

## **Sommario\***

*Prosegue la fase di rallentamento dell'economia internazionale, che risente anche dell'incertezza sulle politiche di restrizione degli scambi globali. Le prospettive si deteriorano, soprattutto per i paesi avanzati più direttamente connessi con il commercio internazionale. L'indebolimento della domanda globale ha spinto al ribasso il prezzo del greggio in autunno e l'inflazione dell'area euro è tornata sotto il due per cento.*

*L'anno scorso l'economia italiana ha progressivamente rallentato, più che nel resto dell'area dell'euro. A partire dall'estate l'attività si è ridotta, per il peggioramento sia della domanda interna sia delle vendite all'estero. Secondo le stime preliminari nel 2018 il PIL, non corretto per i fattori di calendario, sarebbe aumentato dell'1,0 per cento, oltre mezzo punto percentuale in meno rispetto al 2017. L'anno scorso si è indebolito anche il mercato del lavoro, seppure in misura minore rispetto alla produzione. La dinamica salariale si è lievemente rafforzata, ma l'inflazione è rimasta bassa. L'indicatore sull'incertezza continua ad aumentare e la fiducia delle imprese peggiora. Le più recenti informazioni congiunturali non mostrano ancora segnali di inversione del ciclo economico.*

*In questa Nota l'UPB fornisce le proprie proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana, nel 2019-2020. Il PIL quest'anno crescerebbe dello 0,4 per cento, frenato dall'eredità statistica negativa indotta dalla flessione del semestre scorso. L'attività produttiva riprenderebbe vigore nella seconda parte dell'anno, grazie al beneficio che la domanda interna trarrebbe dai provvedimenti di stimolo della manovra di bilancio. La dinamica degli investimenti resterebbe tuttavia moderata, soprattutto a causa del peggioramento delle attese delle imprese.*

*L'anno prossimo la dinamica del PIL si irrobustirebbe, verso lo 0,8 per cento, sospinta ancora dalla domanda interna. Sulla crescita del 2020 grava però il rischio dell'incremento delle imposte indirette, indicato nelle clausole di salvaguardia dei conti pubblici. Nel caso in cui le clausole dovessero attivarsi il tasso di crescita del prodotto si ridurrebbe di un quarto.*

*I fattori di rischio che circondano il quadro di previsione sono molteplici e prevalentemente orientati al ribasso. In particolare, sul contesto esterno gravano i timori per le politiche commerciali, sebbene recentemente attenuati, nonché fattori specifici di instabilità geo-politica. Inoltre, i paesi ad alto debito, come l'Italia, restano soggetti alle incertezze sui rendimenti dei titoli del debito sovrano.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili il 04-02-2019.

## Contesto internazionale

### *Nel 2018 il ciclo ha rallentato, soprattutto nei paesi avanzati*

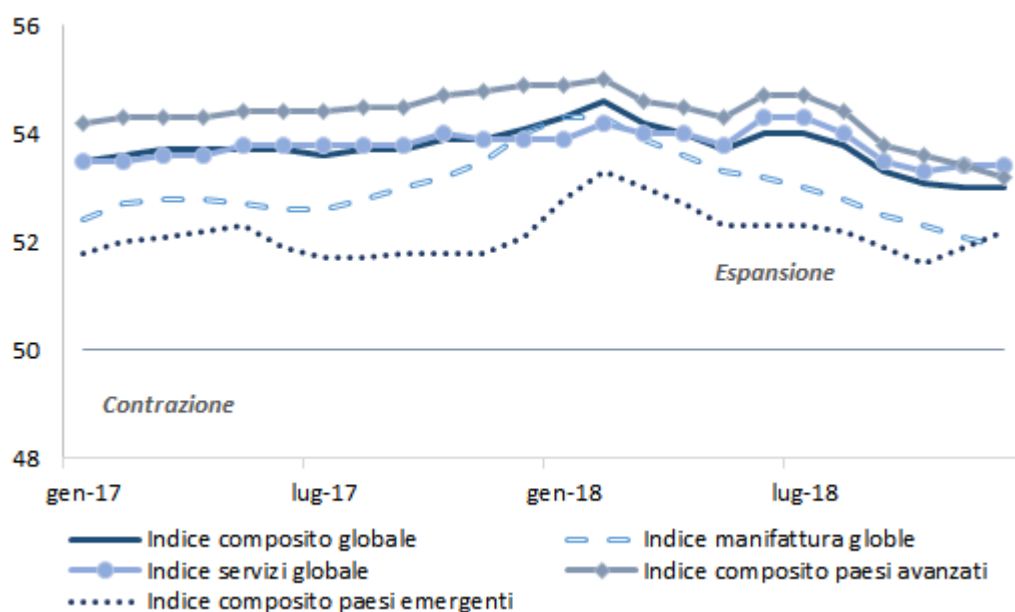
Prosegue la fase di decelerazione dell'economia mondiale, già osservata nell'estate scorsa (fig. 1). Il fisiologico rallentamento, successivo a una delle più prolungate fasi espansive del dopoguerra, è stato aggravato dalle misure di restrizione del commercio; al momento gli effetti diretti di tali provvedimenti appaiono limitati, ma l'incertezza creata dagli annunci, non sempre chiari e univoci, sembra aver impattato consistentemente. Le negoziazioni in corso tra Cina e Stati Uniti potrebbero mitigare le tensioni, ma il rischio di un inasprimento resta rilevante. Le restrizioni sugli scambi potrebbero inoltre combinarsi con le ripercussioni della normalizzazione delle politiche monetarie, oltre che con l'instabilità dei mercati finanziari, valutari e delle materie prime. Ulteriori fattori di rischio globale, che al momento appaiono prevalentemente al ribasso, riguardano l'uscita del Regno Unito dalla UE in marzo senza un accordo formale con l'Unione e le conseguenze del blocco dell'attività pubblica discrezionale (*shutdown*) negli Stati Uniti.

Il 2018 è stato per gli Stati Uniti il nono anno consecutivo di espansione dell'economia, la terza più lunga fase dopo quella del 1959-1973 e del 1992-2007. Nei primi tre trimestri l'attività economica è aumentata, mediamente del 3,3 per cento annualizzato, sostenuta principalmente dai consumi e dagli investimenti; i principali analisti stimano che nella parte finale dell'anno il ritmo avrebbe rallentato, al di sotto del 3,0 per cento. Il mercato del lavoro è complessivamente migliorato, con un aumento di 2,5 milioni di buste paga e una diminuzione del tasso di disoccupazione sotto il 4,0 per cento. Il recente stallo della situazione politica ha comportato il così detto *shutdown* dell'attività federale non essenziale, per 35 giorni. Secondo il *Congressional Budget Office*<sup>2</sup>, il blocco dovrebbe aver inciso sul PIL del quarto trimestre del 2018 per un decimo di punto percentuale. Per il 2019, nel caso in cui non vi siano nuovi blocchi, l'impatto macroeconomico sarebbe invece trascurabile, in quanto la perdita ascrivibile alle prime settimane di gennaio verrebbe successivamente compensata nel corso dell'anno.

---

<sup>2</sup> [The Effects of the Partial Shutdown Ending in January 2019, 28 gennaio 2019.](#)

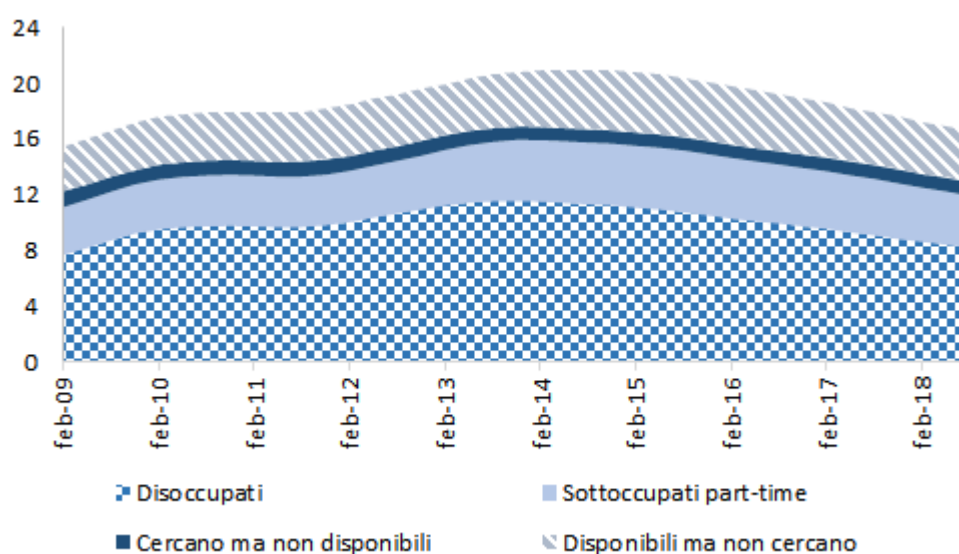
**Fig. 1** – Indici JP Morgan Global Composite PMI



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

L'economia dell'area dell'euro, che nel 2017 aveva registrato una dinamica congiunturale dello 0,7 per cento, lo scorso anno ha rallentato; la crescita del PIL è scesa allo 0,4 per cento nei primi due trimestri e allo 0,2 nei due successivi, risentendo del peggioramento in Germania e Italia. Nonostante l'indebolimento ciclico, la disoccupazione ha continuato a scendere, collocandosi al di sotto dell'8,0 per cento della forza lavoro sul finire dell'anno (fig. 2).

