



PARERE

**concernente valutazioni del CNEL
sull'andamento della congiuntura economica
(legge 30 dicembre 1986, n. 936, articolo 10, lett. d)
II Sessione semestrale 2021**



Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro

L'ASSEMBLEA

(nella seduta 29 settembre 2021)

VISTO l'art. 99 della Costituzione;

VISTA la legge speciale 30 dicembre 1986, n. 936, recante "*Norme sul Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro*", e in particolare l'articolo 10 (*Attribuzioni*), lettera d), ove è statuito che il CNEL "*esprime proprie valutazioni sull'andamento della congiuntura economica in sessioni semestrali, dettando a tal fine proprie direttive agli istituti incaricati di redigere il rapporto di base*";

RITENUTO che la norma sopra richiamata attribuisce al Consiglio il potere-dovere in ordine alla predisposizione di pareri periodici sull'andamento della congiuntura economica, da trasmettere al Parlamento ed al Governo;

VISTO il regolamento interno degli organi, in particolare l'articolo 8, (*Programma ed attività*), che al comma 4 demanda alle Commissioni, ad altri organismi o direttamente all'Assemblea il compito di istruire le questioni ad essi assegnate dal Presidente, su conforme parere del Consiglio di Presidenza, in relazione al programma di attività approvato dall'Assemblea e alle priorità da essa individuate, e di riferire all'Assemblea stessa;

VISTO il regolamento della Camera dei deputati, in particolare gli articoli 146 e 147, che regolano tempi e modi di esercizio della facoltà dell'Assemblea e delle Commissioni di acquisire, rispettivamente, pareri ovvero studi ed indagini del CNEL sull'oggetto della discussione;

VISTO il *Rapporto di base* 8 settembre 2021 predisposto dagli Istituti incaricati ai sensi dell'articolo 10, lettera d) della legge n. 936/1986, in esito alle istruttorie compiute in data 19 luglio e 7 settembre 2021;

ACQUISITI i contributi delle Organizzazioni rappresentate in seno al CNEL;

VISTO l'elaborato istruttorio 6 settembre 2021, predisposto a cura dell'Ufficio IV;

VISTO il verbale della seduta dell'Ufficio di Presidenza del 15 settembre 2021;

UDITA la relazione del Segretario generale, Cons. Paolo Peluffo;

TENUTO CONTO delle osservazioni emerse nel corso della discussione assembleare;

APPROVA

l'unito "Parere concernente valutazioni del CNEL sull'andamento della congiuntura economica (legge 30 dicembre 1986, n. 936, articolo 10, lett. d). II Sessione semestrale 2021."

Prof. Tiziano TREU

PARERE

CONCERNENTE VALUTAZIONI DEL CNEL SULL'ANDAMENTO DELLA CONGIUNTURA ECONOMICA

(legge 30 dicembre 1986, n. 936, articolo 10, lett. d)

II SESSIONE SEMESTRALE 2021

Premessa. In preparazione dell'istruttoria sulla Nota di aggiornamento al DEF 2021, questo Consiglio predispose un parere sul quadro macroeconomico e su alcuni aspetti di specifico interesse, prima che l'Ufficio parlamentare di bilancio aggiorni le proprie previsioni sulla cui base il MEF avvia la manovra finanziaria di fine anno.

I dati confermano le tendenze al rafforzamento dell'economia e del commercio mondiale già evidenti da mesi. Si è nel mezzo di un processo di graduale adattamento del sistema produttivo alla pandemia, per quanto la tempistica e l'intensità della ripresa risentano ancora di un'incertezza causata dalle possibili evoluzioni della pandemia, dalle dinamiche delle varianti del virus, dagli effettivi livelli di copertura vaccinale raggiunti e dal rischio di eventuali rallentamenti della campagna in corso, tutti fattori che incidono sulla formulazione di scenari più o meno ottimistici.

La crescita appare asimmetrica fra aree del mondo. Tutti gli osservatori internazionali, ma anche il nostro UPB, hanno aggiornato le previsioni migliorando le prospettive di crescita per le economie più avanzate. Nel caso delle economie emergenti, che appaiono in ritardo nelle campagne vaccinali e dalla ripresa economica ancora incerta, le stime per il 2021 sono state riviste al ribasso, ma per il 2022 l'aggiornamento delle proiezioni di primavera ipotizza una crescita, comunque, più intensa a livello mondiale, comune cioè sia ai Paesi avanzati che alle economie emergenti. In generale è condiviso uno scenario connotato dal miglioramento della situazione pandemica e da una nuova espansione fiscale attesa negli USA alla fine del 2021.

Perdurano la tendenza in crescita delle quotazioni delle materie prime e la crescita dell'inflazione. Tuttavia, tali tendenze sono generalmente considerate transitorie e per lo più legate a temporanei squilibri tra domanda e offerta, e non dovrebbero determinare interventi delle autorità monetarie per contenere un'accelerazione dei prezzi disancorata dai fondamentali macroeconomici e mantenere le aspettative d'inflazione vicine agli obiettivi.

Per quanto riguarda l'Italia, è ormai evidente come il crollo del 2020 si sia rivelato minore del previsto; è utile ricordare che questo Consiglio fu il solo organismo a ritenere eccessivamente pessimistiche le previsioni degli osservatori internazionali. Nel 2021 il II trimestre ha fatto registrare un miglioramento nel confronto congiunturale superiore alle previsioni e più intenso di quello osservato negli altri Paesi europei (circa 3 punti). Tale risultato positivo, dovuto al progressivo allentamento delle restrizioni alla mobilità e ai servizi e accompagnato a un ridotto ricorso agli strumenti di integrazione salariale e al miglioramento dei tassi di attività, non assorbe tuttavia l'elevato tasso di inutilizzo del fattore lavoro né spinge in alto le retribuzioni.

Le previsioni per l'economia italiana elaborate dalle diverse fonti concordano su una prosecuzione della tendenza espansiva nel III trimestre del 2021, ma con ritmi più modesti, su una continua crescita del PIL nel biennio 2021-2022; tutte rettificano al rialzo delle stime di primavera soprattutto per effetto dell'andamento molto positivo registrato dal PIL nel II trimestre 2021. Un significativo contributo è atteso dalla domanda estera e dalle dinamiche di investimento, che risentirebbero dell'effetto traino prodotto dalla componente pubblica connessa all'attuazione del Programma Nazionale di Ripresa e Resilienza, nonché dalla ridestinazione - ritenuta probabile - sul medio termine di quota dell'elevato *stock* di risparmio accumulato durante il blocco dei consumi.

L'assenza di condizionalità a livello europeo e il pieno dispiegarsi di politiche economiche anticicliche, con mobilitazione di risorse senza precedenti, sembrano essersi rivelati più utili per il nostro Paese che per altri. Occorre tuttavia tenere in considerazione che la debolezza della Germania può costituire un problema per l'Europa e per l'Italia in particolare. Bisogna anche capire quanta parte della ripresa è connotata da elementi strutturali, piuttosto che congiunturali, e quanto le risorse del PNRR sapranno incidere sul problema endemico della scarsa produttività italiana. L'OCSE (settembre 2021) conferma come per l'Italia la stagnante produttività sia imputabile in larga misura ai ritardi registrati negli ultimi due decenni nel comparto servizi, dove le barriere normative/amministrative all'ingresso (soprattutto nei servizi professionali e nelle vendite al dettaglio) hanno depresso la concorrenza e la spinta all'innovazione. Tali ritardi hanno smorzato gli effetti della buona *performance* che ha caratterizzato, invece, il settore manifatturiero, dove sono stati realizzati maggiori investimenti e l'industria si è riposizionata con l'espulsione delle imprese meno produttive.

In questa prospettiva il PNRR, combinando ingenti investimenti con le riforme strutturali sui piani amministrativo e legislativo, rappresenta un'opportunità unica per l'avvio di una crescita sostenibile lungo le direttrici ambientale e digitale indicate dal Piano stesso. Se le ingenti risorse disponibili verranno indirizzate verso strutturali azioni di contrasto dei fattori critici e delle strozzature di lungo periodo di alcuni segmenti della P. A., dei divari territoriali, sociali e generazionali esistenti e delle carenze dei sistemi di istruzione/formazione e delle competenze, si potranno produrre gli attesi, positivi effetti sui livelli di occupazione.

