

## Sommario\*

*L'economia internazionale ha registrato nel 2019 il tasso di crescita più basso del decennio, a causa della marcata decelerazione degli scambi e delle forti incertezze sulle politiche economiche e commerciali. Nelle previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI) la fase economica globale dovrebbe tornare a irrobustirsi già da quest'anno, ma i dati congiunturali attualmente disponibili non segnalano ancora un'inversione del ciclo.*

*Anche l'economia italiana l'anno scorso si è indebolita; secondo le stime preliminari di contabilità nazionale il PIL sarebbe aumentato dello 0,2 per cento, oltre mezzo punto percentuale in meno rispetto al 2018. Nel complesso dell'anno il rallentamento è prevalentemente derivato dalle componenti interne di domanda, che hanno compresso anche l'inflazione al consumo. L'occupazione ha tenuto, nel confronto con i moderati ritmi produttivi, ma l'indicatore dell'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB) sull'incertezza di famiglie e imprese continua ad aumentare. Negli ultimi tre mesi del 2019 l'economia ha registrato un'inattesa battuta d'arresto, contestuale ma più intensa di quella osservata per altre economie europee; secondo i modelli previsivi di breve termine dell'UPB sull'Italia, nel trimestre in corso non vi sarebbe ancora un recupero.*

*In questa Nota l'UPB fornisce le proprie proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana nel medio termine. Il PIL quest'anno crescerebbe come nel 2019 (0,2 per cento), al di sotto di quanto stimato in ottobre (0,5 per cento) in occasione dell'esercizio di validazione delle previsioni del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF). La revisione al ribasso è prevalentemente dovuta al deterioramento della fase congiunturale nello scorcio finale del 2019, oltre che al peggioramento delle variabili esogene internazionali. Nel 2021 la dinamica del PIL si rafforzerebbe allo 0,7 per cento (tra uno e tre decimi di punto in meno nell'ipotesi di attivazione delle clausole di salvaguardia).*

*Nonostante il recente, parziale, allentamento delle tensioni commerciali e il venire meno dell'incertezza sulla Brexit i fattori di rischio sono fortemente orientati al ribasso. Restano elevate le preoccupazioni per le tensioni geo-politiche e per i fattori ambientali e si prospettano nuovi rischi, per l'emergenza sanitaria in Cina. Inoltre, nonostante l'orientamento espansivo delle principali banche centrali, i mercati finanziari appaiono esposti al rischio di rapide correzioni, che si ripercuoterebbero velocemente sui rendimenti dei titoli del debito sovrano.*

---

\* A cura del Servizio analisi macroeconomica; Nota completata con le informazioni disponibili il 10-02-2020.

## Contesto internazionale

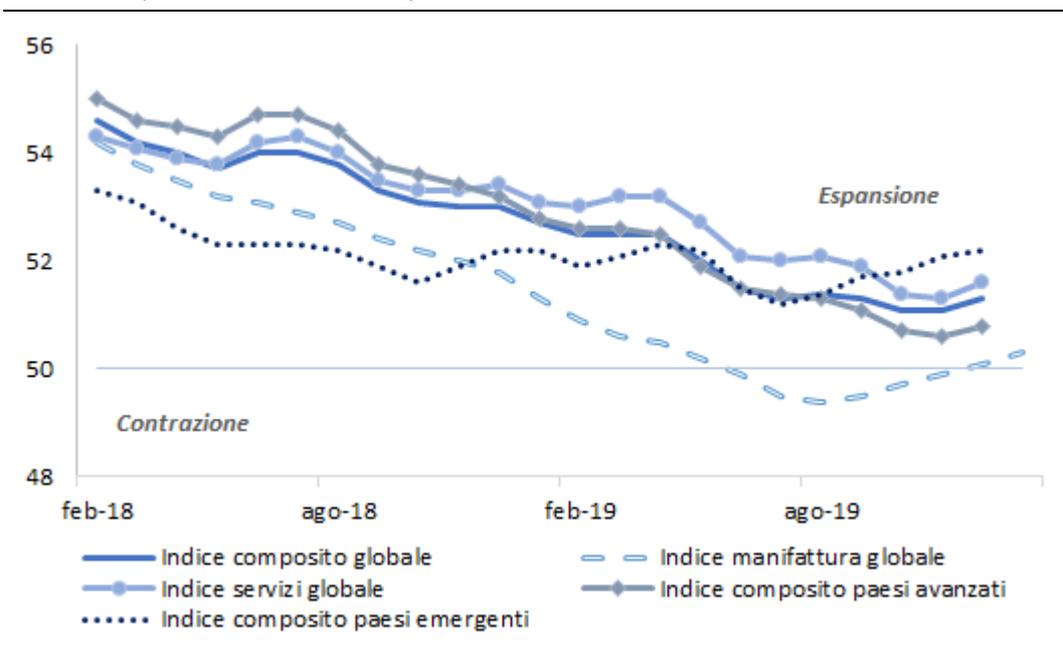
### Il ciclo internazionale ha continuato a indebolirsi nel 2019

L'anno scorso la crescita economica globale ha mostrato un deciso peggioramento rispetto al 2018, risultando la più bassa dell'ultimo decennio (2,9 per cento); hanno inciso le restrizioni agli scambi tra gli Stati Uniti e i *partner* commerciali, principalmente la Cina, nonché le tensioni geopolitiche.

Nel 2019 gli indici di fiducia dei direttori acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) sono diminuiti fino alla pausa estiva, per poi recuperare leggermente nei mesi finali dell'anno. L'indicatore manifatturiero globale, che era sceso al di sotto della soglia che separa la contrazione dall'espansione, è tornato appena sopra quota 50 in dicembre. Anche la componente relativa ai servizi ha mostrato un andamento simile, pur non avendo mai registrato valori che prospettano una fase recessiva (fig. 1).

Negli Stati Uniti il 2019 è stato il decimo anno consecutivo di espansione del prodotto, sebbene a un ritmo relativamente contenuto (2,3 per cento). Nel complesso, la dinamica di consumi, esportazioni nette e spesa pubblica è apparsa in linea con quella degli anni più recenti, mentre quella degli investimenti privati si è notevolmente ridotta. Anche nell'area dell'euro, dove la parte finale dell'anno è stata più debole del previsto (0,1 per cento il quarto trimestre), il 2019 si è chiuso con una crescita più contenuta di quella del 2018 (1,2 per cento, dal precedente 1,9). La crescita cinese nel 2019 si è fermata al 6,1

**Fig. 1** – 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.

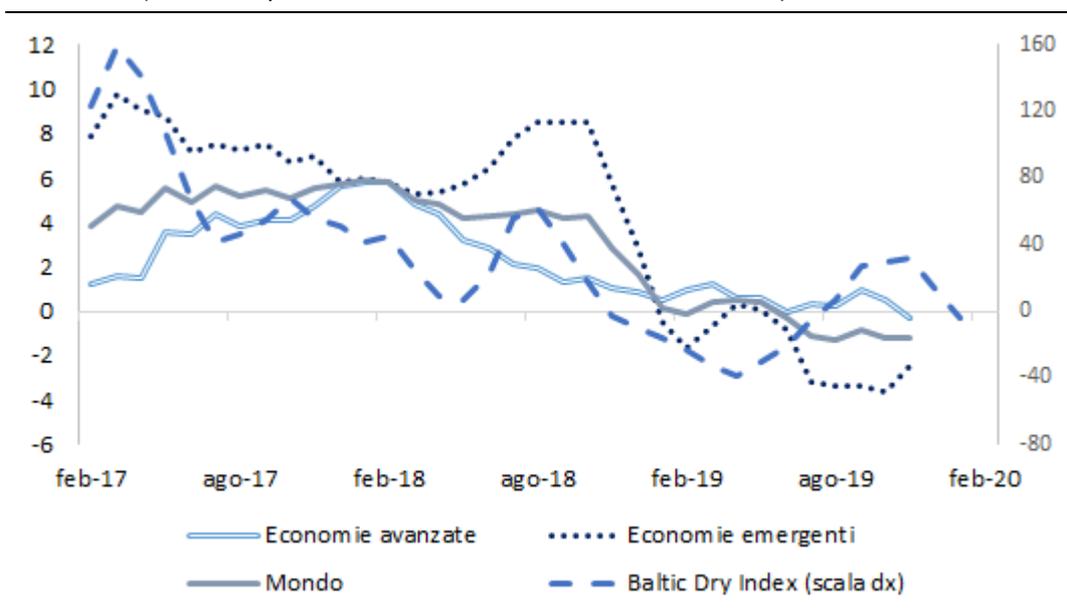
per cento, il valore più basso dal 1990, a causa della decelerazione dell'attività manifatturiera; il settore industriale ha risentito del rallentamento del commercio internazionale, oltre che delle dispute commerciali con gli Stati Uniti. Anche per i restanti paesi BRICS (Brasile, Russia, India e Sud Africa – oltre alla Cina) la dinamica dell'attività economica ha raggiunto un minimo relativo. Il PIL in Venezuela e Argentina ha continuato a ridursi, anche nel 2019.

### ***Il 2020 si è aperto con segnali di distensione delle dispute commerciali...***

Nello scorcio finale del 2019 si sono manifestati primi segnali di distensione nelle relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, che hanno portato a metà gennaio alla firma di un accordo per una prima fase di negoziati. L'intesa ha evitato l'entrata in vigore delle nuove tariffe, previste per dicembre, e ha dimezzato quelle già introdotte in settembre; si prevede inoltre l'impegno cinese a incrementare le importazioni di prodotti dagli Stati Uniti per 200 miliardi, a rafforzare la protezione della proprietà intellettuale, a eliminare i trasferimenti tecnologici forzati e a limitare gli interventi sul tasso di cambio. Sebbene il nuovo accordo rappresenti un passo avanti rispetto alla guerra commerciale in corso fino a poche settimane fa, esso presenta comunque delle criticità. In particolare, l'impegno cinese di importare più prodotti statunitensi potrebbe nuocere ad altri *partner* commerciali, orientando diversamente i flussi delle merci senza modificare il volume totale degli scambi internazionali; inoltre, poiché l'impegno è riferito a un sottoinsieme di beni rispetto al totale, la Cina potrebbe decidere di ridurre le importazioni dei beni statunitensi che non rientrano nell'accordo per compensare i *partner* per le perdite negli scambi, rendendo meno efficace il perseguimento dell'obiettivo di fondo degli Stati Uniti, di una riduzione del deficit commerciale verso la Cina e il resto del mondo.