**Fig. 2** – Disoccupazione, sottoccupazione e forza lavoro potenziale (1)  
(medie mobili a 4 trimestri; percentuale)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Età di riferimento 15-74 anni.

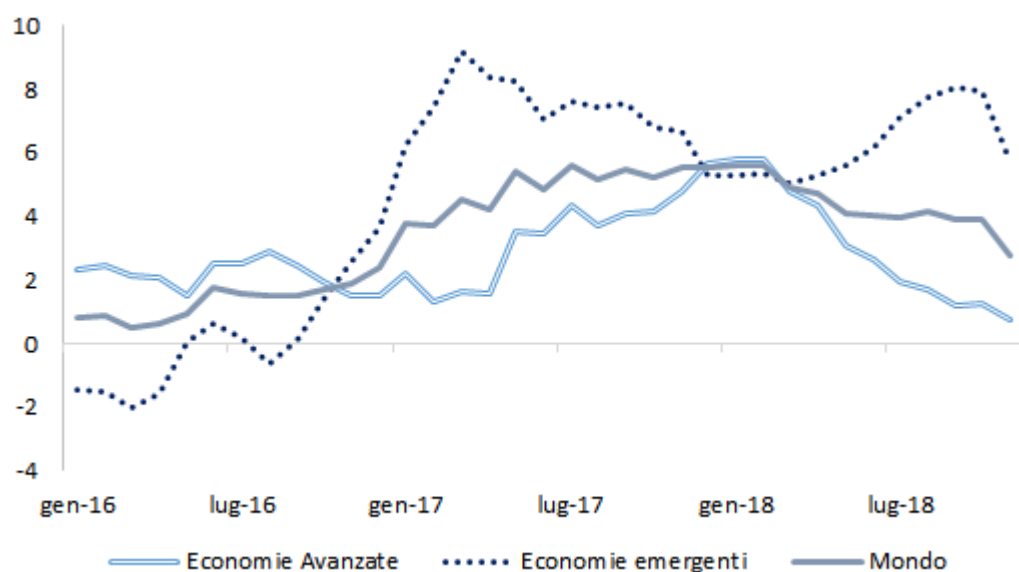
### ***Rallentano gli scambi mondiali anche per le tensioni commerciali***

Dopo un lungo periodo in cui le barriere al commercio erano state smantellate, l'anno passato si è distinto per una brusca inversione di tendenza, impressa dalla politica commerciale americana. Gli Stati Uniti hanno introdotto dazi con l'intento principale di ridurre il deficit della bilancia commerciale con la Cina, accusata anche di costringere alla cessione di tecnologie le imprese che delocalizzano al suo interno. Le barriere tariffarie e il connesso deterioramento della fiducia hanno rallentato gli scambi internazionali (fig.3), già indeboliti dal generalizzato rallentamento della produzione.

### ***L'outlook mondiale nelle previsioni del Fondo Monetario Internazionale (FMI)***

Il FMI in gennaio ha rivisto al ribasso le stime di crescita mondiale, per via delle tensioni commerciali, oltre che dello specifico rallentamento in paesi come la Germania, l'Italia e la Turchia (tab. 1).

**Fig. 3** – Tasso di crescita delle importazioni (1)  
(variazione percentuale annua della media mobile a 3 mesi)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) A causa dello *shutdown* non sono disponibili i dati per gli Stati Uniti, per i quali si è utilizzata l'ipotesi di invarianza dei flussi commerciali.

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

	WEO update gennaio 2019			Differenze da WEO ottobre 2018	
	2018	2019	2020	2019	2020
Prodotto mondiale	3,7	3,5	3,6	-0,2	-0,1
<i>Economie avanzate</i>	2,3	2,0	1,7	-0,1	0,0
<i>Stati Uniti</i>	2,9	2,5	1,8	0,0	0,0
<i>Area dell'euro</i>	1,8	1,6	1,7	-0,3	0,0
<i>Economie emergenti</i>	4,6	4,5	4,9	-0,2	0,0
Commercio mondiale	4,0	4,0	4,0	0,0	-0,1

Fonte: FMI, World Economic Outlook update (WEO update), gennaio 2019.

### ***È aumentata la volatilità dei mercati valutari e delle materie prime***

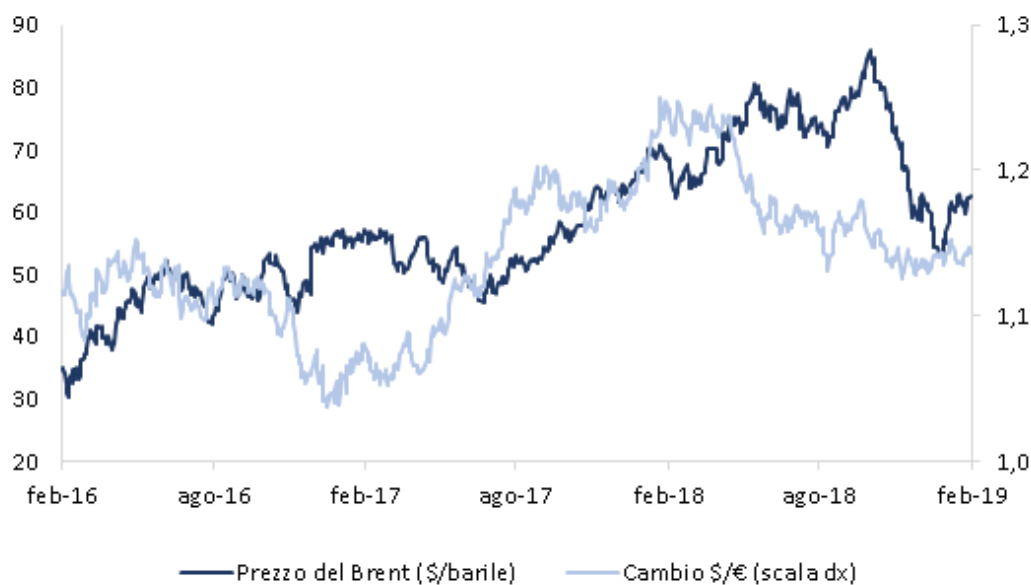
Anche se nei primi nove mesi del 2018 il prezzo del Brent è notevolmente aumentato, principalmente a causa di fattori di offerta, dal mese di ottobre si è avviato un processo opposto, con una domanda globale in attenuazione. Le quotazioni sono passate da poco più di 65 dollari per barile in inverno a circa 85 in ottobre, per scendere sotto i 55 sul finire dell'anno. Il nuovo accordo per un ulteriore taglio della produzione, intervenuto in dicembre, ha comportato un leggero recupero del prezzo del greggio, poco sopra i 60 dollari per barile.

Nei primi quattro mesi del 2018 il cambio dollari per euro si è collocato stabilmente nella fascia 1,20-1,26. La favorevole dinamica del PIL degli Stati Uniti e la normalizzazione della politica monetaria della Riserva Federale hanno favorito l'apprezzamento del dollaro, che nei confronti della valuta europea si è attestato sui valori nell'intorno di 1,12-1,18 a partire dall'inizio dell'estate (fig. 4).