La solidità della crescita è peraltro condizione indispensabile perché si realizzi "automaticamente" l'assorbimento *deficit*. Una ripresa meno vivace di quella prevista non comporterebbe solo una revisione al ribasso delle previsioni, ma renderebbe necessari interventi di *policy* che avrebbero un costo politico. Un primo tema di fondo riguarda quindi le modalità di uscita dalla fase pandemica e dalle politiche estremamente espansive nel corso dei prossimi trimestri. La capacità di rimettere in moto stabilmente i consumi è condizione indispensabile perché si eviti la reintroduzione, con la prossima manovra, di nuove misure espansive che peserebbero ulteriormente sul *deficit*.

Spunti di riflessione riguardano le dinamiche del mercato del lavoro. In particolare, occorre indagare se gli effetti registrati siano in qualche modo un "portato" delle politiche di allentamento delle rigidità del mercato introdotte da alcuni anni, oppure

se gli effetti positivi registrati siano solo frutto delle manovre massicciamente espansive dovute all'ultima fase. Inoltre, per il Paese è importante capire se le ristrutturazioni intervenute hanno aiutato il mercato del lavoro a riposizionarsi verso la parte alta del sistema produttivo, e quali tipi di imprese e/o settori sorreggono la ottima *performance* registrata dalle esportazioni.

Sul più lungo termine, per l'Italia esiste il problema, più volte segnalato anche da questo Consiglio, della capacità di spesa delle ingentissime risorse previste dal PNRR. Per quanto riguarda l'inflazione, malgrado la interpretazione "tranquillizzante" data dagli osservatori al rimbalzo dei prezzi, esiste comunque sempre il rischio latente di trasferimento sui prezzi finali dei beni, e della possibile conseguente erosione di una parte della ripresa a causa del rialzo dei prezzi.

Un elemento molto positivo del sistema, che va opportunamente messo in rilievo, ha riguardato il funzionamento del sistema bancario italiano, che ha retto bene alla scossa della pandemia soprattutto rispetto a quanto verificatosi con la crisi del 2008-2009.

Esiste infine il problema di fondo che riguarda la riattivazione delle clausole che fissano i parametri macroeconomici europei. A tal fine, il CNEL continua ad avanzare la necessità di una generale revisione del Patto di stabilità attraverso:

- a) un bilancio europeo rafforzato da trasferimenti adeguati da parte degli Stati, entrate fiscali proprie e possibilità di intervento nel mercato finanziario;
- b) la revisione dell'attuale Patto di Stabilità e Crescita;
- c) garantendo il rientro dal debito o possibilità di continuare a fare deficit.

Tutto ciò appoggiando la proposta francese almeno fino a tutto il 2023 e possibilmente oltre, auspicabilmente fino alla conclusione del ciclo poliennale del Piano.

Sul fronte delle criticità, occorre sottolineare che i dati positivi dell'economia italiana non devono nascondere il rischio concreto di una ripresa diseguale fra le aree del Paese, dato atto di un divario che tende ad aggravarsi non solo fra Nord e Sud, ma anche all'interno dello stesso Mezzogiorno, con marcate differenze fra regioni sia in termini del rapporto percentuale fra differenza fra importazioni ed esportazioni e PIL regionale (che misura in qualche modo la "dipendenza economica" dell'area geografica), sia in termini di dotazione di investimenti fissi, sia in termini occupazionali (dove la difformità territoriale è enorme soprattutto nella disoccupazione di lunga durata).

Contesto internazionale. In primavera la maggior parte dei Paesi avanzati ha accelerato le campagne vaccinali (Europa, Nord America e Cina) e proseguito nelle operazioni di allentamento delle misure restrittive e di ripresa delle attività economiche e della mobilità. Nei mesi estivi sono tuttavia ricomparsi i rischi di nuove restrizioni e di recrudescenza della pandemia, anche a causa del rallentamento nella somministrazione dei vaccini e all'emergere di nuove varianti del virus.

A livello mondiale gli indici di fiducia dei direttori degli acquisti hanno registrato un'espansione, consecutiva da undici mesi, delle attività produttive. Come accennato, tuttavia, tale conferma delle dinamiche di crescita riguarda soprattutto i Paesi avanzati, dove è diffusa tra tutti i settori (manifattura e servizi). La ripresa della domanda globale ha dato forte impulso agli scambi internazionali e alla ricostruzione

delle catene globali del valore. Al riguardo, l'indice sintetico del commercio internazionale ha registrato in primavera una variazione tendenziale di oltre il 25%. I dati confermano tuttavia una permanente presenza di criticità nella logistica, anche a causa della forte domanda di trasporti e per il verificarsi di strozzature nel trasporto marittimo dovute in parte alle limitazioni all'operatività indotte da focolai pandemici, e in parte alla non coincidenza tra la domanda e l'offerta di *container* e di navi *portacontainer*.

I dati sulle quotazioni delle materie prime e sull'inflazione confermano nell'anno la tendenza al rialzo, stabilizzatasi nell'ultimo mese. Il prezzo del petrolio nel mese di luglio si è dapprima stabilizzato per poi seguire una tendenza decrescente, per effetto dei recenti accordi assunti dai Paesi OPEC e per l'ipotesi, ampiamente condivisa, di non eccessiva offerta futura. Per le altre materie prime i mercati mostrano una elevata volatilità dovuta per lo più ai vincoli all'estrazione e alla distribuzione, oltre che ai rischi di nuovi rallentamenti dell'economia; ciò vale soprattutto per i metalli e gli altri elementi necessari alla produzione di componenti elettronici e di autoveicoli ibridi. Il CNEL, perciò, considera importante attivare una politica europea sulle materie prime, in particolare considerando strategico il rapporto con l'Africa e promuovendo con maggiore convinzione la strategia dell'economia circolare sperimentale a forte impatto. Il tasso di cambio dollaro/euro ha scontato modeste oscillazioni, imputabili agli annunci di politica monetaria e all'intenzione delle autorità USA di anticipare il percorso di normalizzazione dei tassi di interesse.

Le Banche centrali dell'area euro considerano il rialzo dell'inflazione di carattere transitorio e, di conseguenza, non portatore nel breve periodo di criticità per la politica monetaria; quest'ultima deve infatti mantenersi espansiva e incisiva, per evitare che le deviazioni dagli obiettivi acquisiscano carattere strutturale. Anche le autorità monetarie USA considerano la crescita dell'inflazione un fenomeno temporaneo, dovuto al forte aumento degli approvvigionamenti e all'espansione della domanda aggregata, che dovrebbe venir meno nel breve periodo riportando il tasso di inflazione in prossimità degli obiettivi di politica monetaria.

Nel II trimestre 2021 il PIL degli USA è aumentato su base annua del 6,5%, poco più che nel I trimestre (6,3%) ma molto meno di quanto ipotizzato (circa l'8%). Le indagini danno evidenza di un significativo contributo dei consumi e dell'assorbimento della domanda aggregata da parte delle scorte, delle esportazioni nette e della spesa pubblica. Sul fronte del mercato del lavoro, i dati confermano una contrazione della quota di persone in cerca di occupazione, che è tornata sotto la soglia del 6% dopo la significativa espansione causata all'esplosione della pandemia (quando il tasso di disoccupazione ha superato il 14%).