I dati al momento disponibili sul commercio mondiale, di fonte Central Plan Bureau (CPB), ancora non consentono di rilevare gli eventuali benefici dei nuovi accordi essendo fermi a novembre dello scorso anno. Secondo tali dati, nei primi undici mesi del 2019 la variazione tendenziale della media mobile a tre mesi del commercio mondiale è progressivamente scesa fino a segnare -1,3 per cento in novembre. I dati relativi ai costi dei noli marittimi di container (Baltic Dry Index – BDI), disponibili a fine gennaio, indicano un nuovo peggioramento dei traffici commerciali, dopo il recupero mostrato negli ultimi 4 mesi del 2019 (fig. 2).

**Fig. 2** – 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.

### ***... ma le ultime previsioni del FMI non considerano il coronavirus***

Il FMI in gennaio ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per l'economia mondiale, per la sesta volta consecutiva. Oltre ad aver ridotto la stima sul 2019 al 2,9 per cento, il FMI ha limato di un decimo di punto percentuale quella per il 2020 (ora al 3,3 per cento) e di due decimi quella per il 2021 (al 3,4 per cento). Le revisioni hanno riguardato sia il gruppo dei paesi avanzati, sia quello dei paesi in via di sviluppo. Anche il tasso di crescita stimato per il commercio mondiale è stato rivisto al ribasso, di tre decimi di punto per quest'anno e di un decimo nel prossimo (rispettivamente al 2,9 e al 3,7 per cento). Le attese del FMI sul tasso di variazione del commercio mondiale nel 2020 mostrano un recupero dell'elasticità apparente rispetto il PIL più forte di quella implicita nelle stime di altri previsori. La variazione media degli scambi globali prevista dalla Banca centrale europea (BCE), dalla Banca Mondiale, dall'OCSE e da Oxford Economics si colloca nel 2020 all'1,4 per cento, sostanzialmente in linea con le ipotesi adottate dall'UPB nell'esercizio previsivo di medio termine presentato in questa Nota.

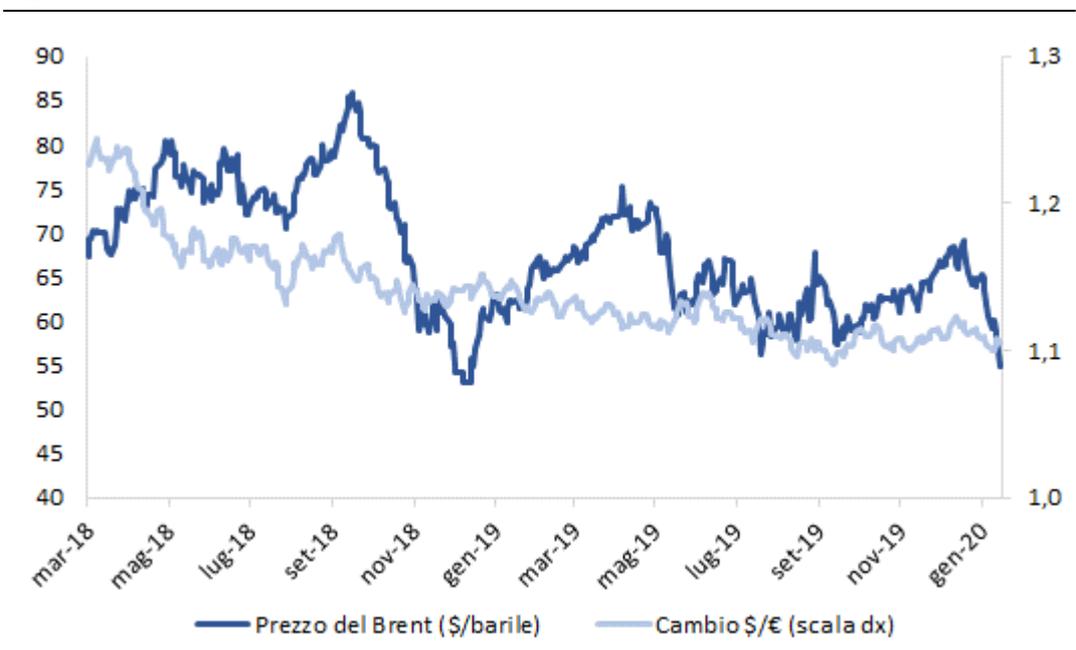
Il rapporto previsivo del FMI è stato elaborato prima che l'epidemia, originatasi in Cina, di coronavirus si allargasse anche ad altri paesi. Sebbene sia ancora prematuro ottenere stime robuste dei possibili effetti economici, alcune valutazioni preliminari sono state fatte paragonando l'attuale epidemia con quelle del passato, in particolare la SARS del 2003. Considerando i settori maggiormente colpiti (viaggi, intrattenimento e commercio al dettaglio), ma anche gli effetti legati al prolungamento da parte di molte aziende cinesi del periodo di vacanza legato al capodanno cinese, Morgan Stanley stima che la perdita di PIL

per la Cina potrebbe andare da 0,5 a 1,0 punti percentuali nel primo trimestre, se il picco di diffusione avesse luogo tra febbraio e marzo. Se invece il picco si manifestasse tra marzo e aprile si avrebbe una perdita leggermente superiore, nella prima metà dell'anno in corso. Per l'economia mondiale, gli effetti sul PIL sarebbero compresi tra 0,15 e 0,3 punti percentuali nel primo trimestre. Secondo Oxford Economics, invece, la perdita di PIL nei primi tre mesi del 2020 potrebbe essere circa il doppio di quella stimata da Morgan Stanley.

### **Quotazioni petrolifere complessivamente stabili, malgrado le tensioni geopolitiche**

Durante il 2019 il prezzo del petrolio ha subito fasi alterne di aumento e diminuzione, che si sono in gran parte compensate. Al recupero delle quotazioni osservato fino ad aprile ha fatto seguito un periodo di rientro, determinato dal rallentamento dell'economia mondiale oltre che dalla continua espansione della produzione statunitense, ascrivibile principalmente allo *shale oil*. Negli ultimi mesi l'inasprirsi delle tensioni in Medio Oriente ha causato temporanee fiammate nei prezzi, che sono però rientrate velocemente. La quotazione media del 2019, pari a 64,2 dollari per barile, è prossima a quella del primo mese del 2020, pari a 63,9 (fig. 3). Nella seconda metà del mese di gennaio, il propagarsi del coronavirus in Cina ha avuto prime ripercussioni, oltre che sui mercati valutari e azionari, anche su quelli delle materie prime, compreso il petrolio, per il rischio di una frenata dell'economia globale. Nei primi giorni di febbraio il petrolio quotava poco più di 55 dollari per barile.

**Fig. 3** – Prezzo del petrolio e tasso di cambio



Fonte: Refinitiv.

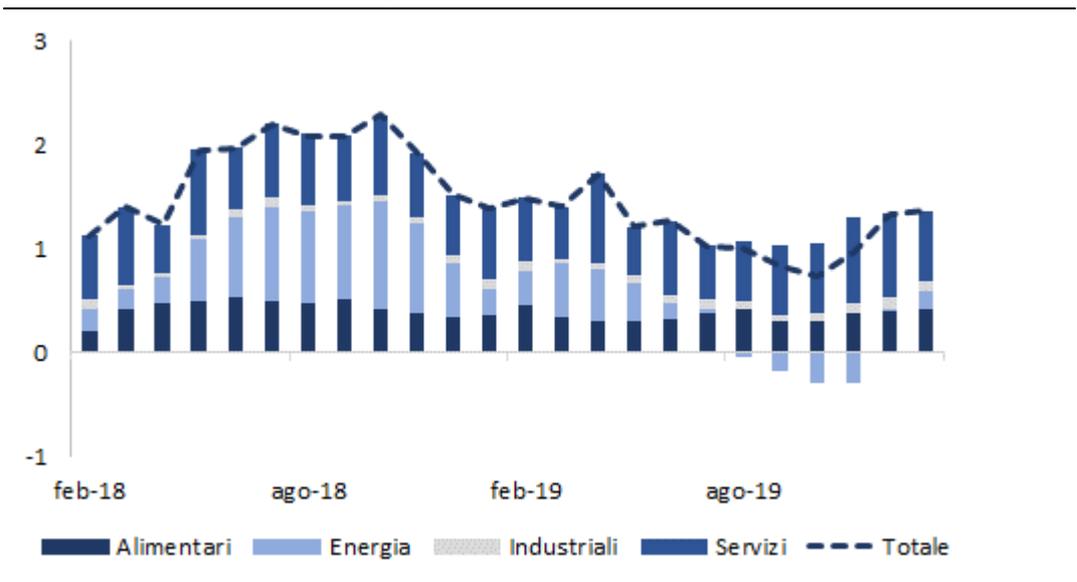
L'anno scorso il tasso di cambio dollaro/euro ha registrato fluttuazioni molto più contenute rispetto al petrolio, non eccedenti i tre punti percentuali rispetto al valore medio di circa 1,12 dollari per euro. A fine gennaio la quotazione era scesa di poco, a 1,11 dollari per euro. Alla relativa stabilità dei cambi hanno contribuito le politiche monetarie adottate dalle banche centrali delle due sponde dell'Atlantico; la *forward guidance* e l'efficacia della comunicazione di entrambe hanno reso prevedibile la direzione della politica monetaria, aiutando così a contenere le tensioni sui cambi.