### ***L'inflazione europea risente della flessione delle quotazioni petrolifere***

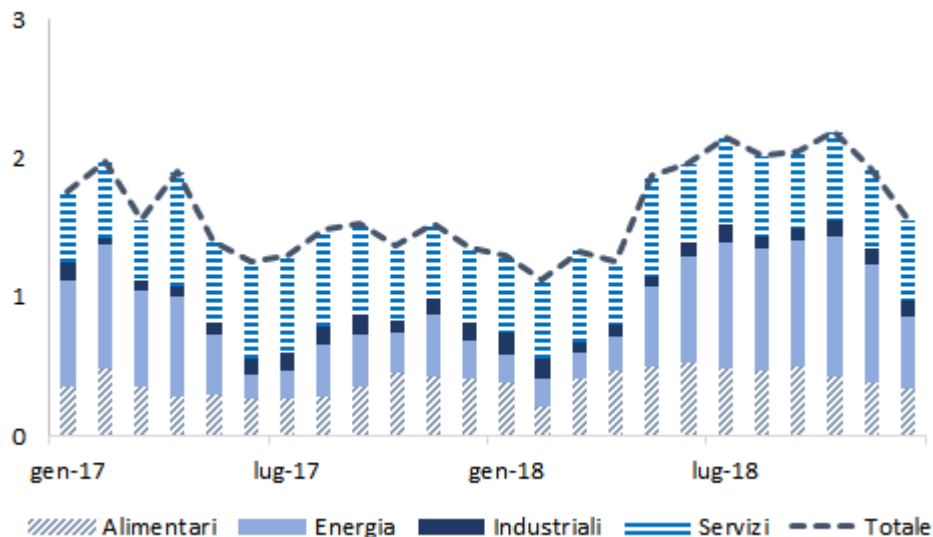
Nella prima parte dell'anno l'inflazione nell'area dell'euro era aumentata, verso il tasso obiettivo della banca centrale; tra giugno e ottobre la soglia del due per cento è stata raggiunta e poi superata, per le pressioni delle componenti più volatili, in particolare quelle energetiche. L'inversione di tendenza nelle quotazioni del petrolio, dallo scorso ottobre, si è velocemente trasmessa sull'inflazione al consumo, che è tornata sotto il due per cento nello scorcio finale del 2018. L'inflazione di fondo, più stabile, l'anno scorso ha continuato a fluttuare intorno all'uno per cento (fig. 5).

**Fig. 4** – Prezzo del petrolio e tasso di cambio



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

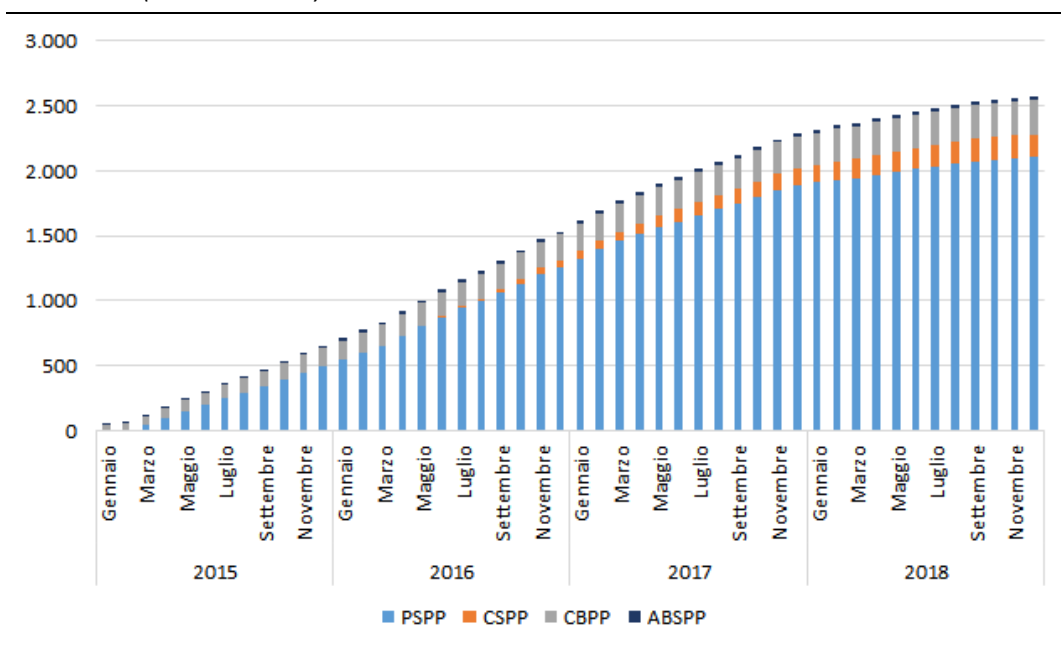
**Fig. 5** – Inflazione nell'area dell'euro  
(variazione percentuale e contributi)



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Nel 2018 la politica monetaria dell'euro, pur mantenendo un'intonazione fortemente espansiva, ha avviato un processo di normalizzazione. I tassi di riferimento sono rimasti invariati, sui valori decisi nel 2016, ma il programma di acquisto di titoli è stato ridotto, dagli iniziali 60 miliardi di euro mensili, prima a 30 e poi a 15 miliardi. All'avvio del 2019 gli acquisti si sono annullati, ma il capitale relativo ai titoli scaduti verrà reinvestito ancora per un periodo di tempo prolungato (fig. 6).

**Fig. 6** – Consistenze del Programma di acquisto titoli della BCE (*Asset Purchase Programme – APP*) (1)  
(miliardi di euro)



Fonte: Banca Centrale Europea.

(1) PSPP – Titoli pubblici; CSPP – Titoli delle imprese; CBPP – Obbligazioni garantite; ABSPP – Titoli cartolarizzati.

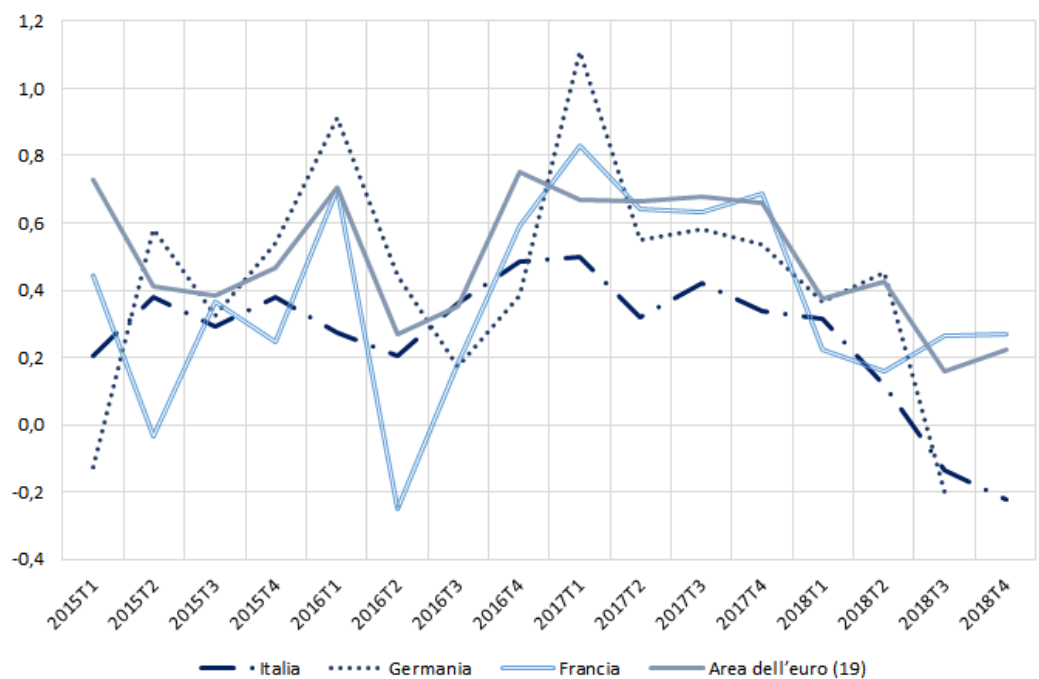
## Economia italiana

### L'attività economica si contrae

Nel 2018 l'economia italiana ha registrato una chiara fase di rallentamento ciclico, più intensa rispetto a quella dell'area dell'euro (fig. 7). Secondo la stima preliminare di fine gennaio nel quarto trimestre del 2018 l'attività economica, già in flessione in estate, si sarebbe ridotta in termini congiunturali dello 0,2 per cento. Nel complesso del 2018 il PIL sarebbe aumentato dello 0,8 per cento, ossia dell'1,0 senza tenere conto degli effetti di calendario. Il trascinarsi statistico sulla dinamica del PIL per il 2019 è negativo, per due decimi di punto percentuale.