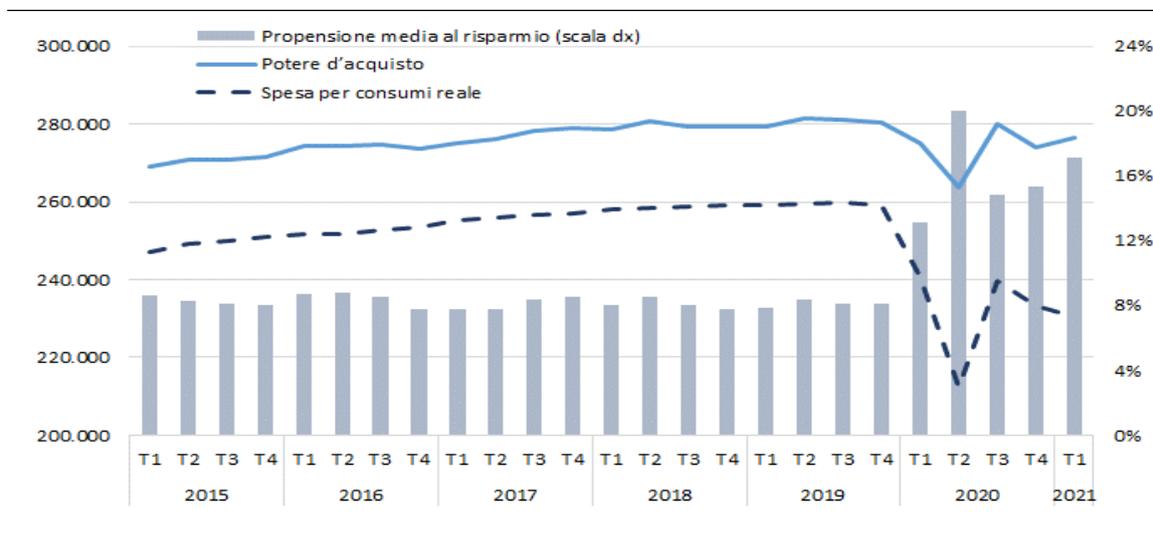
Nello stesso periodo l'economia cinese è tornata a crescere a ritmi di poco superiori a quelli antecedenti alla pandemia: nel II trimestre 2021 il PIL è aumentato nell'anno dello 7,9% e nel I trimestre l'analoga misurazione quantificava una crescita del 18,3%. L'area euro nel II trimestre 2021 ha registrato un PIL aumentato del 2% nel confronto congiunturale, superando le previsioni (1,5%). Evidenze simili si riscontrano in Italia (2,7% per cento rispetto contro l'1,3 di consenso), in Spagna (2,9% contro le attese del 2,2%) e in Francia (0,9% contro lo 0,8%). Per contro in Germania si osserva un risultato opposto, ossia una crescita pari a 1,5% rispetto al 2% atteso. Il tasso di disoccupazione

si attesta al 7,7% e il ritorno dell'occupazione ai livelli pre-covid appare piuttosto lento soprattutto se paragonato agli USA, considerando gli effetti mitigatori del massiccio ricorso agli ammortizzatori sociali.

Focus sull'economia italiana. Come accennato sopra, le informazioni sull'economia italiana danno prova dell'avvio di una solida fase di espansione, supportata da un graduale allentamento delle restrizioni alle attività e dalla sostenuta campagna vaccinale in corso. Nel II trimestre 2021 il PIL ha mostrato una crescita su base congiunturale e nell'anno rispettivamente del 2,7% e del 17,3%. Nel confronto europeo il ritmo di crescita italiana è risultato più marcato di quello dell'area euro (2%), e ciò avvicina il Paese alle maggiori economie continentali riducendo il divario esistente. L'analisi per settori evidenzia che la crescita ingloba i miglioramenti registrati nell'industria, nelle costruzioni e nei servizi privati (questi ultimi i più fortemente contratti durante la fase acuta della pandemia). Sul fronte della domanda l'aumento del PIL deriva dalle dinamiche positive delle esportazioni nette e della spesa nazionale, con un effetto di trascinamento statistico sul per il 2021 di 4,8 punti. Cosa succede al ciclo delle scorte? Come mai l'ISTAT nei conti trimestrali segnala un contributo negativo della Pubblica Amministrazione?

L'analisi per aggregati mostra i consumi privati ancora frenati dalla cautela delle famiglie; nel I trimestre 2021 i consumi delle famiglie hanno infatti registrato un ulteriore calo nel confronto congiunturale (-1,2%, -2,7% nel periodo precedente), soprattutto per la contrazione della spesa per servizi (-4,2%), mentre la spesa per beni durevoli è tornata sopra i livelli pre-pandemia. Il comportamento delle famiglie è stato connotato, oltre che dalla cautela, dalla crescita del potere di acquisto (0,9%) per le misure di sostegno varate dal Governo e da un'ulteriore spinta alla propensione al risparmio (17,1%). Nel II trimestre i consumi privati hanno iniziato a mostrare segnali di ripresa, con il traino della componente dei servizi e il rialzo delle vendite al dettaglio (soprattutto per i beni non alimentari) sia da parte di imprese operanti su piccole e grandi superfici sia tramite commercio elettronico. Le proiezioni ipotizzano per il futuro la ridestinazione ai consumi privati di almeno una quota parte dell'enorme risparmio accumulato. Le indagini più recenti sulle opinioni dei consumatori mostrano un indice sulla fiducia delle famiglie in miglioramento e giudizi ottimistici sulla situazione economica generale.

Potere di acquisto, consumi e risparmio delle famiglie (fonte: ISTAT)
(milioni di euro, valori concatenati anno 2015 e quote percentuali)



Per quanto riguarda gli investimenti, nel I trimestre 2021 si è registrata una forte accelerazione, trainata dall'edilizia, la cui componente residenziale è stata sostenuta dal risparmio delle famiglie, dai bassi tassi di interesse e dagli incentivi fiscali per le ristrutturazioni; l'accumulazione di capitale registra un aumento rispetto al IV trimestre 2020 del 3,7% e i dati supportano un ulteriore irrobustimento di tale processo. Il tasso di investimento (rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto) è di nuovo cresciuto valorizzandosi al 22,3%, il valore più alto da oltre un decennio. Per il II trimestre 2021 i dati sulla capacità utilizzata e sugli ostacoli alla produzione delle imprese manifatturiere evidenziano una soglia di utilizzo degli impianti al 77,4%, in linea con il biennio precedente la pandemia, e una crescita della quota di imprese che ha fronteggiato gli ostacoli alla produzione connessi alla carenza di impianti e materiali. Le prospettive di medio termine includono segnali positivi, tra i quali l'incremento degli ordini interni di beni strumentali, le aspettative positive sulla situazione economica generale, sulle vendite e sulle condizioni operative delle imprese, le attese di espansione (diffusa per settori) degli investimenti, in considerazione dell'attuazione del PNRR, la prosecuzione della campagna vaccinale e un efficace contenimento della diffusione della pandemia.

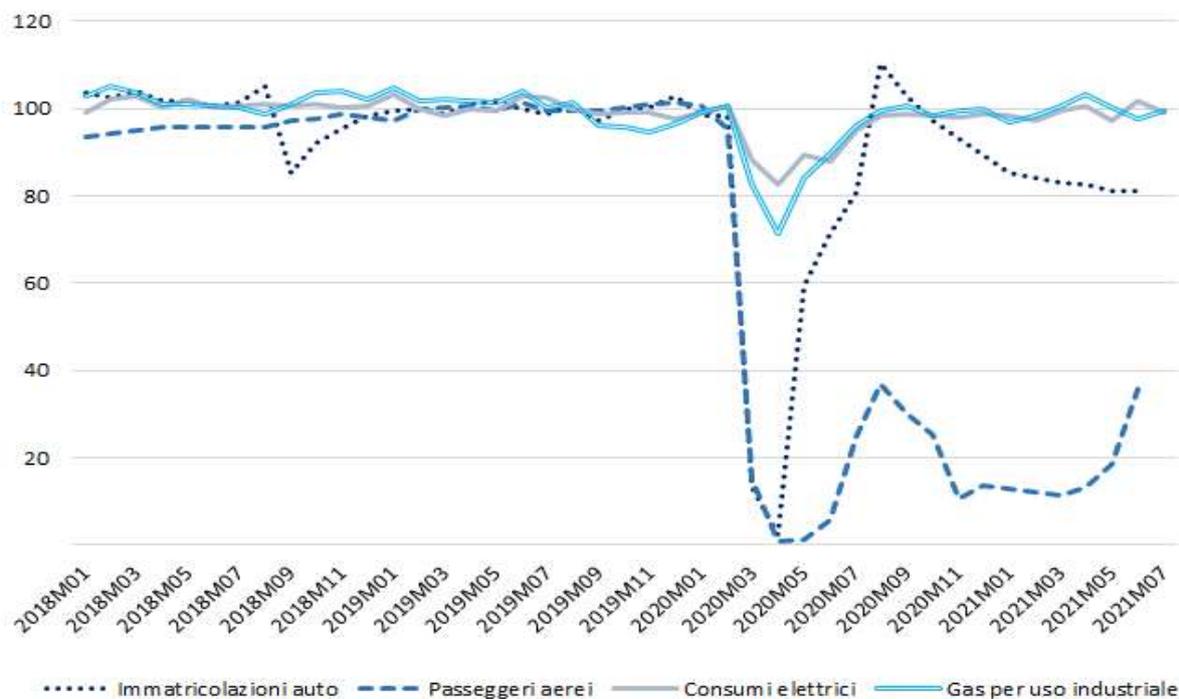
Per quanto riguarda gli scambi con l'estero, il I trimestre 2021 mostrava una tendenza all'espansione, con una crescita delle esportazioni di beni e servizi, sebbene meno intensa rispetto a quanto registrato a fine 2020, e alla ripresa delle importazioni. Sul fronte delle esportazioni di beni la dinamica più intensa ha riguardato i prodotti energetici e i beni intermedi, mentre i mercati di sbocco segnalano l'espansione delle vendite destinate nella Ue e una contrazione di quelle rivolte al resto del mondo, con una asimmetria imputabile alla contrazione delle transazioni con il Regno Unito conseguente all'entrata in vigore del nuovo accordo doganale. La crescita osservata nelle importazioni è riconducibile soprattutto alla accumulazione di capitale fisso e di scorte da parte delle imprese. Il saldo negativo tra esportazioni e importazioni e la

