che le funzioni di reazione delle autorità (per le misure di restrizione) e degli individui (per i comportamenti di famiglie e imprese) si mantengano analoghe, il che non è scontato. Infine, è indubbio che oggi rispetto alla prima ondata le strutture sanitarie e la popolazione siano maggiormente preparate e informate, per cui anche i costi economici potrebbero essere minori.