Secondo le informazioni qualitative al momento disponibili la flessione dell'attività economica nel semestre scorso sarebbe stata indotta prevalentemente dalla perdita di produzione nel settore industriale, che si sarebbe in parte trasmessa ai servizi. Dal lato della domanda, l'apporto negativo della componente interna, sarebbe stato solo in piccola parte compensato da quello dell'interscambio con l'estero.

**Fig. 7** – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie  
(variazioni percentuali congiunturali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

### ***Frena la spesa per consumi privati...***

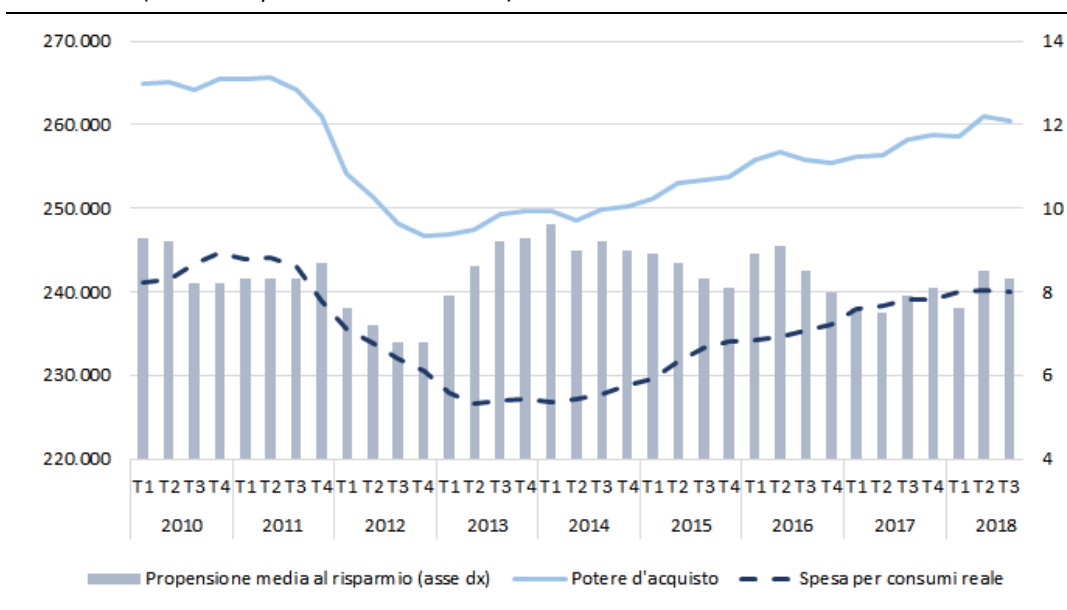
La dinamica dei consumi privati si è progressivamente ridotta, fino a segnare un arretramento congiunturale in luglio-settembre (-0,1 per cento); la crescita acquisita per il 2018 è dello 0,6 per cento, a fronte di una variazione media annua dell'1,1 per cento registrata nel 2017.

La flessione degli acquisti in estate è stata guidata dalla componente dei beni, durevoli e non durevoli (rispettivamente -0,1 e -0,5 per cento), in parte compensata da quella dei servizi (0,2 per cento). La spesa delle famiglie ha risentito della contrazione del potere di acquisto nel terzo trimestre, che fa seguito a non trascurabili incrementi nei due periodi precedenti. La propensione al risparmio delle famiglie si è lievemente ridotta, all'8,3 per cento del reddito disponibile (fig. 8).

La fiducia dei consumatori, che nella prima parte del 2018 era rimasta elevata, si è indebolita nello scorcio finale dell'anno, soprattutto con riferimento alle valutazioni sulla situazione economica generale e su quella personale. Nonostante un lieve recupero in gennaio il clima di opinione resta al di sotto dei valori medi del 2018, per cui potrebbe incidere negativamente sulla spesa delle famiglie nel breve termine.



**Fig. 8** – Reddito, consumi e risparmio delle famiglie  
(variazioni percentuali tendenziali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### **...e investimenti volatili in termini trimestrali**

La spesa per investimenti lo scorso anno è consistentemente aumentata (3,9 per cento il tasso di crescita acquisito al terzo trimestre), sebbene con una forte erraticità. In estate si è registrato un brusco calo congiunturale (dell'1,1 per cento), derivante dalla contrazione degli acquisti di beni strumentali; l'accumulazione di costruzioni ha invece proseguito lungo il sentiero di crescita moderata iniziato nella seconda metà del 2017. Il tasso di investimento (rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto) per i beni diversi dalle costruzioni si è portato su valori superiori a quelli precedenti la crisi finanziaria globale, mentre la componente immobiliare resta inferiore per circa due punti percentuali; la quota di profitto (misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie) si è ulteriormente ridotta rispetto ai massimi registrati a metà 2016.

Le inchieste qualitative prefigurano nel breve termine la prosecuzione della fase di debolezza nel processo di accumulazione. L'indagine dell'Istat ha evidenziato un progressivo peggioramento del saldo degli ordini interni di beni strumentali, a partire dalla seconda metà del 2018. Parallelamente si è registrato un progressivo inasprimento delle condizioni di finanziamento, soprattutto per le aziende di piccole dimensioni. Segnali sfavorevoli prospettici giungono anche dall'indagine di dicembre della Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle Aspettative di inflazione e crescita, che riporta un marcato peggioramento delle condizioni per investire, diffuso tra i principali settori produttivi; le imprese temono anche l'elevato livello dei rendimenti sovrani, che potrebbe ripercuotersi sui costi di finanziamento.

Il costo del credito è rimasto in novembre su livelli storicamente contenuti, solo leggermente superiori a quelli minimi osservati nella scorsa primavera. Anche il flusso dei nuovi crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti, al netto dei fattori stagionali, mantiene dinamiche contenute in ragione d'anno.

### ***Scambi con l'estero deboli***

Le vendite all'estero l'anno scorso hanno risentito del generale indebolimento del commercio internazionale. Nonostante il recupero congiunturale, osservato negli ultimi dati di contabilità nazionale, le esportazioni a valori concatenati in estate restavano inferiori a quelle dello scorcio finale del 2017. Il tasso di crescita acquisito per il 2018 è dello 0,7 per cento, in decisa frenata rispetto al forte incremento del 2017 (5,7 per cento). I dati più recenti, di commercio estero, delineano un quadro molto incerto. Nella media ottobre-novembre vi sarebbe stato un recupero delle vendite all'estero di beni rispetto al terzo trimestre (dell'1,6 per cento sui volumi, ottenuti deflazionando con i prezzi alla produzione sui mercati esteri). Tuttavia le informazioni di dicembre sulle vendite in valore, riferite ai soli paesi extra-UE, indicano una brusca flessione.

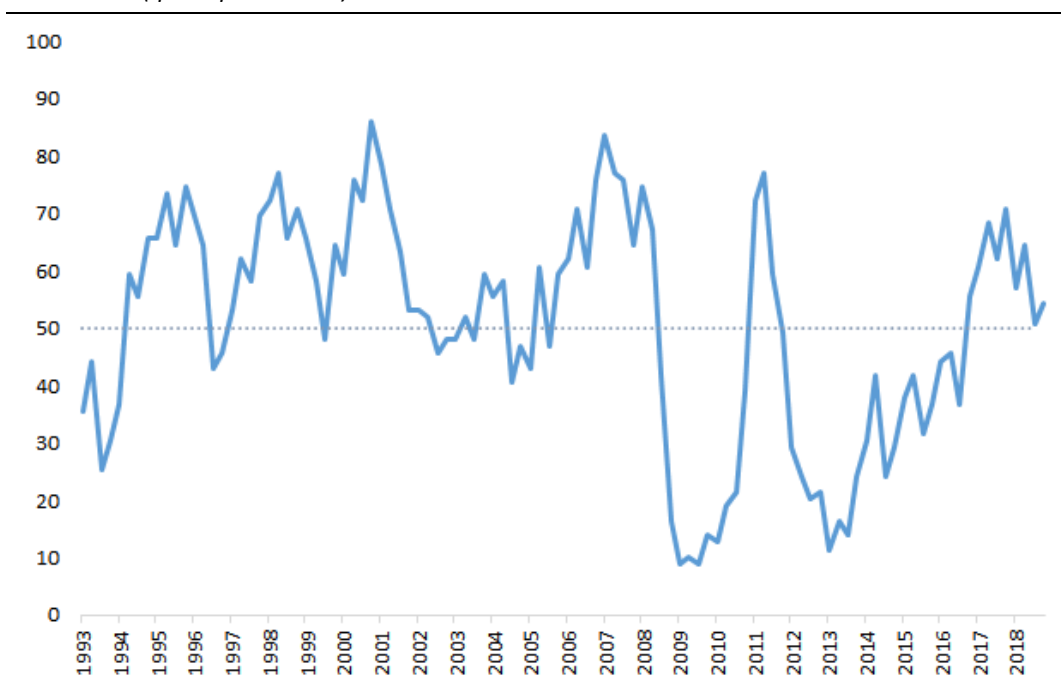
Le informazioni desumibili dalle inchieste qualitative delineano una fase di debolezza degli scambi con l'estero anche nel breve termine: l'indagine sulla fiducia delle imprese della manifattura, condotta in dicembre dall'Istat, riporta infatti un ulteriore deterioramento dei giudizi sugli ordinativi dall'estero e delle attese sul fatturato sui mercati internazionali.