### **L'inflazione dell'area dell'euro è ancora scesa nel 2019**

Nei primi 10 mesi del 2019 l'inflazione dell'area dell'euro ha mostrato un *trend* in flessione, che ha portato la variazione annuale dell'indice generale dei prezzi allo 0,7 per cento in ottobre (dall'1,4 per cento in gennaio); nello stesso periodo l'inflazione *core* è invece rimasta sostanzialmente stabile, intorno all'1,0 per cento. Negli ultimi due mesi del 2019 e nel primo del 2020 la dinamica dei prezzi dei servizi ha lievemente recuperato, spingendo al rialzo l'indice complessivo, che in gennaio è tornato all'1,4 per cento annuo (fig. 4). Nella media del 2019, l'inflazione è stata pari all'1,2 per cento, contro 1,8 per cento del 2018.

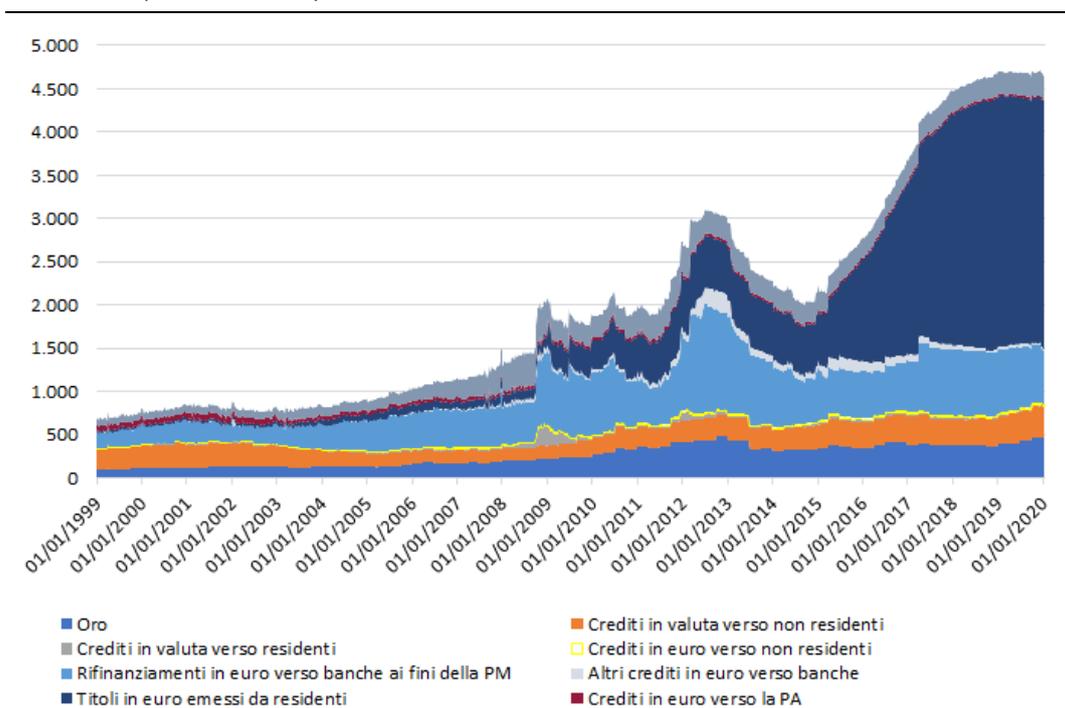
Lo scorso novembre la BCE ha avviato un nuovo programma di acquisti di attività finanziarie (fig. 5) per sostenere il credito e quindi la domanda e i prezzi, al fine di rafforzare la convergenza dell'inflazione all'obiettivo della politica monetaria. Secondo la BCE il recupero dell'inflazione sul finire d'anno è stato principalmente indotto dall'aumento dei prezzi petroliferi, che si è però velocemente riassorbito. Sia nelle

**Fig. 4** – Inflazione dell'area dell'euro  
(variazioni tendenziali percentuali e contributi)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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



Fonte: BCE.

proiezioni dell'Eurosistema, sia nella *Survey of Professional Forecasters* (SPF) nei prossimi tre anni l'inflazione dovrebbe restare ampiamente sotto il *target* del due per cento.

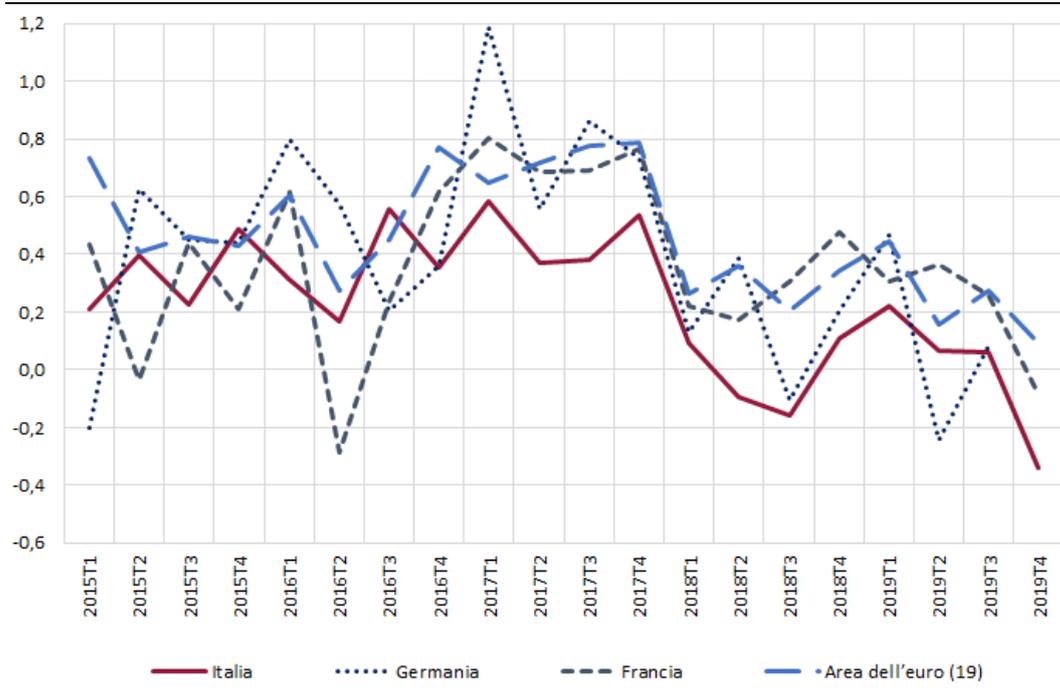
## **Economia italiana**

### ***L'anno scorso il PIL è aumentato in misura modesta***

Nei primi tre trimestri del 2019 l'economia italiana si era caratterizzata per una crescita trimestrale congiunturale debole, ma appena positiva. Secondo le stime preliminari dell'Istat nello scorcio finale del 2019 il PIL ha invece segnato una flessione dello 0,3 per cento in termini congiunturali (fig. 6), contro stime condivise dai principali previsori di una sostanziale stabilizzazione. Un netto deterioramento della fase congiunturale si è riscontrato anche in Francia, dove il PIL si è ridotto dello 0,1 per cento (contro attese degli analisti di un'espansione dello 0,2) e nel complesso dell'area dell'euro, dove è aumentato solo dello 0,1 per cento, il ritmo di crescita più basso dall'inizio del 2013. Nel complesso del 2019 il PIL in dell'Italia è aumentato dello 0,2 per cento, da 0,8 nel 2018. Il trascinarsi sulla dinamica del PIL per il 2020 risulterebbe negativo (-0,2 punti percentuali).

La contrazione dell'attività economica nel trimestre finale dello scorso anno ha riflesso le perdite di produzione nell'industria, nell'edilizia e nell'agricoltura, alle quali potrebbero

**Fig. 6** – PIL dell'area dell'euro e delle sue tre maggiori economie  
(variazioni percentuali congiunturali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

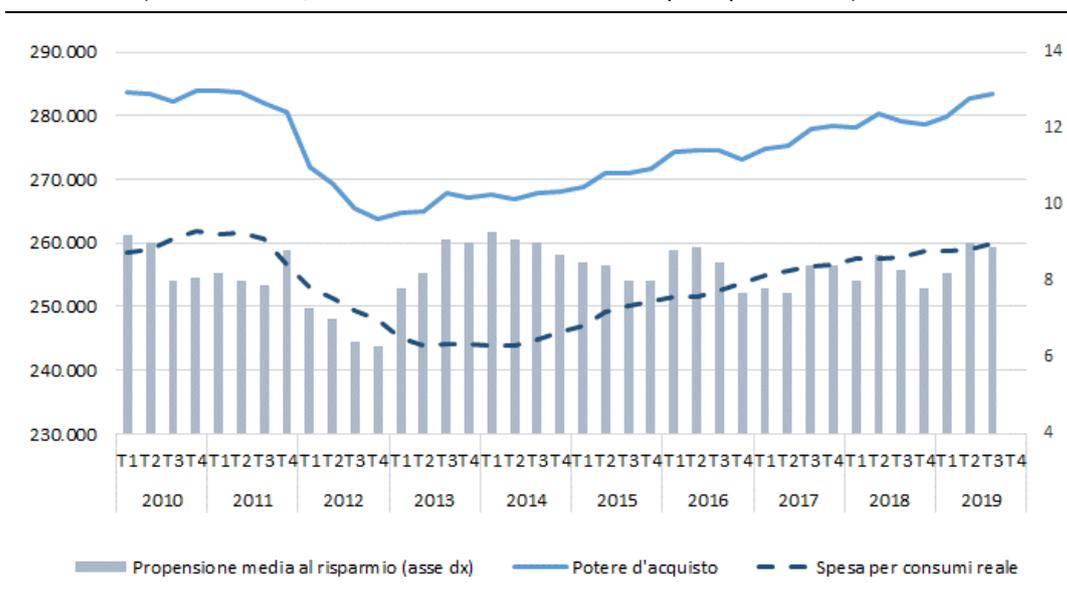
avere concorso solo in parte fattori temporanei; il deterioramento del ciclo industriale è stato infatti marcato anche in altri paesi esportatori, come la Germania. Il valore aggiunto dei servizi sarebbe risultato stabile, dopo due trimestri di crescita congiunturale al ritmo medio dello 0,2 per cento. Dal lato della domanda, l'apporto positivo dell'interscambio con l'estero sarebbe stato bilanciato da quello negativo della componente interna, al lordo delle scorte.