maggior vivacità delle seconde rispetto alle prime hanno dato luogo al contributo negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL nel I trimestre (-0,4%), comunque in miglioramento rispetto al trimestre precedente (-1%). Gli osservatori ipotizzano per la seconda metà del 2021 una favorevole evoluzione delle dinamiche degli scambi con l'estero, con crescita, in termini congiunturali, delle esportazioni sia nella Ue che verso il resto del mondo, ripresa delle esportazioni verso il Regno Unito, una significativa dimensione delle esportazioni verso USA, Cina, Giappone e, in misura più contenuta, verso l'area Mercosur. Avvalorano lo scenario le aspettative positive sul fatturato dei mercati internazionali delle imprese esportatrici e gli stabili giudizi sugli ordinativi esteri.

Per quanto riguarda la produzione industriale gli indicatori congiunturali suggeriscono un quadro favorevole nel breve periodo, seppure soggetto al rischio di recrudescenza della pandemia. Prosegue la tendenza positiva della produzione industriale, con un II trimestre di circa un punto sopra il trimestre precedente, simile a quella registrata all'inizio dell'anno nonostante la battuta di arresto registrata in maggio. Proseguono la significativa espansione della produzione nelle costruzioni (6 punti nel II trimestre 2021 rispetto al IV trimestre 2020 e 3,3% su base congiunturale), nonché il miglioramento delle prospettive nel mercato immobiliare con stabilità dei relativi prezzi. Nel comparto dei servizi, dalla consistente flessione registrata nel I trimestre 2021 negli indici di valore aggiunto (- 4 punti principalmente dovuti ai settori commercio, trasporti e alloggi) si è passati ai nuovi ordini cresciuti dall'inizio dell'estate, a un ulteriore miglioramento dell'indice composito della fiducia delle imprese nel II trimestre 2021, a conferma della fase di recupero avviata a fine 2020. Proseguono l'aumento dell'inflazione, soprattutto di matrice estera e per effetto dei prezzi dei beni energetici, il moderato trasferimento dei rincari delle materie prime sui prezzi finali al consumo, il rafforzamento della dinamica dei prezzi alla produzione e, a partire dai mesi estivi, la risalita dei prezzi dei trasporti, dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona. Nonostante gli aumenti di prezzo siano stati comuni a molte voci di spesa (in poco meno della metà dei casi il rincaro è stato superiore all'1%) la quota di beni in deflazione è rimasta consistente, a conferma dell'eterogeneità degli effetti della pandemia. Positivo, infine, l'andamento di alcune variabili quantitative mensili che si muovono più rapidamente, tra cui i consumi elettrici e di gas per usi industriali sostanzialmente tornati ai livelli pre-covid, il traffico passeggeri aerei e le immatricolazioni di nuove autovetture (entrambi aumentati rispetto a fine 2020 ma lontani dai valori antecedenti la crisi).

Indicatori tempestivi dell'attività economica

(numeri indice 2019=100; dati destagionalizzati). Fonte: ISTAT



Fonte: ISTAT

Sul fronte del mercato del lavoro i dati danno conferma della ripresa dell'occupazione. I principali indicatori evidenziano come nel I trimestre l'input di lavoro abbia subito una modesta contrazione e le ore complessivamente lavorate siano diminuite (-0,2% nel confronto congiunturale) seppure non in modo uniforme tra i settori, dato che alla flessione dei servizi si è contrapposta la crescita nelle costruzioni e nell'industria in senso stretto. Su base trimestrale il volume degli occupati si è fortemente contratto (-1,1%, 243mila unità), per effetto della flessione dell'occupazione dipendente a tempo indeterminato e degli autonomi, la quale ha più che compensato l'incremento dell'occupazione a termine. La disoccupazione ha scontato un ulteriore peggioramento (4,1% rispetto al IV trimestre 2020, oltre 100mila unità), soprattutto tra donne, giovani e *over50*; contemporaneamente sono aumentati sia il tasso di disoccupazione (fino al 10,4%) sia il volume degli inattivi, per effetto di una flessione dell'occupazione superiore a quella delle forze di lavoro, e ciò conferma un significativo grado di sottoutilizzo del fattore lavoro. Nel II trimestre 2021 il volume degli occupati è cresciuto dell'1% mentre la disoccupazione e l'inattività hanno mostrato una flessione (rispettivamente 0,5% e 2%). L'analisi disaggregata per tipologia mostra la prosecuzione della tendenza positiva dell'occupazione a termine, grazie alle aspettative di una ripresa produttiva che ha dato luogo a un graduale riassorbimento delle unità espulse con la crisi. Le restanti componenti hanno scontato dinamiche

differenti, con una prima modesta espansione dell'occupazione a carattere permanente (0,3%) e un nuovo arresto di quella autonoma.

Questa analisi congiunturale, tuttavia, non deve distogliere l'attenzione del Paese ad una strategia di lungo e continuo tempo sull'occupazione. Siamo molto lontani dall'obiettivo indicato dall'Europa a Porto, cioè del 78% degli occupati.

I dati sulle comunicazioni obbligatorie completano il quadro dando conferma di una ripresa dell'occupazione in primavera, soprattutto a termine, della modesta crescita dell'occupazione permanente (spinta dalle trasformazioni a tempo indeterminato di contratti a termine) e di una scarsa dinamicità delle attivazioni e cessazioni in conseguenza delle misure di tutela dei posti di lavoro introdotte a luglio con il decreto "Sostegni-bis", mentre prosegue la progressiva riduzione degli strumenti di integrazione salariale.

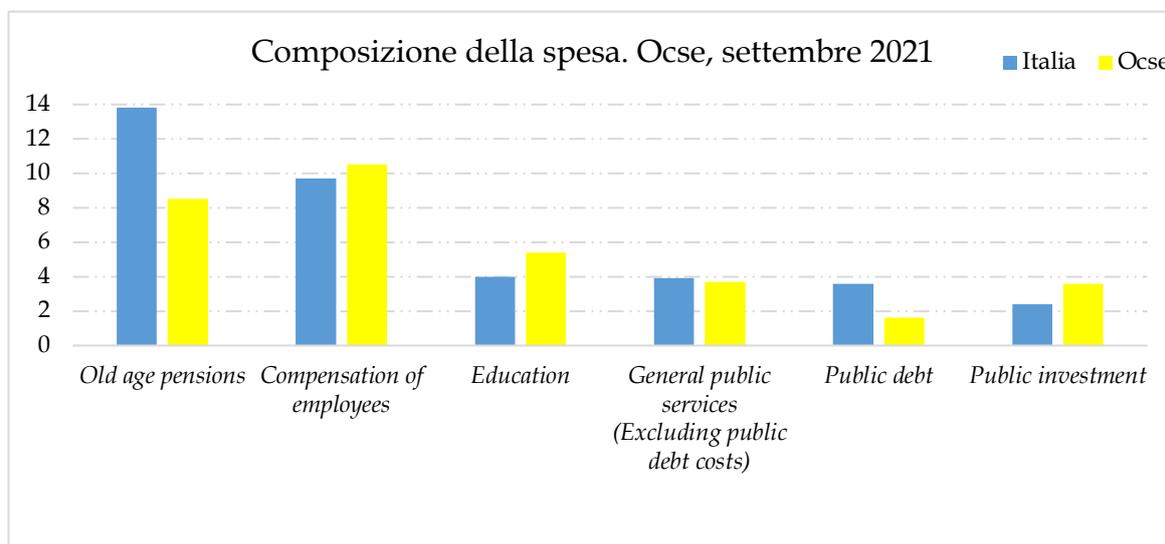
Nei primi mesi dell'anno le retribuzioni contrattuali orarie hanno scontato una dinamica molto debole (0,6% nel confronto annuo) per effetto della perdurante stazionarietà nella P. A. e della relativa maggiore vitalità nel settore privato. Nella primavera successiva i dati hanno confermato la crescita del saggio salariale nel settore privato, più intensa nell'industria. Tuttavia, le pressioni salariali restano modeste, nonostante i recenti rinnovi di importanti contratti collettivi. Nello stesso periodo la produttività oraria e il costo orario del lavoro hanno registrato un rallentamento. Nel primo caso si è avuto un incremento del Clup; nel secondo la battuta di arresto (0,6% in tendenziale) si è rivelata inferiore a quella subita dalle retribuzioni orarie di fatto, anche per effetto degli interventi di decontribuzione introdotti per alcune tipologie di assunzioni (giovani, donne, rapporti di lavoro dipendente nel Mezzogiorno).