Anche la dinamica delle importazioni l'anno scorso è risultata complessivamente in rallentamento, verosimilmente per la minore domanda di investimenti e esportazioni, che normalmente attivano fortemente gli acquisti dall'estero.

### ***Le indicazioni congiunturali più recenti***

Nei primi tre trimestri dell'anno scorso la produzione industriale si è costantemente ridotta (mediamente di circa lo 0,3 per cento in termini congiunturali). In novembre ha registrato una flessione dell'1,6 per cento rispetto al livello del mese precedente e secondo le stime UPB nel complesso del quarto trimestre la tendenza flettente sarebbe proseguita a un ritmo simile a quello dei tre periodi precedenti; la crescita attesa in media d'anno sarebbe di circa un punto percentuale, mentre nel 2017 era stata del 3,7 per cento. Analizzando le dinamiche dei sotto-settori attraverso l'indice di diffusione dell'UPB (fig. 9) si osserva come il numero di quelli in crescita nella media ottobre-dicembre era fortemente inferiore rispetto all'inizio del 2018. Segnali di peggioramento per le prospettive del comparto manifatturiero giungono anche dagli indicatori qualitativi, sia dal PMI sia dall'indice Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere.

**Fig. 9** – Indice di diffusione dell'UPB  
(quote percentuali)



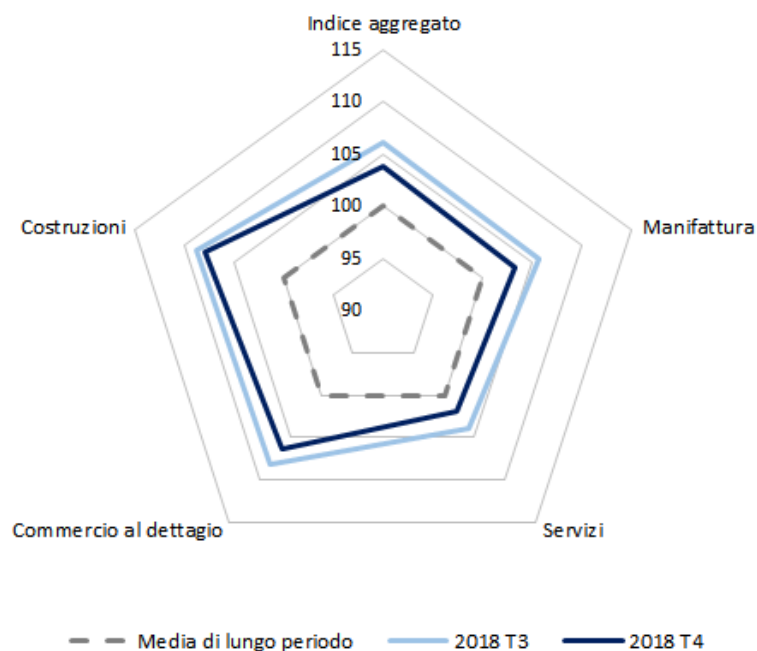
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Nella media dei primi dieci mesi del 2018, la produzione delle costruzioni ha segnato un incremento su base tendenziale dell'uno per cento, rimanendo comunque prossima ai livelli storicamente bassi che hanno caratterizzato il periodo 2015-17. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto in ottobre da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, riportava miglioramenti nelle attese degli operatori; tuttavia, indagini più recenti presso le imprese edili riportano un peggioramento delle valutazioni sulla domanda.

L'attività dei servizi si è moderatamente ridotta nel terzo trimestre del 2018 (-0,2 per cento in termini congiunturali), anche a riflesso della debolezza della spesa per consumi. Gli indicatori qualitativi prefigurano una dinamica stagnante; il PMI del terziario in gennaio è rimasto sceso al di sotto della soglia che marca l'espansione.

Per quanto riguarda l'insieme dei settori produttivi, l'indice composito della fiducia delle imprese, ottenuto come media ponderata dei climi settoriali, nel trimestre autunnale è lievemente sceso (fig. 10). In gennaio si è registrata un'ulteriore flessione dell'indice composito, determinata dai giudizi delle imprese di tutti i maggiori settori, con l'eccezione dell'edilizia.

**Fig. 10** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998 – dicembre 2018=100)



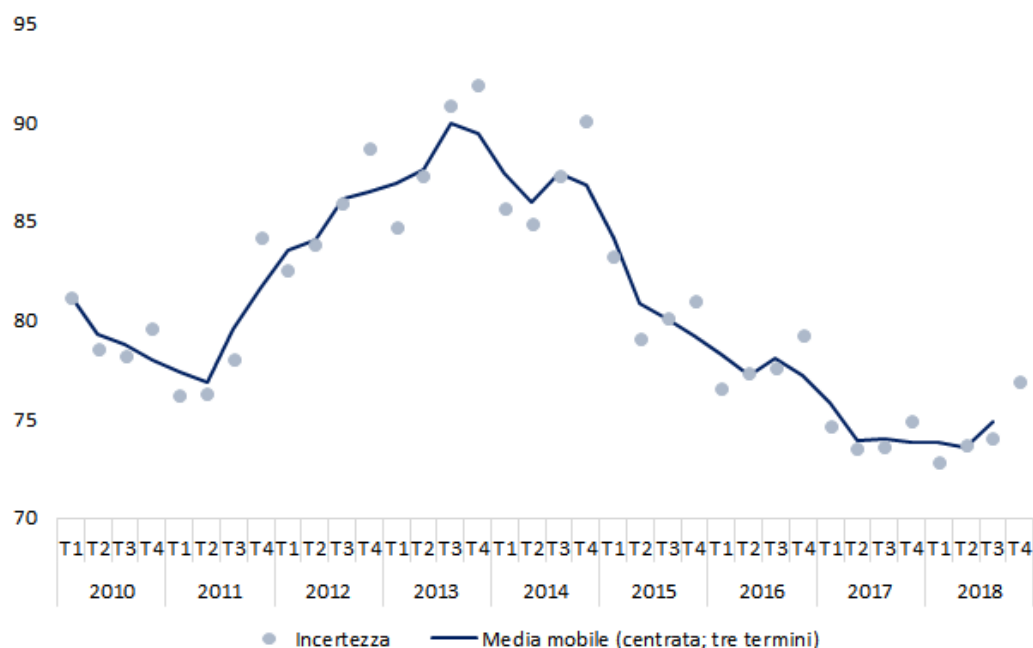
Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea e Istat.

(1) L'indice aggregato di fiducia è costruito applicando alle serie (standardizzate) dei climi di fiducia settoriali della Commissione europea i pesi utilizzati dall'Istat per la costruzione dello IESI (*Istat Economic Sentiment Indicator*).

L'incertezza di famiglie e imprese continua ad aumentare. L'indice UPB, pur mantenendosi al di sotto dei massimi del biennio 2013-14, nella parte finale del 2018 ha continuato a peggiorare (fig. 11), determinato prevalentemente dalle componenti relative alle costruzioni e ai servizi.