### **La spesa per consumi ha accelerato in estate...**

La dinamica dei consumi privati, che aveva sostanzialmente ristagnato nella prima metà dell'anno, si è irrobustita nel terzo trimestre segnando un incremento congiunturale dello 0,4 per cento; l'accelerazione potrebbe avere beneficiato di primi impatti espansivi del Reddito di Cittadinanza, che nel periodo estivo ha raggiunto una platea di beneficiari più ampia. La crescita acquisita della spesa delle famiglie per il 2019 è dello 0,6 per cento, di poco inferiore alla variazione media annua del 2018 (0,8 per cento).

Il rafforzamento della spesa in estate è stato trainato dalla componente dei beni, soprattutto durevoli, a fronte di una dinamica pressoché nulla dei servizi. La spesa delle famiglie ha beneficiato dell'aumento del potere di acquisto, che già nei due periodi precedenti si era irrobustito. La propensione al risparmio delle famiglie si è sostanzialmente stabilizzata in estate (all'8,9 per cento del reddito disponibile; fig. 7), dopo essere cresciuta nei due periodi precedenti.

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

La fiducia dei consumatori, che nel 2018 si era attestata su valori relativamente elevati, si è indebolita l'anno scorso, soprattutto con riferimento alle valutazioni sulla situazione economica generale. Nonostante un lieve recupero in gennaio, il clima di opinione resta al di sotto dei valori medi dello scorso biennio, per cui non prefigura decisi miglioramenti negli orientamenti di spesa delle famiglie.

### ***...ma gli investimenti si sono indeboliti***

L'accumulazione di capitale lo scorso anno è aumentata (2,4 per cento il tasso di crescita acquisito al terzo trimestre) in misura inferiore rispetto al 2018 (3,2 per cento). In estate si è registrato un lieve calo congiunturale (-0,2 per cento), determinato principalmente dalla contrazione delle spese per impianti, macchinari e armamenti; gli investimenti in costruzioni hanno invece ripreso il sentiero di crescita moderata iniziato nella seconda metà del 2017, dopo la flessione nei mesi primaverili. Il tasso di investimento, rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, è aumentato (al 21,4 per cento nel terzo trimestre) oltre il valore medio del 2018. La quota di profitto, misurata come risultato lordo di gestione sul valore aggiunto ai prezzi base delle società non finanziarie, ha continuato a ridursi.

Le inchieste qualitative prefigurano nel breve termine la prosecuzione della fase di debolezza nel processo di accumulazione. L'indagine dell'Istat ha evidenziato un peggioramento del saldo degli ordini interni di beni strumentali, in corso d'anno, nonostante le condizioni di finanziamento siano migliorate nella seconda metà del 2019 anche con riguardo alle aziende di piccole dimensioni. Segnali prospettici molto cauti giungono anche dall'indagine di dicembre della Banca d'Italia-Sole 24 Ore sulle Aspettative

di inflazione e crescita, che indica il persistere di condizioni negative per investire, in particolare nelle costruzioni e nei servizi; le imprese temono in particolare l'incertezza politica e le restrizioni sugli scambi commerciali.

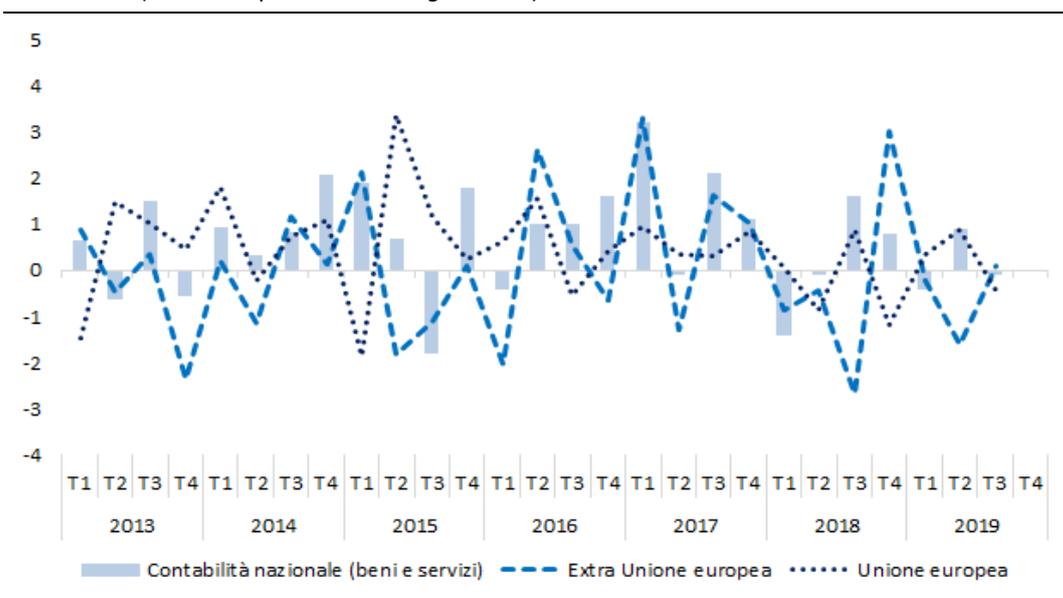
La dinamica del totale dei prestiti bancari al settore privato non finanziario ha mostrato una progressiva decelerazione nel corso del 2019, arrivando a registrare una variazione nulla a novembre. Tale tendenza sottende tuttavia andamenti eterogenei tra gli agenti economici: mentre il credito alle famiglie ha continuato a espandersi, sia per i mutui sia per il credito al consumo, sul fronte delle imprese non finanziarie i prestiti sono scesi, soprattutto per le aziende di piccola dimensione e per quelle operanti nelle costruzioni. Nel terzo trimestre il flusso di nuovi crediti deteriorati in rapporto al totale dei finanziamenti è risultato in calo (pari all'1,2 per cento, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno), soprattutto per le imprese dei servizi e delle costruzioni. Nello stesso periodo l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati è diminuita, sia al lordo sia al netto delle rettifiche di valore.

#### ***Le esportazioni si mantengono dinamiche, malgrado il rallentamento degli scambi***

Nonostante il rallentamento del commercio internazionale, i dati di contabilità nazionale indicano un'espansione del volume delle vendite all'estero relativamente sostenuta; il tasso di crescita acquisito per lo scorso anno è dell'1,6 per cento, simile all'incremento registrato nel 2018.

Riguardo ai mercati di sbocco (fig. 8), i dati mensili sui beni indicano che il volume delle

**Fig. 8** – 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.

vendite all'esterno dell'Unione europea è stato particolarmente volatile, con una ripresa nel terzo trimestre nonostante la stazionarietà in termini nominali. Le vendite all'interno dell'Unione europea, meno erratiche, hanno registrato un'interruzione della moderata dinamica positiva in atto dalla fine del 2018.

I dati più recenti di commercio estero delineano un quadro incerto. Nella media ottobre-novembre vi sarebbe stato un recupero delle vendite di beni all'estero rispetto al terzo trimestre (dello 0,6 per cento sui volumi, ottenuti deflazionando con i prezzi alla produzione sui mercati esteri), mentre le informazioni di dicembre sulle vendite in valore, riferite ai soli paesi extra-UE, indicano una flessione di circa un punto percentuale rispetto al mese precedente. I risultati delle inchieste qualitative prospettano una fase di debolezza degli scambi con l'estero nel breve termine: l'indagine sulla fiducia delle imprese della manifattura, condotta in dicembre dall'Istat, riporta un peggioramento dei giudizi sugli ordinativi dall'estero e delle attese sul fatturato sui mercati internazionali.

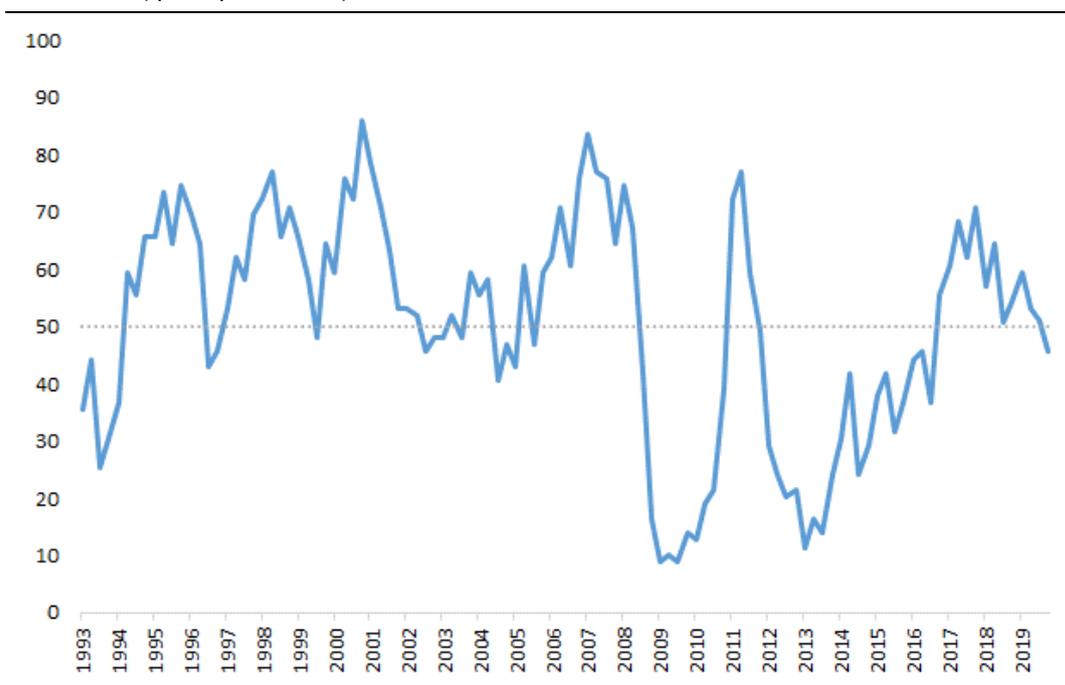
Anche le importazioni l'anno scorso hanno decelerato (il tasso di crescita acquisito al terzo trimestre è dello 0,9 per cento), verosimilmente per via dell'indebolimento dell'accumulazione di capitale e di scorte, che normalmente attiva fortemente acquisti dall'estero. Il maggiore incremento delle esportazioni dovrebbe comunque avere determinato un contributo alla crescita della domanda estera netta appena positivo per il 2019.