Sul medio termine, la maggior parte degli osservatori ha aggiornato le previsioni macroeconomiche formulate in aprile, per tener conto dei più recenti interventi (tra cui le misure urgenti connesse al PNRR, all'emergenza sanitaria, in materia fiscale, ecc.), del grado di utilizzo delle prime risorse del programma *NGEU*, e dei dati aggiornati sull'efficacia della campagna vaccinale. Su biennio 2021-2022 gli elementi comuni delle stime di consenso riguardano la dinamica del PIL (in merito alla quale si conferma l'incremento congiunturale osservato: consistente, diffuso settorialmente e superiore alle stime di primavera), un andamento robusto del PIL nel biennio più intenso nel primo anno rispetto al secondo, fino al pieno recupero ai livelli antecedenti alla crisi sanitaria. Positive sono prospettive per la spesa interna e il sostegno della domanda interna alla crescita, mentre la ripresa dei consumi privati appare trainata da acquisti di beni durevoli e supportata dalla disponibilità del risparmio accumulato, anche se è ritenuta contenuta la contrazione del tasso di risparmio e prevalente l'atteggiamento prudente delle famiglie. Il reddito disponibile è atteso in aumento per la componente dei redditi da lavoro (nonostante l'erosione dovuta all'inflazione al consumo) mentre modesto è valutato il contributo alla crescita fornito dalla domanda estera netta e dalla variazione delle scorte. Soprattutto positivi appaiono il ritmo di accumulazione del capitale e l'attivazione della spesa per investimenti (sia per interventi pubblici sia per le condizioni più distese di accesso al credito). Sul fronte occupazionale, è ipotizzata una normalizzazione del mercato del lavoro grazie all'intensificarsi della fase ciclica, con crescita delle Ula e del volume degli occupati, concentrazione della domanda di lavoro nelle figure a termine, contrazione del ricorso agli strumenti di integrazione

salariale, con positivi ma deboli effetti sull'inattività e sulla disoccupazione e pressioni salariali modeste.

Come molte volte ricordato, durante le fasi della pandemia il sostegno pubblico al sistema economico e sociale ha inteso salvaguardare soprattutto i livelli occupazionali e la capacità produttiva (con le moratorie sul rimborso del debito e le garanzie sui prestiti che hanno sostenuto la liquidità delle imprese, con regimi di lavoro a tempo ridotto e il divieto di licenziamento, con il sostegno ai redditi e i rinvii delle scadenze fiscali e previdenziali). Ma nel confronto con le grandi economie mondiali va segnalato che la ripresa non appare ancora consolidata, e che nel breve termine dipende ancora dalla messa in atto di politiche espansive. Una revoca prematura del sostegno alla liquidità potrebbe innalzare il rischio di fallimento delle aziende e spingere in lato i livelli di disoccupazione e di povertà, con la maggiore esposizione dei segmenti deboli (giovani e donne). Per le imprese non redditizie è necessario rendere più rapidi i processi di risoluzione (attraverso accorciamento dei procedimenti giudiziari e un nuovo "codice di crisi dell'impresa e dell'insolvenza"). Per il sistema bancario la ottima capacità di tenuta dimostrata durante la crisi non deve far trascurare l'esigenza di evitare il possibile sovraccarico conseguente ad un incremento futuro dei fallimenti e di sostenere la buona gestione dei crediti deteriorati.

Su questo fronte il punto ineludibile è rappresentato dalla necessità di orientare la finanza pubblica (politica fiscale e politiche di redistribuzione, semplificazione del sistema fiscale e riposizionamento della pressione fiscale tra lavoro, beni e proprietà, contrasto all'evasione) in modo da garantire, all'affievolirsi dell'impatto della pandemia, la crescita e l'aumento quantitativo e qualitativo) dell'occupazione, tenendo d'occhio il rapporto debito pubblico/PIL e l'avanzo primario. La crescita sostenuta da un'azione pubblica selettiva, in grado di stanziare le risorse negli ambiti più produttivi e capaci di garantire una maggiore efficacia della spesa, contribuisce positivamente ai livelli di *compliance*, di occupazione e al dinamismo delle imprese, nonché alla tendenziale riduzione del debito pubblico. L'analisi disaggregata della spesa pubblica e del debito evidenzia infatti come una quota consistente delle risorse sia assorbita dal costo del debito e dalla previdenza.



Vanno inoltre tenuti in considerazione gli effetti sul medio e lungo periodo del drammatico invecchiamento demografico, e non solo in termini di spesa pensionistica. Su quest'ultimo aspetto la sfida sarà agire in direzione del ringiovanimento della forza lavoro del settore pubblico, introducendo maggiore agilità dei processi di assunzione, formazione e gestione delle carriere - con particolare attenzione a colmare le lacune nelle competenze, che dovranno sostenere nei prossimi anni la digitalizzazione del settore. Questi ultimi interventi devono affiancarsi al miglioramento della *governance* delle imprese pubbliche.

Previsioni sulla dinamica del PIL in Italia – aggiornamento ad agosto 2021

| Fonte | 2021 | 2022 | |
|---------------------|------|------|--|
| Istat | 4,7 | 4,4 | Rapporto annuale 2021. La situazione economica del Paese (luglio 2021). (valori concatenati per le componenti di domanda; variazioni percentuali sull'anno precedente e p.p.). La stima al 2021 è in media rispetto al 2020; per entrambi la spinta è data dalla forte ripresa della domanda interna. |
| | 4,7 | 4,4 | Le prospettive per l'economia italiana nel 2021-2022. Variazioni percentuali sull'anno precedente e punti percentuali. (4 giugno 2021). |
| | 4,1 | - | Audizione del Presidente dell'Istat sul Def 2021 (19 aprile 2021). La stima per il 2021 (4,1%) è in linea con il valore previsto a dicembre (4,0%); essa implica, altresì, una significativa revisione rispetto a quella prevista nella NadeF (6,0%). |
| | 4,0 | - | Le prospettive per l'economia italiana nel 2020-2021. Variazioni percentuali sull'anno precedente e punti percentuali. (3 dicembre 2020). |
| | | | |
| Commissione europea | 5,0 | 4,2 | <i>European Economic Forecast Summer2021</i> - (7 luglio 2021) Per il biennio precedente (2019-2020) le stime sono -8,9 nel 2020 e 0,3 per il 2019 |
| | 4,2 | 4,4 | <i>European Economic Forecast. Spring 2021</i> - (12 maggio 2021) |
| | 3,4 | 3,5 | <i>European Economic Forecast. Winter 2021-</i> (11 febbraio 2021) La stima per il 2020 è stata valorizzata al -8,8 |
| | 4,1 | 2,8 | <i>European Economic Forecast. Autumn 2020</i> - (5 novembre 2020) La stima per il 2020 è stata valorizzata al -9,9 |
| | 6,1 | - | <i>European Economic Forecast. Summer 2020</i> - (7 luglio 2020) La stima per il 2020 è stata valorizzata al -11,2 |