Gli indicatori sintetici del ciclo economico sono coerenti nel segnalare la battuta d'arresto dell'attività produttiva. A partire da novembre l'indice coincidente della crescita di fondo della Banca d'Italia (ITA-coin) si è riportato in territorio negativo, per la prima volta dall'ottobre del 2016, raggiungendo in gennaio il valore di -0,25; l'indicatore anticipatore dell'Istat ha mostrato una tendenza al ribasso lungo tutto il 2018.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### ***Rallenta il mercato del lavoro***

Nel 2018 è proseguita la fase favorevole del mercato del lavoro, sebbene con segnali di rallentamento nella seconda metà dell'anno. Nel complesso l'occupazione è aumentata (0,9 per cento, contro l'1,1 nel 2017), sospinta ancora dalla componente alle dipendenze, soprattutto da quella con contratti a termine. È invece venuto meno, per la prima volta dal 2014, il supporto dell'occupazione permanente, anche per il ridimensionamento delle politiche di decontribuzione. È continuata la riduzione dei lavoratori indipendenti, in atto dal 2011. Si è intensificata la riduzione delle persone in cerca di lavoro, mentre la flessione dell'inattività è risultata meno intensa. Si è stabilizzato il rialzo della dinamica retributiva.

Nel trimestre estivo la domanda di lavoro, misurata dalle posizioni lavorative dipendenti, è risultata nuovamente in flessione (-0,4 per cento su base congiunturale), risentendo del deterioramento dell'attività economica; dal lato dei settori produttivi, la forte riduzione nei servizi (-0,7 per cento) è stata solo parzialmente compensata dal recupero nell'industria manifatturiera e nelle costruzioni.

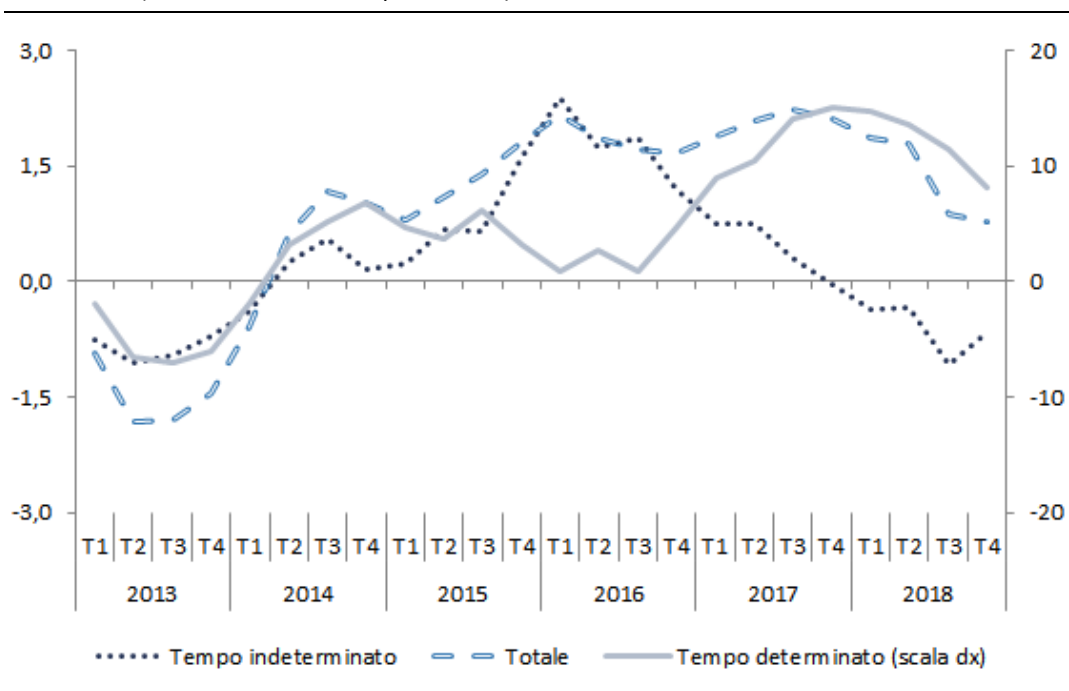
Nel trimestre finale dell'anno, secondo le informazioni preliminari della Rilevazione sulle forze di lavoro, vi sarebbe stato un incremento marginale del numero di occupati (0,1 per cento in termini congiunturali). Con riferimento alle forme contrattuali, la

componente dei dipendenti a carattere permanente ha mostrato una tenuta, mentre è proseguita l'espansione dell'occupazione a termine (fig. 12).

L'anno scorso è proseguita la fase di diminuzione delle persone in cerca di occupazione fino al terzo trimestre (-5,1 per cento su base congiunturale), mentre nello scorcio del 2018 si è invertita (2,2 per cento). Il tasso di disoccupazione, in flessione nei trimestri centrali del 2018, ha segnato un incremento nel quarto attestandosi, in media d'anno, al 10,6 per cento (7 decimi in meno rispetto al 2017). Tale discesa, che ha riflesso un rialzo del tasso di occupazione più sostenuto rispetto a quello del tasso di partecipazione, avrebbe riguardato anche la componente di lungo periodo della disoccupazione.

È proseguito il recupero della dinamica salariale. Le retribuzioni contrattuali orarie per l'intera economia nel terzo trimestre hanno accelerato all'1,9 per cento su base tendenziale, ancora sospinte dai rinnovi contrattuali nel settore pubblico. Al netto della componente pubblica la dinamica è comunque simile a quella delle retribuzioni di fatto, che hanno rallentato all'1,3 per cento. Le indicazioni più recenti, relative al quarto trimestre, delineano una variazione delle retribuzioni contrattuali appena inferiore a quella del trimestre precedente. In media d'anno, la retribuzione oraria è cresciuta dell'1,4 per cento (da 0,6 per cento nel 2017), sospinta dall'aumento nel settore pubblico (2,6 per cento, dopo la sostanziale stabilità di un anno prima) a fronte di una risalita più graduale nel complesso del settore privato (1,1 per cento).

**Fig. 12** – Occupazione alle dipendenze  
(variazioni tendenziali percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Il peggioramento della produttività oraria in estate (-0,6 per cento su base annua per il totale dell'economia), che ha riguardato tutti i maggiori comparti a eccezione delle costruzioni, ha riflesso il concomitante aumento delle ore lavorate con la perdita di valore aggiunto. Il deterioramento della produttività, l'accelerazione salariale e i maggiori oneri contributivi, conseguenti al ridimensionamento delle politiche di decontribuzione, hanno sospinto al rialzo il costo del lavoro per unità di prodotto (1,7 per cento in termini tendenziali nella media dei primi tre trimestri del 2018).

### ***L'inflazione al consumo rimane bassa***

L'inflazione al consumo l'anno scorso è rimasta moderata, mantenendosi sui valori del 2017 sia per l'indice generale per l'intera collettività nazionale (1,2 per cento) sia per la componente di fondo. La debole domanda interna e le basse attese delle imprese hanno attenuato il meccanismo di traslazione sui prezzi dei costi del lavoro.

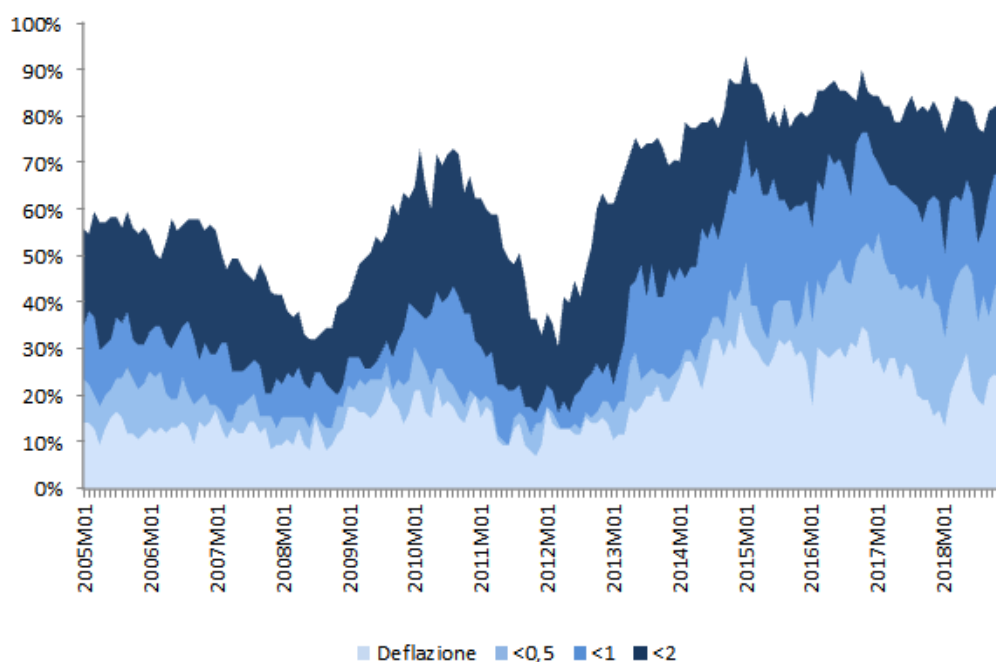
L'andamento mensile dei prezzi al consumo (NIC) è stato trainato dalle quotazioni delle materie prime energetiche; l'inflazione è scesa a inizio anno, in linea con il prezzo del petrolio, è aumentata in estate e si è nuovamente ridotta nello scorcio finale del 2018. I dati preliminari Istat indicano un'ulteriore riduzione dell'inflazione in gennaio (la variazione tendenziale dell'indice NIC è scesa allo 0,9 per cento dall'1,1 del mese precedente), prevalentemente derivante dalla componente dei beni energetici (al 3,4 per cento dal 6,6 di dicembre).