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

La tendenza alla flessione del ciclo industriale, in atto dall'inizio del 2018, si è acuita in dicembre; la produzione industriale si è ridotta del 2,7 per cento rispetto al mese precedente, per via di contrazioni marcate in tutti i principali raggruppamenti. Nel complesso del quarto trimestre dell'anno scorso l'attività nell'industria si è contratta dell'1,4 per cento in termini congiunturali, come non accadeva dallo scorcio finale del 2012. 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 abbia continuato a ridursi. Le prospettive dell'industria restano deboli, come evidenziato dai bassi valori degli indicatori qualitativi, sia il PMI sia l'indice Istat sulla fiducia delle imprese manifatturiere in gennaio.

Nei primi undici mesi del 2019 la produzione delle costruzioni ha segnato un incremento dell'1,7 per cento, interrompendo la fase di debolezza che ha caratterizzato il periodo 2015-18. Nell'ultimo trimestre, tuttavia, si è registrata una marcata flessione rispetto al dato medio di luglio-settembre (-2,5 per cento), anche a causa delle sfavorevoli condizioni climatiche. Il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto in ottobre e novembre da Agenzia delle entrate, Banca d'Italia e Tecnoborsa, tuttavia, riporta

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

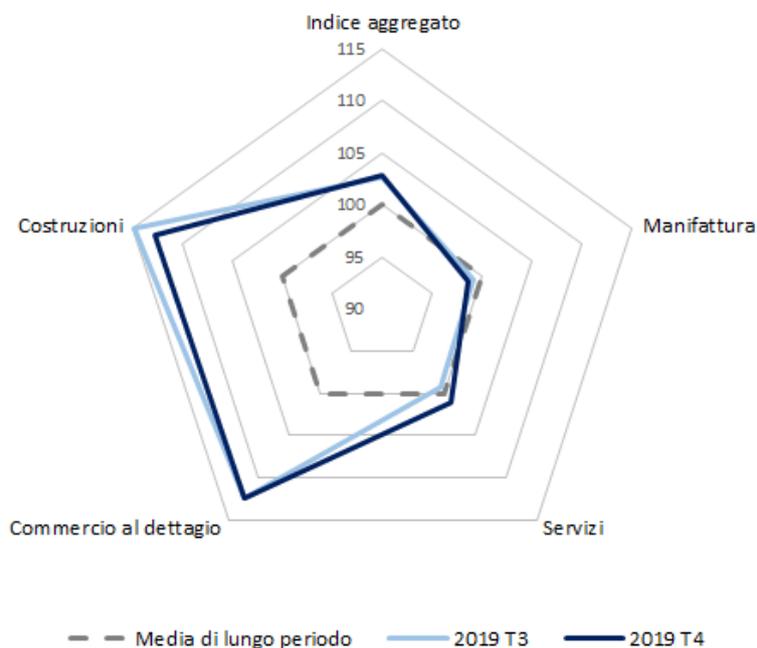
miglioramenti nelle attese degli operatori per le aree urbane; le indagini più recenti presso le imprese edili rivelano un miglioramento dei giudizi e delle tendenze degli ordini e dei piani di costruzione.

L'attività dei servizi è appena aumentata nel terzo trimestre del 2019 (0,1 per cento rispetto ad aprile-giugno, così come la variazione acquisita rispetto alla media del 2018), nonostante il più marcato incremento della spesa per consumi. Gli indicatori qualitativi sono marginalmente migliorati nella parte finale dello scorso anno.

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 rimasto pressoché invariato rispetto alla media luglio-settembre (fig. 10). In gennaio si è registrata una flessione dell'indice composito, ascrivibile ai settori dei servizi e del commercio.

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 2019 è ulteriormente aumentato (fig. 11), soprattutto con riferimento alle componenti relative alle costruzioni e alla manifattura.

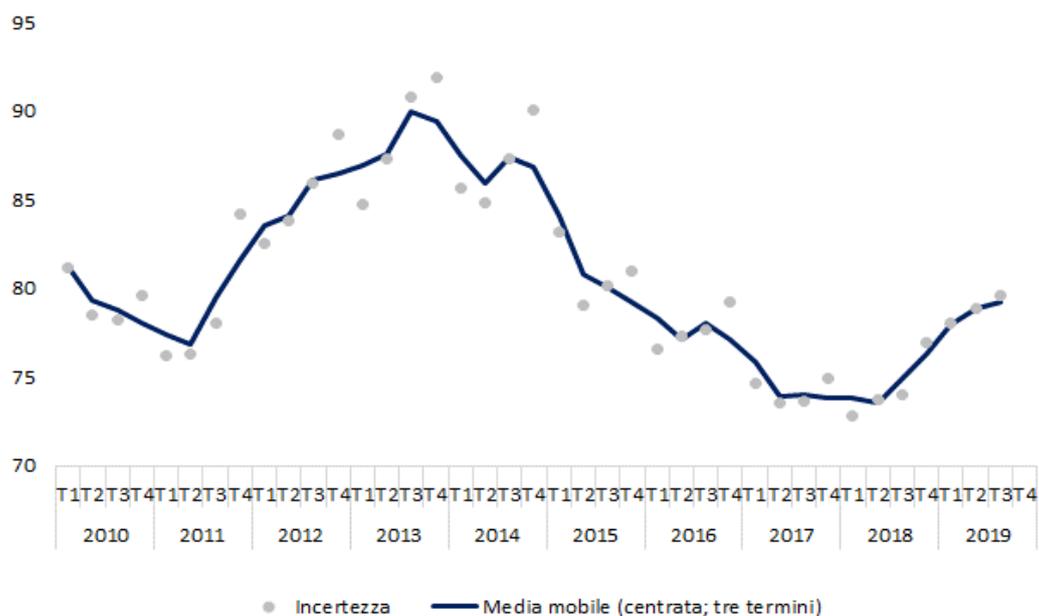
**Fig. 10** – Fiducia nei comparti produttivi (1)  
(numero indice, media gennaio 1998 – dicembre 2019=100)



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*).

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



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Gli indicatori sintetici del ciclo economico sono coerenti nel segnalare una sostanziale stasi dell'attività produttiva. L'indice coincidente della crescita di fondo della Banca d'Italia (ITA-coin) in autunno ha recuperato, per poi stabilizzarsi in gennaio su un valore appena superiore allo zero; l'indicatore anticipatore dell'Istat ha invece mostrato una tendenza al ribasso lungo tutto il 2019.

### ***L'occupazione rallenta, ma prosegue la flessione del tasso di disoccupazione***

Nel 2019 l'occupazione ha lievemente rallentato (0,7 per cento in media d'anno sulla base di dati preliminari, da 0,9 nel 2018) ma è comunque aumentata più della produzione; le componenti femminili e degli occupati dipendenti a carattere permanente sono risultate particolarmente vivaci, mentre si è fortemente ridimensionata l'occupazione a termine. Anche la dinamica delle ore lavorate è risultata in moderazione.

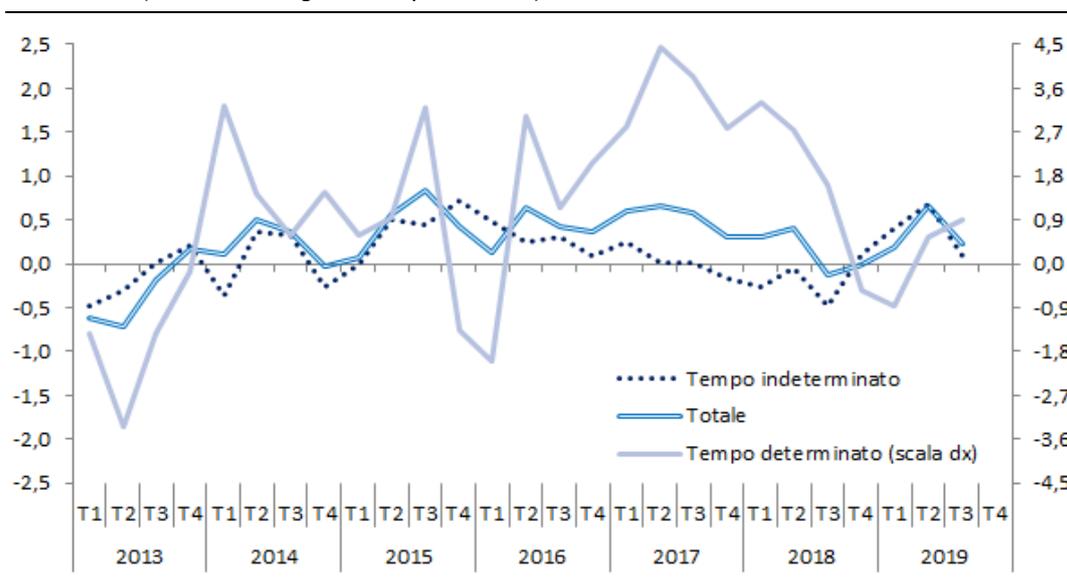
Nella seconda metà dell'anno sono emersi alcuni segnali di rallentamento, a riflesso della persistente debolezza dell'attività economica. Nel trimestre estivo la domanda di lavoro, misurata dalle posizioni lavorative dipendenti sulla base dei contratti di lavoro in essere, ha decelerato allo 0,2 per cento su base congiunturale (da 0,4 nel secondo trimestre). L'*input* di lavoro ha tuttavia recuperato, grazie all'incremento delle ore lavorate, soprattutto nelle costruzioni.