| Fonte | 2021 | 2022 | |
|----------------|------|------|---|
| | | | |
| Banca d'Italia | 5,1 | 4,4 | Proiezioni macroeconomiche. Bollettino economico 3 - 2021 (16 luglio 2021) Per il 2023 la stima è valorizzata al 2,3. |
| | 4,4 | 4,5 | Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana - esercizio coordinato dell'euro sistema. 11 giugno 2021 Per il 2023 la stima è valorizzata al 2,3 |
| | 3,5 | 3,8 | Proiezioni macroeconomiche. Bollettino economico 1 - 2021 (19 gennaio 2021) Per il 2023 la stima è valorizzata al 2,3 |
| | 3,5 | 3,8 | Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana - esercizio coordinato dell'euro sistema. 11 dicembre 2020 Le proiezioni sono state elaborate in riferimento allo scenario base che, tuttavia, rimane fortemente dipendente da alcuni fattori che hanno indotto all'elaborazioni di scenari meno favorevoli, ovvero: quadro internazionale, protrarsi della pandemia, fattori finanziari I peggioramenti sono stimati in p.p. Scenario avverso "Quadro internazionale": andamento stagnante della domanda estera nel 2021 e una crescita graduale nel biennio successivo. -0,9 nel 2021 e -0,7 nel 2022 Scenario avverso "Protrarsi della pandemia": misure di contenimento a inizio 2021 di intensità analoga a quanto osservato nella primavera del 2020 e un rientro graduale nel corso dell'anno. -1,6 nel 2021 e -1,0 nel 2022 Scenario avverso "Fattori finanziari": irrigidimento delle condizioni del credito pari a quanto osservato durante la crisi finanziaria globale. -0,9 nel 2021 e -0,7 nel 2022 |
| | 4,8 | 2,4 | Proiezioni macroeconomiche. Bollettino economico 3 - 2020 (13 luglio 2020) |
| | | | |

| Fonte | 2021 | 2022 | |
|----------------------------------|-------------|-------------|---|
| Fondo Monetario Internazionale | 4,9 | 4,2 | Luglio 2021 |
| | 4,2 | 3,6 | Aprile 2021. <i>World Economic Outlook</i> |
| | 3,0 | 3,6 | Gennaio 2021. <i>World Economic Outlook</i> |
| | 5,2 | - | Ottobre 2020. <i>World Economic Outlook</i> |
| | | | |
| OCSE | 5,9 | 4,1 | Settembre 2021. Studi economici dell'Ocse sull'Italia |
| | 4,5 | 4,4 | Maggio 2021 |
| | 4,1 | 4,0 | Marzo 2021 |
| | 4,3 | 3,2 | Dicembre 2020 |
| | | | |
| Goldman Sachs | 6,1 | 3,5 | Gennaio 2021 |
| | 6,0 | - | Novembre 2020 |
| | 7,9 | - | Aprile 2020 |
| | | | |
| Ufficio parlamentare di bilancio | 5,8 | 4,2 | Nota sulla congiuntura. Agosto 2021 |
| | 4,3 | 3,7 | Nota sulla congiuntura. Febbraio 2021 |
| | 5,6 | - | Nota sulla congiuntura. Agosto 2020 |
| | | | |
| CER - Centro Europa Ricerche | 4,4 | - | Gennaio 2021 |
| | 5,2 | - | Novembre 2020 |
| | 6,1 | 1,7 | Settembre 2020 |
| | | | |

| Fonte | 2021 | 2022 | |
|-------------------------|------|------------|---|
| Prometeia | 5,3 | (*) 4,1 | Luglio 2021. (* La crescita stimata dovrebbe consentire il recupero dei livelli precrisi relativi all'anno 2019 |
| | 4,7 | 4,2 | Marzo 2021 |
| | 5,0 | - | Novembre 2020 |
| | 6,2 | 2,8 | Settembre 2020 |
| | | | |
| Ref Ricerche | 5 | 3,7 | Luglio 2021 |
| | 4,4 | 4,3 | Aprile 2021 |
| | 3,9 | - | Gennaio 2021 |
| | 5,7 | 2,3 | Settembre 2020 |
| | 5,8 | - | Novembre 2020 |
| | | | |
| S&P – Standard & Poor's | 4,9 | 4,9 | Giugno 2021 |
| | 4,7 | 4,2 | Aprile 2021 |
| | 5,3 | - | Febbraio 2021 |
| | 6,4 | - | Aprile 2020 |
| | | | |
| Morgan Stanley | (*) | (*) | Giugno 2021 (* Le stime di crescita per l'Italia - sopra il <i>consensus</i> di mercato - si attestano oltre il 5,5% in media (in termini reali) per il biennio 2021-22. |
| Fitch | 4,5 | - | Dicembre 2020 |
| Oxford Economics | 5,5 | 4,8 | Luglio 2021 |
| Consensus Economics | 5 | 4,3 | Luglio 2021 |

**ESERCIZIO DI CONSENSO
SUL QUADRO CONGIUNTURALE INTERNAZIONALE E ITALIANO**

Esiti della consultazione di istituti di ricerca economica indipendenti

8 settembre 2021

Nei giorni 19 luglio, 2, 6 e 7 settembre 2021 si è svolta, nell'ambito delle attività degli organi istruttori del programma, la consultazione degli Istituti di ricerca economica e analisi congiunturale Cer, Prometeia, Ref, ai quali è stato richiesto un aggiornamento di sintesi del quadro macroeconomico, italiano ed internazionale, a conclusione del II trimestre 2021.

L'esercizio di consenso ha fornito le risultanze che di seguito si riportano.

L'economia italiana verso il post pandemia

Rapporto per il CNEL

SOMMARIO

1. Il quadro economico internazionale
2. La ripresa italiana e l'inflazione
3. Tendenze del mercato del lavoro in Italia
4. Le banche italiane nel contesto pandemico
5. La finanza pubblica

1. Il quadro economico internazionale

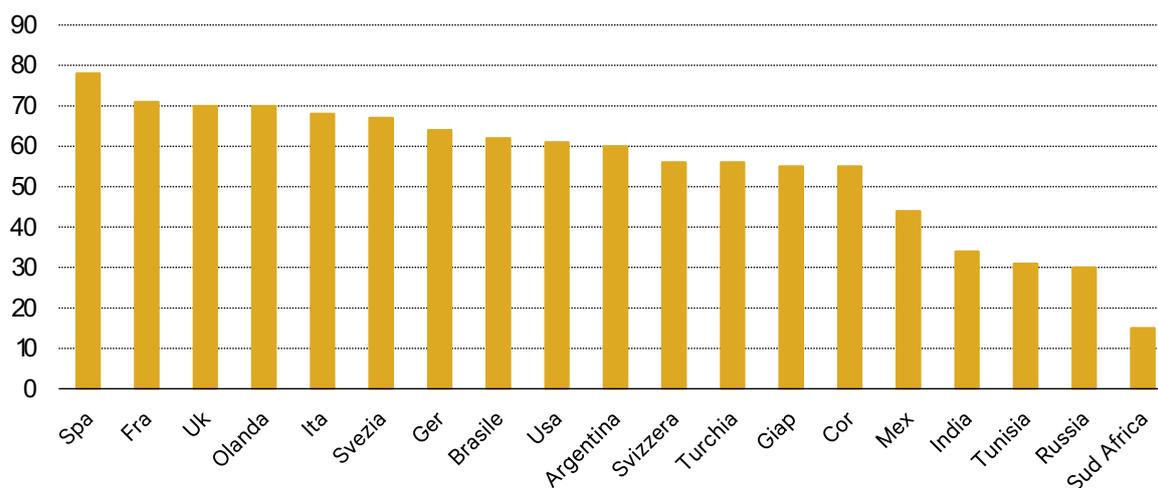
Il 2021 anno di ripresa grazie ai vaccini

Il 2021 si caratterizza per una fase di vivace ripresa dell'economia mondiale. Dopo alcune esitazioni nella parte finale del 2020 e nei primi mesi dell'anno in corso, legate alla diffusione della "seconda ondata" del Covid-19, dai mesi primaverili è iniziata una fase di recupero, legata alla progressiva rimozione delle misure di distanziamento nelle economie avanzate. Tale rimozione è stata resa possibile dai progressi nelle campagne vaccinali, che hanno rafforzato la capacità di convivenza con la pandemia.

Tuttavia, proprio perché legata all'avanzamento delle campagne vaccinali, la tenuta del ciclo economico negli ultimi mesi non è stata condivisa in maniera uniforme da tutte le aree. Le tendenze più favorevoli hanno caratterizzato i Paesi europei, mentre nei Paesi asiatici e negli Stati Uniti sono emersi alcuni primi segnali di decelerazione.

L'attesa è che grazie ai vaccini la ripresa possa continuare anche nei mesi finali dell'anno in corso. Tuttavia, restano ancora diverse incognite, soprattutto legate alle possibili mutazioni del virus. Uno degli aspetti più rilevanti è che la quota della popolazione mondiale vaccinata è ancora modesta; difatti, le economie avanzate sono più avanti con i programmi di vaccinazione, avendo anticipato gli acquisti rispetto alle economie emergenti, grazie alle maggiori disponibilità finanziarie. Sino a quando ampie aree dell'economia mondiale resteranno non coperte dai vaccini, la circolazione del Covid-19 resterà elevata, aumentando il rischio di nuove varianti.