L'inflazione di fondo, che esclude gli energetici e gli alimentari freschi, l'anno scorso ha mediamente confermato i bassi valori registrati nel 2017 (0,7 per cento); in gennaio si è ridotta allo 0,5 per cento.

Le riduzioni di prezzo continuano a interessare un insieme non trascurabile delle voci di spesa. Da dopo l'estate è in aumento la quota di voci dell'indice armonizzato i cui listini flettono (al 26 per cento in dicembre; fig. 13). A dicembre la quota di voci caratterizzate da bassa inflazione, ossia con variazioni tendenziali inferiori allo 0,5 e all'1,0 per cento erano, rispettivamente, del 47 e 69 per cento; se calcolata sui rincari inferiori al due per cento la quota raggiungeva un valore alto nel confronto storico (83 per cento).

L'inflazione importata è risultata complessivamente modesta nel 2018, tuttavia i prezzi alla produzione nell'industria hanno acquistato vigore nella prima parte dell'anno (crescita media del 3,4 per cento rispetto al 2017), per poi decelerare nello scorcio finale, per via del rallentamento della componente energetica.

**Fig. 13** – Incidenza dei beni e servizi in deflazione e con bassa inflazione nel paniere dell'indice armonizzato IPCA  
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

Nel settore delle costruzioni è proseguita la moderata fase di risalita dei prezzi degli edifici residenziali (1,3 in media nel 2018 come il 2017), con una lieve accelerazione nella seconda parte dell'anno (1,7 per cento tendenziale in media da luglio in poi, mentre era 0,9 nei primi sei mesi dell'anno). Nei servizi i prezzi alla produzione hanno accelerato la tendenza al rialzo iniziata due anni fa; nei primi tre trimestri del 2018 hanno registrato un aumento medio su base annua dell'1,8 per cento (era 0,3 nel 2017).

Le aspettative di inflazione di imprese e famiglie, rilevate nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat, sono risultate moderate nel corso del 2018, per poi finire l'anno in ripiegamento. Nel gennaio scorso il 61,3 per cento delle famiglie attendeva prezzi stabili o in diminuzione per il 2019 (erano il 56,3 in media nel 2018). Le imprese sono apparse anche più caute, in quanto dall'autunno hanno sensibilmente rivisto al ribasso le aspettative; il saldo tra quelle che si attendono prezzi in aumento e in diminuzione è passato dall'8,4 di gennaio al 3,6 di dicembre, per poi scendere ancora in gennaio (a 1,7).



## ***Previsioni macroeconomiche per l'economia italiana***

In questa Sezione si descrivono le previsioni per l'economia italiana nel triennio 2018-2020. L'esercizio previsivo si differenzia da quelli svolti dall'UPB con lo specifico obiettivo di validare i quadri macroeconomici del MEF. In particolare, per l'anno prossimo non s'incorpora l'incremento delle imposte indirette previsto nelle clausole di salvaguardia.

### ***L'attività economica nel triennio 2018-2020***

Le stime incorporano i dati preliminari sul PIL, che nel 2018 sarebbe aumentato dell'1,0 per cento (come riportato nella Sezione precedente). Il deterioramento della crescita economica, divenuta negativa in termini congiunturali nel secondo semestre, si riflette sfavorevolmente sul PIL del 2018 e implica un trascinamento statistico negativo (-0,2 per cento) per l'anno in corso. I modelli di previsione di breve periodo dell'UPB stimano che anche nel trimestre in corso l'attività sarebbe pressoché stagnante o debolmente negativa. La domanda aggregata riprenderebbe gradualmente vigore nei trimestri successivi, in misura più intensa nella seconda parte dell'anno, sostenuta dalle misure espansive previste nella manovra di bilancio. La variazione del PIL è stimata allo 0,4 per cento nella media di quest'anno, mentre nel 2020 aumenterebbe allo 0,8 per cento (tab. 2). Tali stime appaiono sostanzialmente intermedie rispetto a quelle formulate recentemente da varie organizzazioni (tab. 3), su tutto l'orizzonte previsivo<sup>3</sup>. Nell'effettuare questi confronti occorre comunque considerare che essi risentono delle differenti ipotesi adottate dai previsori e delle diverse date di pubblicazione, che incidono sulle informazioni congiunturali recepite.

---

<sup>3</sup> Per il 2018 alcune piccole differenze dipendono della correzione per il diverso numero di giornate lavorative, effettuata da alcuni previsori.

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

	2017	2018	2019	2020
<b>ESOGENE INTERNAZIONALI</b>				
Commercio internazionale	5,3	4,0	3,4	3,5
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	54,3	71,1	61,3	61,2
Cambio dollaro/euro	1,13	1,18	1,16	1,19
<b>QUADRO ITALIANO</b>				
PIL	1,6	1,0	0,4	0,8
Importazioni beni e servizi	5,2	1,7	2,7	2,9
Consumi finali nazionali	1,1	0,6	0,8	0,9
- Consumi famiglie e ISP	1,5	0,7	0,9	1,2
- Spesa della PA	-0,1	0,1	0,5	0,2
Investimenti	4,3	3,9	0,8	0,6
Esportazioni beni e servizi	5,7	0,8	2,0	2,8
<b>CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL</b>				
Esportazioni nette	0,3	-0,2	-0,2	0,0
Scorte	-0,4	0,1	-0,1	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	1,6	1,2	0,7	0,9
<b>PREZZI E CRESCITA NOMINALE</b>				
Deflatore importazioni	3,5	2,5	1,5	1,3
Deflatore esportazioni	1,6	1,8	2,1	1,7
Deflatore consumi	1,1	1,1	1,1	1,3
Deflatore PIL	0,5	1,1	1,2	1,4
PIL nominale	2,1	2,1	1,7	2,3
<b>MERCATO DEL LAVORO</b>				
Costo lavoro per dipendente	0,2	2,0	1,9	1,8
Occupazione (ULA)	0,9	0,5	0,3	0,6
Tasso di disoccupazione	11,2	10,6	11,5	12,0

(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  
(variazioni percentuali)

	2018	2019	2020
UPB, dato grezzo	1,0	0,4	0,8
REF (29 gennaio), dato corretto per il calendario <sup>(1)</sup>	0,9	0,0	0,8
FMI (21 gennaio), dato grezzo	1,0	0,6	0,9
Banca d'Italia (18 gennaio), dato corretto per il calendario <sup>(1)</sup>	0,9	0,6	0,9
Oxford Economics (11 gennaio), dato grezzo	0,9	0,3	0,8
Prometeia (19 dicembre), dato corretto per il calendario <sup>(1)</sup>	0,9	0,5	0,7
CER (18 dicembre), dato grezzo	1,1	0,8	1,4
<i>Per memoria</i>			
MEF (18 dicembre), dato grezzo	1,0	1,0	1,1

(1) Il 2018 ha tre giornate lavorative in più del 2017, il 2019 ha lo stesso numero di giorni lavorativi del 2018 e il 2020 ha due giorni lavorativi in più rispetto al 2019.