Dal lato dell'offerta di lavoro, la decelerazione dell'occupazione alle dipendenze nel terzo trimestre (0,2 per cento in termini congiunturali, sulla base della Rilevazione sulle forze di lavoro, da 0,7 nel secondo) è stata interamente dovuta alla frenata della componente a tempo indeterminato, che invece era risultata molto dinamica dallo scorcio finale del 2018. La variazione dell'occupazione a termine si è invece irrobustita per il secondo trimestre consecutivo (fig. 12), riportandosi su valori simili a quelli di un anno prima; è proseguita la tendenza alla crescita dell'occupazione a tempo parziale (l'incidenza del *part time* involontario è salita al 12,0 per cento degli occupati) ed è contestualmente diminuita l'occupazione a tempo pieno. Secondo informazioni preliminari, nel trimestre finale del 2019 il numero degli occupati sarebbe appena aumentato.

Anche sulla base dei dati amministrativi di fonte INPS, le nuove assunzioni con contratti a tempo indeterminato, pur mostrando un'evoluzione ancora favorevole, hanno rallentato; un analogo andamento è emerso per le trasformazioni a tempo indeterminato di contratti a termine, la cui sostenuta dinamica a partire dai mesi finali del 2018 faceva seguito all'avvio del "Decreto Dignità", che favorisce le trasformazioni dei contratti a tempo determinato ancora in vigore.

Il tasso di disoccupazione, in flessione per tutto il corso del 2019, si è attestato al 10,0 per cento in media d'anno (9,8 per cento nel quarto trimestre); all'incremento del tasso di

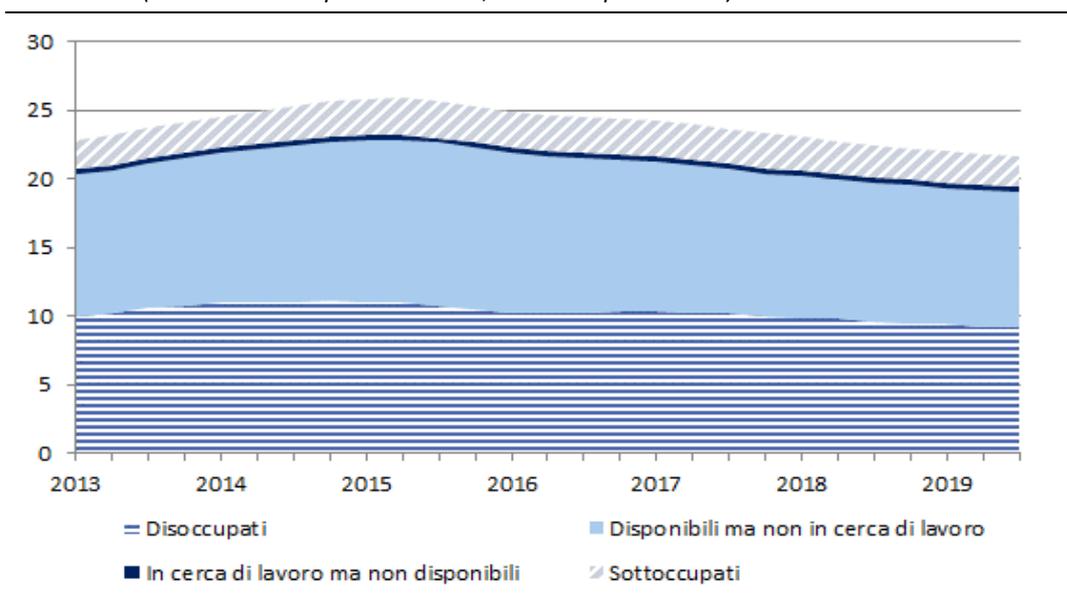
**Fig. 12** – Occupazione alle dipendenze  
(variazioni congiunturali percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

occupazione (59,1 per cento) si è accompagnata la leggera salita di quello di partecipazione. La componente di lungo periodo della disoccupazione è altresì scesa (al 5,6 per cento nella media dei primi tre trimestri del 2019 dal 6,2 nell’analogo periodo del 2018). Il numero di individui inattivi si è ulteriormente ridotto, soprattutto nella componente femminile, mentre è appena aumentato per gli uomini. L’indicatore che misura il grado di sottoutilizzo delle forze di lavoro è risultato ancora elevato (di poco inferiore al 22 per cento; fig. 13).

**Fig. 13** – Disoccupazione, sottoccupazione e forza lavoro potenziale (1)  
(medie mobili a quattro termini; incidenze percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Età di riferimento 15-74 anni.

Nella media luglio-settembre, la dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie per l'intera economia si è attenuata in misura considerevole (0,7 per cento su base tendenziale, da 1,6 nel primo trimestre), per effetto della flessione nel settore pubblico, verso ritmi analoghi a quelli del settore privato; un ulteriore lieve indebolimento si è registrato nel quarto trimestre. Nel 2019 la crescita delle retribuzioni contrattuali si è ridotta all'1,1 per cento (da 1,5 per cento nel 2018), a fronte di una dinamica trimestrale simile a quella delle retribuzioni di fatto.

La flessione della produttività oraria nel terzo trimestre (-0,3 per cento su base tendenziale) è il risultato di un aumento delle ore lavorate più consistente dell'incremento del valore aggiunto. La variazione acquisita (-0,5 per cento sulla base dei primi tre trimestri del 2019) permane negativa nei maggiori comparti produttivi a eccezione delle costruzioni. L'evoluzione dei redditi da lavoro dipendente per ora lavorata (1,3 per cento la crescita acquisita, da 1,8 nella media del 2018) ha invece incorporato la decelerazione in atto dal trimestre primaverile, in particolare nei servizi. La dinamica del CLUP è quindi risultata in leggero rallentamento (1,8 per cento l'acquisito, da 2,0 nella media del 2018).

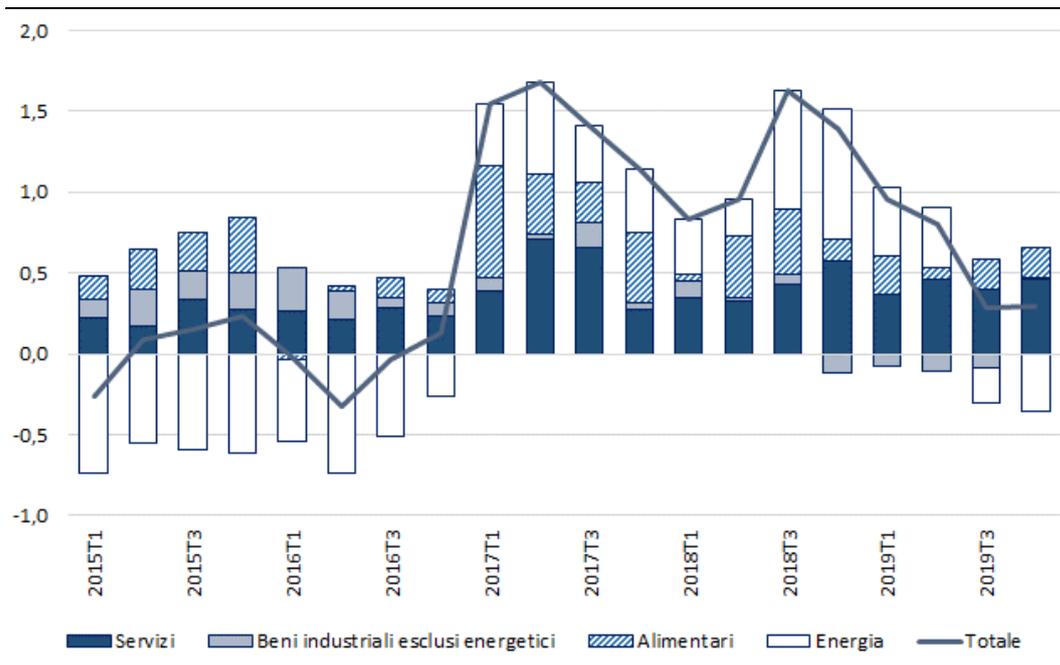
### ***L'inflazione al consumo si è dimezzata rispetto al 2018***

L'inflazione al consumo l'anno scorso è risultata modesta (0,6 per cento l'indice per l'intera collettività), dimezzandosi rispetto al 2018 (1,2 per cento); si è indebolita anche la componente di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, sebbene in misura inferiore (0,5 per cento nel 2019 rispetto a 0,7 dell'anno precedente). Le determinanti dei prezzi continuano a mostrarsi deboli. La domanda interna resta moderata, le pressioni all'origine dei processi produttivi sono contenute e le attese sui prezzi restano ancora caute.

L'anno scorso l'andamento mensile dell'inflazione al consumo (NIC) è stato principalmente trainato dalle componenti energetiche (fig. 14); l'inflazione è stata più sostenuta in primavera, ma già dai mesi estivi ha mostrato segnali di stabilizzazione, poi confermati nel trimestre autunnale. La componente relativa ai servizi si è attestata su valori superiori a quelli registrati per i beni non energetici, soprattutto nel settore dei trasporti. I dati preliminari Istat indicano una sostanziale stabilizzazione dell'inflazione in gennaio (la variazione tendenziale dell'indice NIC è stata dello 0,6 per cento, da 0,5 del mese precedente); si è rafforzata la variazione della componente dei beni energetici non regolamentati (al 3,2 per cento dall'1,6 di dicembre) e in minor misura dagli alimentari (1,0 per cento da 0,8), mentre quella dei beni energetici regolamentati continua a esercitare un freno (-9,5 per cento in gennaio da -7,8 di dicembre).

L'inflazione di fondo è risultata meno volatile di quella globale e nel complesso molto contenuta; tuttavia in gennaio ha recuperato due decimi di punto portandosi allo 0,8 per cento.

**Fig. 14** – Indice di prezzi al consumo totale e contributi delle sotto-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.

Molti analisti hanno cercato di interpretare l'attuale anomalia di una ripresa economica senza inflazione, ma non emergono ancora considerazioni conclusive in merito. Da un punto di vista delle relazioni di breve termine, un freno potrebbe essere derivato dalle minori pressioni esterne, sia sui prezzi sia sulla domanda per l'Italia<sup>2</sup>. In termini più strutturali, le profonde trasformazioni avvenute nel mercato dei beni e della distribuzione (*e-commerce*, globalizzazione) possono aver accresciuto la concorrenza e ridotto i margini di profitto; al contempo la relazione tra lavoro e prezzi (curva di Phillips) potrebbe presentare oggi caratteristiche diverse da quelle prevalenti prima della crisi globale finanziaria<sup>3</sup>.