Quota della popolazione che ha ricevuto almeno una dose di vaccino



al 30 agosto; dati in % della popolazione

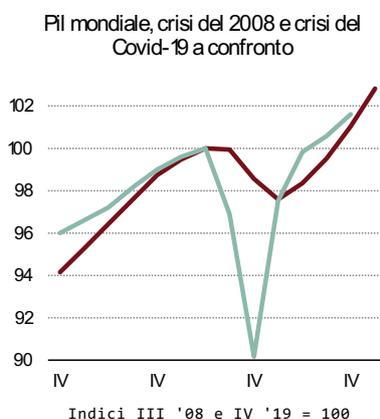
Differenze negli andamenti settoriali e instabilità ciclica

Gli andamenti dell'attività economica da inizio 2020 hanno seguito l'alternarsi delle diverse misure di distanziamento nel corso del tempo. A seconda del tipo di restrizioni adottate, tali misure hanno impattato diversamente sui settori produttivi.

L'anno scorso, dopo il periodo dei lockdown di primavera, l'adozione di misure di distanziamento di carattere più selettivo aveva già portato a un pieno recupero della domanda per la maggior parte dei beni, a fronte di persistenti difficoltà in alcuni settori dei servizi caratterizzati da condivisione degli spazi nella fase del consumo (ad esempio gli alberghi, la ristorazione, gli spettacoli). I progressi nelle campagne vaccinali hanno permesso di rimuovere gradualmente nei mesi scorsi le misure di distanziamento anche in questi settori. Per questo si può distinguere una prima fase della ripresa - dalla seconda metà del 2020 - in cui il recupero ha interessato soprattutto l'industria, da una seconda fase - dalla primavera del 2021 - in cui il recupero è stato concentrato nelle attività dei servizi, mentre l'industria inizia a mostrare segnali di minore vivacità.

Questa specificità di tipo settoriale naturalmente ha riflessi sulle caratteristiche del recupero dell'economia, ed è importante anche rispetto al recente dibattito apertosi sui temi del potenziale inflazionistico della fase di ripresa in corso.

Un aspetto importante è relativo al fatto che proprio la natura della crisi, legata all'adozione di provvedimenti di tipo amministrativo, comporta una elevata instabilità dell'attività economica. Difatti, i settori che sono stati sottoposti a misure di distanziamento hanno evidenziato cadute dei livelli produttivi di entità eccezionale cui sono corrisposti, simmetricamente, recuperi altrettanto veloci quando le misure di distanziamento sono state rimosse. Questa velocità dei cambiamenti di fase, legata ai provvedimenti di carattere amministrativo, comporta una forma di instabilità che non è quella propria delle normali fasi cicliche, che solitamente si producono in maniera più graduale, nel giro di qualche trimestre.



Il boom dei prezzi delle materie prime

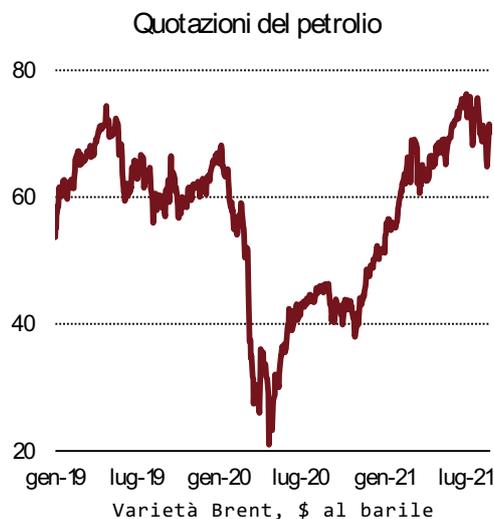
L'andamento dell'attività industriale a livello internazionale, con un crollo della produzione nei mesi del lockdown seguito da una ripresa "a V", ha comportato tensioni sui mercati delle materie prime nel corso della fase di ripresa. A ciò ha contribuito il fatto che nella seconda metà del 2020 le imprese, avendo maturato aspettative molto pessimiste, avevano portato sui minimi i livelli delle scorte di materie prime e semilavorati. Allo stesso modo, i produttori di materie prime avevano arrestato i programmi di investimento. Soprattutto sul mercato petrolifero l'offerta si era ampiamente contratta in risposta al crollo delle quotazioni.

La forza della ripresa industriale ha quindi colto di sorpresa i produttori, spingendo la domanda su livelli superiori all'offerta disponibile nel breve.

L'impennata delle quotazioni è stata quindi marcata. Tuttavia, va considerato come in alcuni casi, si pensi soprattutto al petrolio, il forte aumento dei prezzi osservato negli ultimi trimestri sia simmetrico all'ampia contrazione delle quotazioni avvenuta nella prima fase della crisi; i prezzi attuali sono difatti in linea con i livelli medi del 2019.

In secondo luogo, in diversi casi sono emerse tensioni sui prezzi circoscritte temporalmente. Il caso più significativo è rappresentato dalle quotazioni internazionali del legname: l'aumento del tempo trascorso fra le mura domestiche aveva portato in diversi Paesi ad aumentare le spese per manutenzione della casa e acquisti per il rinnovo degli arredi, generando un'impennata dei prezzi che è stata seguita da un crollo non appena con le riaperture i consumi si sono spostati verso i servizi.

Più in generale, la successione di shock cui sono sottoposte diverse filiere ha generato una elevata instabilità dei prezzi. Se si guarda però al complesso delle materie prime, a partire dal mese di giugno le quotazioni hanno iniziato a stabilizzarsi.





L'aumento dell'inflazione

I rialzi nei prezzi delle materie prime sono tra i fattori che hanno condizionato l'inflazione internazionale nei mesi scorsi. Soprattutto l'inflazione dei prodotti energetici è aumentata in misura significativa, anche per effetto del confronto statistico con i livelli minimi dei prezzi toccati nel corso dell'estate 2020.

Il tema ha acquisito rilievo soprattutto nel dibattito Usa, dove l'inflazione ha registrato una forte accelerazione dai mesi primaverili, portandosi sopra il 5 per cento. Anche nell'area euro l'inflazione è aumentata, anche se meno di quanto osservato negli Stati Uniti.

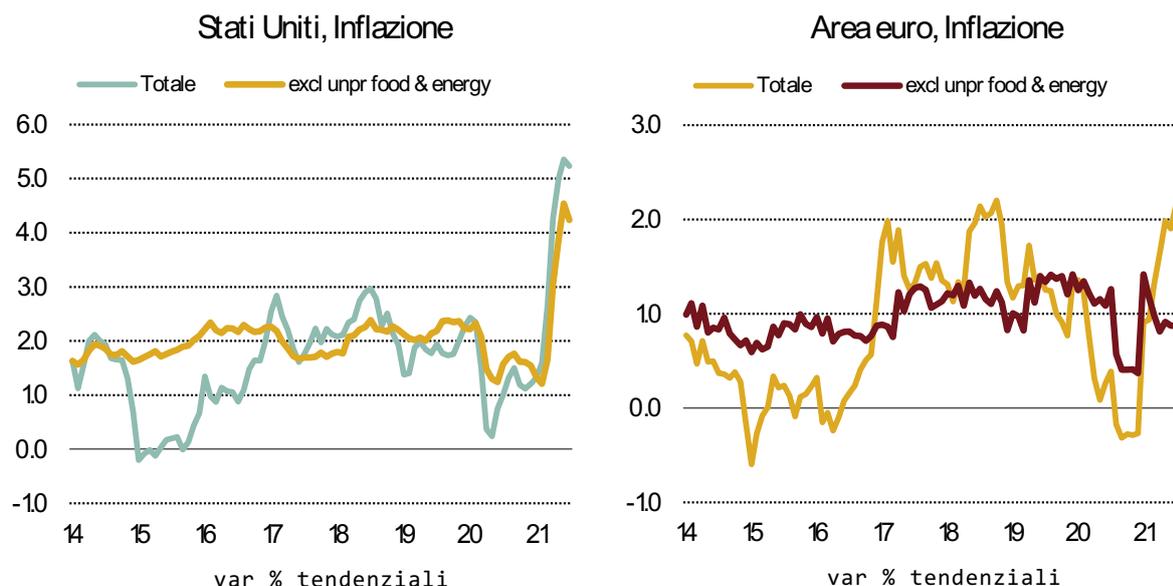
L'ipotesi prevalente è che l'accelerazione recente derivi da elementi di carattere transitorio, legate all'instabilità generata dal superamento della fase del distanziamento sociale. In particolare, oltre all'effetto dei rincari delle materie prime, vi sono altri due effetti che si sovrappongono: il primo è legato ai cambiamenti nelle abitudini di consumo, il secondo a problemi di carattere organizzativo che le imprese nella fase delle riaperture, anche dal punto di vista del reperimento di manodopera.