### ***Le previsioni sulle componenti della spesa***

L'economia italiana verrebbe trainata su tutto l'orizzonte previsivo dalla domanda finale interna (al netto delle scorte), che contribuirebbe alla crescita per circa un punto percentuale nella media dei tre anni. La domanda estera netta invece sottrarrebbe due decimi di punto alla variazione del PIL, sia nel 2018 sia nel 2019. L'apporto della variazione delle scorte alla dinamica del PIL sarebbe complessivamente trascurabile. Con riferimento alle principali componenti, i consumi delle famiglie accelerano nel biennio 2019-2020, sostenuti dalle misure previste nella manovra di bilancio per il 2019 oltre che dall'incremento occupazionale; quest'anno la spesa delle famiglie segue l'evoluzione del potere d'acquisto e beneficia dei trasferimenti ai nuclei famigliari con basso reddito. I consumi privati si avvantaggiano inoltre della stabilità nella dinamica dei prezzi per la mancata attivazione della clausola di salvaguardia IVA. La spesa in beni capitali presenta invece una dinamica in flessione, che evidenzia gli investimenti come la variabile macroeconomica chiave per lo sviluppo dell'economia italiana nell'orizzonte previsivo. Il processo di accumulazione sarebbe frenato dalle deboli attese sulla domanda, sia interna sia internazionale; inciderebbero inoltre i criteri meno favorevoli per l'accesso al credito bancario, che risente dell'incremento dei rendimenti sui titoli sovrani, e le riformulazioni degli incentivi fiscali. Gli investimenti rallenterebbero soprattutto per la componente delle macchine e attrezzature, che maggiormente incide sul potenziale produttivo; per quelli in costruzioni si attende invece una moderata espansione, sostenuta dal recupero della componente pubblica e dal graduale miglioramento del mercato immobiliare. La domanda estera, dopo la brusca frenata del 2018, riprenderebbe vigore nel successivo biennio, con la dinamica delle esportazioni che converge gradualmente verso quella del commercio mondiale. L'aumento delle importazioni, relativamente più sostenuto quest'anno, si stabilizzerebbe nel 2020 su ritmi analoghi a quelli delle esportazioni, riflettendo la frenata della spesa in beni di investimento.

### ***Le previsioni sul mercato del lavoro e l'inflazione***

L'occupazione (unità standard) si stabilizzerebbe su una crescita media di circa mezzo punto percentuale nei tre anni dell'orizzonte previsivo (da 0,9 per cento nel 2017). L'avvio del reddito di cittadinanza quest'anno comporterebbe una rapida e considerevole espansione dell'offerta di lavoro, intensificando una tendenza già in atto negli ultimi anni. La transizione dei disoccupati verso lo stato di occupazione sarebbe tuttavia graduale, per cui nei primi anni di attuazione della misura si registrerebbe una discontinuità nel tasso di disoccupazione, che salirebbe sia quest'anno sia il prossimo esclusivamente per l'aumento della partecipazione al mercato del lavoro.

L'inflazione, misurata dal deflatore dei consumi, si confermerebbe quest'anno appena superiore al punto percentuale, come nel biennio 2017-18, e aumenterebbe lievemente

nel 2020, sospinta dal rafforzamento delle retribuzioni e della spesa privata per consumi; gli impulsi di fattori esogeni esterni (quotazioni delle materie prime energetiche in euro) sarebbero trascurabili. La dinamica del deflatore del PIL sarebbe marginalmente superiore a quella dei consumi nel biennio sia nel 2019 sia nel 2020 (rispettivamente all'1,2 e 1,4 per cento). Il PIL nominale rallenterebbe quest'anno (all'1,7 per cento), per via dell'indebolimento della componente reale, ma dovrebbe recuperare oltre il due per cento l'anno prossimo.

### ***Rischi per la previsione***

I fattori di rischio che circondano il quadro di previsione sono molteplici e prevalentemente orientati al ribasso. L'andamento delle variabili internazionali nello scenario di base sconta l'assenza di nuove restrizioni sul commercio internazionale e di ulteriori peggioramenti della fase ciclica europea, impatti complessivamente contenuti dagli attuali fronti di instabilità geo-politica (Brexit, crisi politica in Venezuela) e l'ordinata normalizzazione delle politiche monetarie nelle maggiori aree valutarie. Eventuali tensioni in questi ambiti potrebbero accentuare la volatilità sui mercati delle materie prime e valutarie, con effetti sulla crescita internazionale e sulle esportazioni italiane. Ulteriori, rilevanti elementi di rischio riguardano i rendimenti sui titoli del debito sovrano, per i quali un più elevato livello, soprattutto se persistente, potrebbe incidere sulle condizioni di finanziamento del settore privato con eventuale perdita di fiducia di famiglie e imprese. Per contro, un ulteriore calo dei rendimenti sui titoli pubblici favorirebbe l'espansione del prodotto lordo e delle disponibilità di spesa, anche oltre i ritmi stimati nello scenario di base di questa previsione.

## Riquadro – Le ipotesi dell'esercizio previsivo

**Le ipotesi sul contesto internazionale.** L'esercizio riguarda il triennio 2018-2020 ed è basato su variabili esogene internazionali aggiornate (sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili alla data del 22 gennaio 2018). In particolare, si assume: 1) la prosecuzione del rallentamento dell'attività economica globale, con il commercio mondiale di beni e servizi che, dopo la decelerazione registrata nel 2018 (4,0 per cento, 1,3 punti percentuali in meno rispetto al 2017) si sviluppa a ritmi lievemente inferiori anche nel 2019 (3,4 per cento nella media del biennio); 2) la graduale normalizzazione delle condizioni monetarie, come nelle attese dei mercati, con il tasso di interesse a breve nell'area euro sostanzialmente nullo quest'anno e lievemente positivo nel 2020; 3) un lieve, temporaneo, deprezzamento del cambio nel 2019, in linea con le indicazioni provenienti dalle quotazioni dei mercati a termine, con il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro che si attesta a 1,16 nel 2019 e 1,19 nel 2020; 4) una flessione del prezzo del greggio lungo l'orizzonte di previsione che, secondo le quotazioni nei mercati *futures*, si situa a 61,3 dollari a barile nella media del 2019 e resta sostanzialmente invariato nel 2020.

**Le ipotesi sulla finanza pubblica.** Le variabili di finanza pubblica recepiscono le misure della manovra di bilancio (Legge di bilancio per il 2019 e decreto legge 119/2018), che nelle stime dell'UPB eserciterebbero uno stimolo addizionale al PIL del 2019 quantificabile in 0,3 punti percentuali<sup>4</sup>. Va al riguardo precisato che la manovra prevede nel 2020 una clausola di salvaguardia sulle imposte indirette. Coerentemente con le ipotesi tecniche adottate dagli altri previsori macroeconomici, nello scenario di base (tab. 2) si assume, tuttavia, che le clausole non vengano attivate e che il mancato gettito non sia finanziato. Tale ipotesi tecnica differenzia questa previsione da quelle svolte dall'UPB nell'ambito degli esercizi di validazione dei quadri macroeconomici del MEF<sup>5</sup>, mentre la rende confrontabile con le proiezioni più recenti delle altre principali organizzazioni, nazionali e internazionali.

**Scenari alternativi.** Rispetto alla proiezione di base (tab. 2), sono stati analizzati due scenari alternativi. Il primo incorpora l'attivazione della clausola (sull'IVA e accise) per l'anno prossimo, prevista dalla legge di bilancio per il 2019. L'incremento delle imposte indirette aumenterebbe di un punto percentuale il deflatore dei consumi delle famiglie, con conseguente perdita di potere d'acquisto. La spesa per consumi privati risulterebbe intaccata dalle maggiori imposte nel 2020 per circa mezzo punto percentuale; la crescita del PIL si attesterebbe allo 0,6 per cento (0,2 punti percentuali in meno rispetto alla simulazione di base).

Il secondo scenario prevede uno stimolo addizionale sugli investimenti, per realizzare il quale occorrerebbe che venissero meno i principali fattori che al momento frenano, quali il peggioramento delle aspettative degli imprenditori, le tensioni sui titoli del debito sovrano e il rischio di inasprimenti nelle condizioni di credito. Un impulso aggiuntivo alla spesa in accumulazione pari a mezzo punto percentuale di PIL *ex ante* nel biennio 2019-2020 (circa nove miliardi di euro per anno) eviterebbe la decelerazione degli investimenti nel 2019, prevista nello scenario di base, e porterebbe a un'accelerazione nel 2020. L'effetto espansivo complessivamente stimato sul PIL sarebbe pari a 0,4 punti percentuali nella media del biennio 2019-2020. L'inflazione al consumo e le altre principali dinamiche dei prezzi resterebbero sostanzialmente immutate.

<sup>4</sup> L'esercizio di valutazione degli effetti macroeconomici della manovra per quest'anno è riportato nel [Rapporto sulla politica di bilancio 2019](#).

<sup>5</sup> Gli esiti delle procedure di validazione delle previsioni macroeconomiche contenute nei documenti programmatici del Governo sono disponibili al seguente indirizzo: <http://www.upbilancio.it/rapporti/>.