La debolezza dei prezzi continua a interessare un insieme non trascurabile di voci di spesa. Nella media del 2019 il 90 per cento dei beni è stato oggetto di rincari inferiori al 2,0 per cento mentre è contestualmente risalita rispetto al 2018 la quota di prodotti con prezzi in deflazione (27 per cento in media d'anno rispetto al 22 di un anno prima).

L'inflazione importata, dopo una prima parte dell'anno di sostanziale stabilità su valori di poco inferiori all'1,0 per cento, si è decisamente ridotta dall'estate (-2,4 per cento da

<sup>2</sup> Alcune riflessioni sulle determinanti dell'inflazione, misurata dal deflatore del PIL, sono state presentate nel Riquadro "Un esercizio controfattuale sulla bassa inflazione dell'ultimo decennio in Italia" nella Nota di congiuntura UPB di ottobre 2019 disponibile al link: <http://www.upbilancio.it/nota-sulla-congiuntura-ottobre-2019/>.

<sup>3</sup> La curva di Phillips è stata messa in discussione da vari economisti negli ultimi anni, come ad esempio Blanchard (2016) in "The Phillips curve: back to the '60s?" AER, 106(5).

giugno a novembre) grazie ai minori costi delle materie prime energetiche. I prezzi alla produzione nell'industria, ancora in crescita nella prima metà dell'anno (2,3 per cento nel primo semestre), hanno subito da luglio una decisa frenata che si è andata amplificando nei mesi autunnali (-2,6 per cento in media d'anno nel quarto trimestre). Un'analoga dinamica è stata registrata nel settore delle costruzioni, dove nella seconda parte dell'anno si è annullato il modesto recupero osservato fino a giugno (0,1 per cento la crescita media annua). Nei servizi si è ridimensionata fortemente la tendenza al rialzo dei prezzi alla produzione in atto dagli ultimi due anni (0,3 per cento nel terzo trimestre contro l'1,7 dei precedenti mesi dell'anno).

Le aspettative di inflazione di imprese e famiglie, rilevate nelle inchieste sulla fiducia dell'Istat, sono rimaste caute in tutto il 2019, con una marginale ripresa solo nei mesi autunnali. Le famiglie hanno mostrato un graduale recupero di ottimismo dopo l'estate che tuttavia si è interrotto in inverno (a gennaio saldo a -3,7 contro una media di 10,9 nei precedenti tre mesi). Le imprese sono apparse in generale meno ottimiste delle famiglie; il saldo tra quelle che si attendono prezzi in aumento e in diminuzione è passato dal 6,1 del 2018 allo 0,9 nel 2019, ma in gennaio si è registrato un lieve recupero.

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

In quanto segue si presentano le previsioni macroeconomiche per l'economia italiana nel triennio 2019-2021. L'esercizio previsivo si differenzia da quelli svolti dall'UPB al fine di validare i quadri macroeconomici del MEF, per renderlo più direttamente confrontabile con gli scenari predisposti dalle principali organizzazioni internazionali e nazionali<sup>4</sup>. In particolare, la previsione di base per il 2021 non include l'incremento delle imposte indirette previsto nelle clausole di salvaguardia e non considera misure alternative di copertura finanziaria; i risultati di una simulazione che include l'attivazione di tali clausole sono delineati nel Riquadro, dove vengono anche riportate le principali variabili esogene dell'esercizio.

### ***L'attività economica nel triennio 2019-2021***

Secondo i dati preliminari il PIL nel 2019 è aumentato lievemente (0,2 per cento, come riportato nella sezione precedente). La crescita, risultata moderata nei primi tre trimestri dell'anno, ha segnato una brusca interruzione nel quarto (-0,3 per cento). Tale evoluzione implica un trascinamento statistico negativo per l'anno in corso (-0,2 punti percentuali).

I modelli di previsione di breve periodo dell'UPB stimano che nel trimestre in corso il PIL non recupererebbe il netto calo del periodo precedente. L'attività economica riprenderebbe vigore nei trimestri successivi, sostenuta dal lento recupero della domanda interna, mentre l'apporto di quella estera netta sarebbe nullo. La variazione del PIL è stimata allo 0,2 per cento nel 2020 (0,1 per cento al netto della correzione per i giorni lavorativi), mentre nel 2021 aumenterebbe allo 0,7 per cento (tab. 1). L'attivazione delle clausole di salvaguardia sottrarrebbe alla crescita del PIL dell'anno prossimo tra uno e tre decimi di punto percentuale (come indicato nel Riquadro), a seconda della velocità con cui le maggiori imposte verranno traslate sui prezzi.

Le previsioni presentate in questa Nota tengono conto dell'inattesa battuta d'arresto del PIL nel quarto trimestre del 2019, i cui dati sono stati diffusi il 31 gennaio scorso. Le stime dagli altri previsori sono state elaborate prima di questa data, per cui non tengono conto dello sfavorevole trascinamento statistico al 2020. Le proiezioni per il prossimo anno appaiono invece sostanzialmente coerenti (tab. 2). Nell'effettuare i confronti occorre comunque tenere conto delle differenti ipotesi adottate dai previsori sulle esogene internazionali e sul quadro di finanza pubblica<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Il prossimo esercizio di validazione del quadro macroeconomico del MEF verrà effettuato, come di consueto, tra marzo e aprile, in concomitanza con la definizione del Documento di economia e finanza (DEF) 2020.

<sup>5</sup> Per il 2021 alcune differenze dipendono dalla correzione per il diverso numero di giornate lavorative effettuata da alcuni previsori.

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

	2018	2019	2020	2021
<b>ESOGENE INTERNAZIONALI</b>				
Commercio internazionale	3,5	1,0	1,2	2,7
Prezzo del petrolio (Brent, dollari per barile)	71,1	64,3	63,6	59,4
Cambio dollaro/euro	1,18	1,12	1,12	1,15
<b>QUADRO ITALIANO</b>				
PIL	0,8	0,2	0,2	0,7
Importazioni beni e servizi	3,0	1,3	1,4	2,6
Consumi finali nazionali	0,7	0,5	0,3	0,6
- Consumi famiglie e ISP	0,8	0,6	0,4	0,7
- Spesa della PA	0,4	0,1	0,1	0,2
Investimenti	3,2	2,0	0,4	1,4
Esportazioni beni e servizi	1,8	1,6	1,2	2,7
<b>CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL</b>				
Esportazioni nette	-0,3	0,1	0,0	0,1
Scorte	-0,1	-0,6	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto scorte	1,1	0,7	0,3	0,7
<b>PREZZI E CRESCITA NOMINALE</b>				
Deflatore importazioni	2,6	-0,1	0,8	1,0
Deflatore esportazioni	1,8	0,9	1,5	1,2
Deflatore consumi	0,9	0,5	0,5	0,9
Deflatore PIL	0,9	0,8	0,9	1,0
PIL nominale	1,7	1,0	1,1	1,7
<b>MERCATO DEL LAVORO</b>				
Costo lavoro per dipendente	2,2	1,3	1,0	1,1
Occupazione (ULA)	0,8	0,6	0,5	0,6
Tasso di disoccupazione	10,6	10,0	10,0	9,9

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

**Tab. 2** – Recenti previsioni sulla crescita del PIL dell'Italia  
(variazioni percentuali)

	2019	2020	2021
UPB (10 febbraio), dato grezzo	0,2	0,2	0,7
Oxford Economics (6 febbraio), dato corretto per il calendario <sup>(1)</sup>	0,2	0,0	0,5
CER (5 febbraio), dato grezzo <sup>(2)</sup>	0,2	0,6	0,8
REF (30 gennaio), dato corretto per il calendario <sup>(1)</sup>	0,2	0,6	0,8
FMI (21 gennaio); dato grezzo	0,2	0,5	0,7
Banca d'Italia (17 gennaio), dato corretto per il calendario <sup>(1)</sup>	0,2	0,5	0,9
Prometeia (19 dicembre), dato corretto per il calendario <sup>(1)</sup>	0,2	0,5	0,7
<i>Per memoria</i>			
MEF (15 ottobre), dato grezzo <sup>(2)</sup>	0,1	0,6	1,0
UPB (8 ottobre), dato grezzo <sup>(2)</sup>	0,1	0,5	0,8

(1) Il 2019 ha lo stesso numero di giorni lavorativi del 2018, il 2020 ha due giorni lavorativi in più rispetto al 2019, il 2021 ha lo stesso numero di giorni lavorativi del 2020. – (2) Le previsioni includono l'attivazione delle clausole di salvaguardia nel 2021. –

### *Le previsioni sulle componenti della spesa*

La crescita dell'economia italiana nell'orizzonte di previsione sarebbe prevalentemente sospinta dalla domanda finale interna (al netto delle scorte), che contribuirebbe alla dinamica del PIL per oltre mezzo punto percentuale nella media dei tre anni. L'apporto complessivo della domanda estera netta si annullerebbe quest'anno e si innalzerebbe appena il prossimo. La variazione delle scorte, che avrebbe sottratto sei decimi di punto percentuale alla crescita reale nello scorso anno, risulterebbe pressoché neutrale nel successivo biennio.

Dal lato delle componenti di domanda, la spesa delle famiglie, dopo il lieve rallentamento nel 2019, resterebbe moderata quest'anno (0,4 per cento), ma si riporterebbe gradualmente verso un sentiero di crescita di lungo periodo nel 2021 (0,7 per cento). I consumi privati sarebbero sospinti dalla dinamica del potere d'acquisto, che si avvantaggerebbe delle misure previste nella manovra di bilancio, dell'aumento dell'occupazione e della moderata inflazione al consumo. Il processo di accumulazione di capitale, in accentuato rallentamento nel 2019, è atteso in ulteriore indebolimento anche quest'anno (0,4 per cento), risentendo dell'elevata incertezza economica e geopolitica e delle modeste attese sulla domanda interna, nonostante costi del finanziamento contenuti. La spesa per investimenti sarebbe nuovamente in miglioramento l'anno prossimo, comunque a un ritmo moderato (1,4 per cento, a fronte di un tasso di crescita più che doppio nella media del precedente triennio). L'accumulazione di macchine e attrezzature quest'anno risentirebbe dell'elevata incertezza; l'anno prossimo potrebbe beneficiare delle persistenti condizioni finanziarie espansive e del contestuale rafforzamento del ciclo macroeconomico. La componente relativa alle costruzioni quest'anno registrerebbe un arretramento più marcato di quello dei beni strumentali, prevalentemente per il trascinarsi statistico sfavorevole derivante dalla brusca contrazione registrata in autunno, verosimilmente imputabile in larga parte a fattori temporanei e climatici; il recupero atteso per l'anno prossimo sarebbe favorito dalla tenuta del clima di fiducia delle imprese e dall'apporto della componente pubblica.

Le esportazioni di beni e servizi crescerebbero nel biennio 2020-21 a un ritmo analogo a quello, relativamente moderato, del commercio mondiale. Tale evoluzione consentirebbe il mantenimento delle quote di mercato internazionale dei produttori italiani. Le vendite all'estero rallenterebbero quest'anno e riprenderebbero vigore solo nel prossimo. Le importazioni proseguirebbero su ritmi sostanzialmente analoghi a quelli del 2019 quest'anno mentre si rafforzerebbero nel 2021, trainate sia dalla domanda interna sia dalle esportazioni.

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

L'occupazione (misurata in termini di unità di lavoro standard) si incrementerebbe nella media del triennio di previsione di poco più di mezzo punto percentuale. Dal lato dell'offerta di lavoro, l'effetto congiunto dell'introduzione del Reddito di cittadinanza e delle politiche sul pensionamento anticipato (cosiddetta "Quota 100") sarebbe pressoché neutrale sul tasso di partecipazione. Per quest'anno, in particolare, si ipotizza che vengano attuate le politiche attive associate al Reddito di cittadinanza, inclusa la sottoscrizione dei Patti per il lavoro da parte dei beneficiari in condizioni di occupabilità; il tasso di disoccupazione resterebbe, nel complesso, invariato quest'anno sui livelli del 2019, mentre fletterebbe marginalmente nel prossimo.

L'inflazione, misurata dal deflatore dei consumi, risulterebbe ancora bassa quest'anno (allo 0,5 per cento), sulla stessa dinamica del 2019, mentre aumenterebbe moderatamente nel prossimo. Tale evoluzione sottenderebbe impulsi deflativi sia da parte di fattori esogeni esterni (quotazione delle materie prime energetiche in euro) sia dei costi del lavoro unitari. La dinamica del deflatore del PIL si manterrebbe superiore a quella del deflatore dei consumi quest'anno (allo 0,9 per cento) mentre si allineerebbe nel 2021, per effetto dell'affievolirsi del guadagno delle ragioni di scambio. Il PIL nominale, dopo aver decelerato l'anno scorso (in larga parte per effetto della componente reale) tornerebbe a recuperare l'anno prossimo, all'1,7 per cento.

### ***Principali revisioni rispetto alle precedenti previsioni sul 2020***

Il quadro macroeconomico previsto in questa Nota si discosta dalle precedenti previsioni UPB, prevalentemente per l'inattesa, marcata, flessione del PIL nello scorcio finale del 2019, oltre che per la revisione al ribasso delle ipotesi di domanda estera su tutto l'orizzonte di previsione.

Rispetto allo scenario formulato dall'UPB in ottobre per la validazione del quadro programmatico pubblicato nella Nota di aggiornamento del DEF (NADEF), l'evoluzione del PIL del 2019 è risultata appena superiore mentre è stimata più bassa sul 2020 (rispetto alle attese di ottobre allo 0,5 per cento), per tre decimi di punto percentuale. Con riferimento alle variabili di prezzo le stime sui deflatori dei consumi e del PIL sono state altresì lievemente riviste al ribasso, a causa del minore stimolo da parte della domanda aggregata e della flessione dei corsi petroliferi.

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

I fattori di rischio sulla crescita economica sono fortemente orientati al ribasso. Lo scenario macroeconomico incorpora l'assenza di nuove tensioni sulle politiche

commerciali e l'avvio della Brexit in condizioni ordinate; non considera invece eventuali nuovi fronti di instabilità geo-politica, in particolare in Medio Oriente, oltre che rischi ambientali. Eventuali sviluppi avversi in questi ambiti potrebbero accentuare la volatilità sui mercati delle materie prime e valutari, con effetti sulla crescita internazionale, sulle esportazioni e sugli investimenti dell'Italia. Un rischio specifico riguarda inoltre gli effetti economici del coronavirus, che non vengono quantificati in questo quadro previsivo, in quanto le informazioni disponibili sono ancora troppo preliminari.

Lo scenario sottende inoltre il mantenimento di condizioni monetarie e finanziarie accomodanti delle banche centrali e la stabilizzazione sui premi al rischio dei titoli pubblici. Al contrario, eventuali *shock* sui mercati finanziari indurrebbero rapidi incrementi dei rendimenti dei titoli del debito sovrano che, se persistenti, inciderebbero sugli orientamenti di spesa di imprese e famiglie.

## Riquadro – Ipotesi e scenari dell'esercizio previsivo

**Le ipotesi sul contesto internazionale.** L'esercizio si riferisce al triennio 2019-2021 ed è basato su variabili esogene internazionali aggiornate (sulla base di ipotesi tecniche applicate alle quotazioni di mercato disponibili alla data del 21 gennaio 2020). In particolare, si assume: 1) un marcato rallentamento dell'attività economica globale nel 2019, seguito da un lieve recupero nel 2020 e da una sostenuta accelerazione nel 2021; 2) una normalizzazione delle condizioni monetarie estremamente graduale, con il tasso di interesse a breve nell'area dell'euro negativo nell'orizzonte di previsione; 3) una sostanziale stabilità del cambio quest'anno, seguita da un apprezzamento nel prossimo, coerentemente con le indicazioni tratte dalle quotazioni dei mercati a termine; il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro si attesta quindi a 1,12 nel biennio 2019-2020 e a 1,15 nel 2021; 4) una flessione del prezzo del greggio lungo l'orizzonte di previsione che, secondo le quotazioni nei mercati *futures*, diminuisce a 63,6 dollari per barile quest'anno e 59,4 dollari nel 2021; 5) il commercio mondiale di beni e servizi, dopo la decelerazione dello scorso anno, si espanderebbe quest'anno dell'1,2 per cento (0,2 punti percentuali in più rispetto al 2018) e maggiormente nel prossimo (2,7 per cento). Tali valori sono ottenuti come risultato di una simulazione dell'effetto delle altre esogene internazionali sugli scambi globali, utilizzando il modello macroeconomico internazionale dell'Oxford Economics, adottato anche dal MEF per la proiezione delle variabili esogene internazionali.

**Le ipotesi sulla finanza pubblica.** Le variabili di finanza pubblica recepiscono le misure della manovra di bilancio (legge di bilancio per il 2020 e decreto legge 124/2019), che nelle valutazioni dell'UPB eserciterebbero nel 2020 uno stimolo al PIL di 0,2 punti percentuali, prevalentemente riconducibile al mancato incremento delle imposte indirette previste sulla base della legge di bilancio sul 2019<sup>6</sup>. Le disposizioni relative alla legge di bilancio sul 2020 prevedono invece una clausola di salvaguardia sulle imposte indirette per il prossimo anno. Coerentemente con le ipotesi tecniche adottate dagli altri previsori, nello scenario di base (tab. 1) si assume che le clausole non siano attivate e che il mancato gettito non sia finanziato. Tale ipotesi tecnica differenzia questa previsione da quelle svolte dall'UPB per la validazione dei quadri macroeconomici del MEF<sup>7</sup>, ma la rende più confrontabile con le previsioni delle altre principali organizzazioni, nazionali e internazionali.

Uno scenario alternativo, sulle clausole di salvaguardia. Rispetto alla proiezione di base (tab. 1), nello scenario alternativo si considera l'attivazione della clausola (sull'IVA e accise) per l'anno prossimo, prevista dalla legge di bilancio per il 2020. Assumendo una traslazione dell'incremento delle imposte indirette sui prezzi al consumo intorno al 75 per cento, rispetto allo scenario di base nel 2021 il deflatore dei consumi aumenterebbe di quasi un punto percentuale e il deflatore del PIL di circa mezzo punto percentuale. Con riferimento agli effetti reali, nel 2021 la crescita del PIL si ridurrebbe rispetto alla simulazione di base di 0,3 punti percentuali (quindi si attesterebbe allo 0,4 per cento) essenzialmente per il minor apporto della domanda nazionale al netto delle scorte. La spesa per consumi privati sarebbe più bassa di oltre mezzo punto percentuale rispetto alla simulazione di base, riflettendo la netta diminuzione del potere d'acquisto. L'accumulazione di capitale risulterebbe appena meno espansiva, per l'indebolimento delle condizioni cicliche. Nel mercato del lavoro, rispetto allo scenario di base l'occupazione espressa in unità standard rallenterebbe appena, ma il tasso di disoccupazione peggiorerebbe lievemente (un decimo di punto percentuale in più).

L'effetto sui prezzi delle maggiori imposte indirette potrebbe risultare più contenuto se dovesse perdurare la moderazione delle pressioni al rialzo dei prezzi, in condizioni di debolezza della fase ciclica. Assumendo una traslazione dell'IVA sui prezzi al consumo di circa il 25 per cento, il deflatore dei consumi delle famiglie aumenterebbe meno di mezzo punto percentuale rispetto allo scenario di base mentre il deflatore del PIL si espanderebbe solo marginalmente. Il PIL in termini reali risentirebbe dell'attivazione della clausola riducendosi appena (0,1 punti in meno), principalmente per l'impatto sulla spesa privata per consumi (-0,3 punti percentuali).

<sup>6</sup> L'esercizio di valutazione degli effetti macroeconomici della manovra per quest'anno è riportato nel [Rapporto sulla politica di bilancio 2020](#).

<sup>7</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/>.