Sul tema delle **oscillazioni della domanda**, la fase delle riaperture comporta in alcuni casi delle variazioni molto ampie nei livelli della domanda. Diversi settori nel breve periodo non riuscirebbero quindi ad adeguare l'offerta con la stessa rapidità con cui si riprende la domanda. Questo genererebbe, almeno nel breve, delle tensioni in filiere specifiche. I casi più eclatanti sono stati quelli delle auto usate negli Usa, i cui prezzi sono letteralmente esplosi dopo le riaperture (+40 per cento) perché molti consumatori hanno modificato le proprie abitudini abbandonando i mezzi pubblici per timore di essere contagiati.

Circa i **problemi di carattere organizzativo**, l'attenzione è stata attratta soprattutto dal fatto che nella fase iniziale della ripresa sono emersi in diversi Paesi dei problemi di reperimento di manodopera soprattutto nei settori dove le restrizioni avevano provocato un numero elevato di licenziamenti. È il caso, ad esempio, dei servizi di ristorazione, la cui riapertura determina la concentrazione di domanda di lavoro su figure, ad esempio i camerieri, che in precedenza erano state caratterizzate da licenziamenti massicci e che nel frattempo si sono ricollocate presso altri settori (frequente il caso delle attività di consegna nell'e-commerce). Problemi dal lato dell'offerta di lavoro sono anche legati al reingresso nel mercato del lavoro di lavoratori più anziani, che sono stati espulsi dal mercato del lavoro in prossimità della maturazione del diritto alla pensione, e che hanno perso l'incentivo ad attivare azioni di ricerca; oppure di madri che, causa chiusura delle scuole, sono dovute rimanere a casa ad accudire i figli.

Si tratta, evidentemente, di fattori che possono portare a problemi nel breve, ma che non sembrano assimilabili a una vera e propria contrazione dell'offerta di lavoro.

Il tema è dunque quello della transitorietà di questo tipo di effetti, che spingerebbe a ritenere che i rialzi dell'inflazione che abbiamo osservato siano circoscritto temporalmente, o dell'eventualità che, al contrario, si possano consolidare aspettative d'inflazione più elevata anche in futuro, tali da portare a un'accelerazione permanente della corsa dei prezzi. Naturalmente questa seconda eventualità è motivo di preoccupazione, in quanto potrebbe spingere le banche centrali a rivedere l'intonazione di segno espansivo delle loro politiche, il che rappresenterebbe un ostacolo alla ripresa.



Per ora le banche centrali non contrastano l'aumento dell'inflazione

Le aspettative dei mercati, così come le indicazioni delle banche centrali, hanno sinora sposato l'interpretazione più tranquillizzante, ovvero che gli aumenti recenti dell'inflazione rappresentino l'esito di circostanze di carattere transitorio, per lo più legate ad alcune difficoltà nella fase di uscita dalla pandemia. Questa chiave di lettura, se verrà confermata, potrà consentire di mantenere un approccio molto graduale nella fase di normalizzazione delle politiche monetarie che dovrà seguire il superamento della crisi.

Va peraltro ricordato come proprio in tema di obiettivi d'inflazione, le strategie delle maggiori banche centrali hanno adottato recentemente una impostazione più flessibile, che consente di non reagire immediatamente a variazioni nella dinamica dei prezzi.

In particolare, la Bce ha completato il processo di revisione della strategia di politica monetaria, e la novità più importante è stata la ridefinizione dell'obiettivo d'inflazione: il target è diventato simmetrico ovvero le deviazioni dal 2 per cento sono valutate dalla banca centrale come ugualmente da contrastare; questa formulazione sostituisce la precedente, in cui l'obiettivo era *"below but close to 2 per cent"*, indicando quindi un minore grado di tolleranza verso il superamento del target; resta invece che anche in questo caso i target sono da conseguire nel medio termine. Di fatto l'obiettivo è di evitare che fasi di decelerazione dell'inflazione inneschino cadute delle aspettative d'inflazione al di sotto dei target. Quando esiste questo rischio, la Bce è disponibile a tollerare livelli dell'inflazione corrente al di sopra del 2 per cento per riportare le aspettative in prossimità di tale soglia.

Evidentemente, la ridefinizione degli obiettivi suggerisce che la Bce non modificherà la propria politica nei prossimi mesi, soprattutto considerando che le previsioni d'inflazione della banca centrale per il 2022 e il 2023 si posizionano su valori inferiori al 2 per cento

Da questo punto di vista, la Bce adottando un obiettivo simmetrico si è avvicinata al nuovo obiettivo adottato da alcuni mesi dalla Fed, sebbene questa abbia indicato un target ancora più impegnativo; difatti, indicando un target simmetrico non solo la Fed adotta lo stesso approccio rispetto a deviazioni al rialzo e al ribasso, ma si impegna anche a compensarle, vale a dire che se l'inflazione dovesse posizionarsi per un certo periodo al di sotto del 2 per cento, la Fed si impegna poi a condurla al di sopra del target.

Alcuni giorni fa, nella tradizionale conferenza di Jackson Hole, il Presidente della Fed, Jay Powell, ha evidenziato come la banca centrale americana ritenga di avere approssimato gli obiettivi che si era posta in termini di superamento dei rischi di deflazione e di sufficiente rafforzamento delle condizioni del mercato del lavoro, tant'è

che si inizia a parlare di avviare la fase di superamento delle politiche straordinarie adottate nel corso della crisi. Ciò comporta l'avvio del cosiddetto "tapering", che consiste nella graduale riduzione dell'ammontare degli acquisti netti mensili di titoli di Stato da parte della Fed. Tuttavia, l'abbandono delle misure straordinarie di politica monetaria sarà molto graduale; infatti, l'annuncio di un possibile inizio del tapering entro quest'anno non ha provocato reazioni negative sui mercati finanziari.

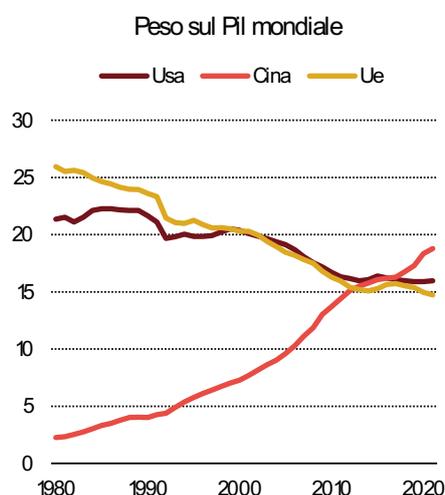
Anche con la pandemia non si arresta lo spostamento del peso dell'economia mondiale verso la Cina

Il PIL mondiale a inizio 2021 ha superato i livelli di fine 2019. Il pieno recupero dei livelli produttivi precrisi non è però ancora stato conseguito da tutti i Paesi. In particolare, soprattutto nel 2020 è emersa una migliore capacità di affrontare l'epidemia da parte delle economie asiatiche, mentre le economie avanzate stanno beneficiando nel 2021 delle loro maggiori disponibilità finanziarie che hanno permesso di acquistare i vaccini prima di altri Paesi.

La gerarchia dei tassi di crescita dell'ultimo anno e mezzo vede comunque la Cina, insieme ad altri Paesi asiatici, in una posizione più avanzata rispetto agli altri Paesi.

Gli impatti economici del Covid-19 sono stati quindi in continuità con le tendenze degli anni scorsi, e anzi accentuandole ulteriormente. Questo è un aspetto importante, anche alla luce del progressivo mutamento degli equilibri geopolitici internazionali, con lo spostamento dell'asse delle relazioni economiche sempre più verso l'Oceano Pacifico.

Nel 2021 il peso del PIL cinese sul PIL mondiale è arrivato a sfiorare il 20 per cento (era poco più del 2 per cento all'inizio degli anni Ottanta), superando quindi oramai abbondantemente quello degli Usa (16 per cento) e dell'Unione europea (quasi 15 per cento, il 12 se si considera soltanto l'area euro).



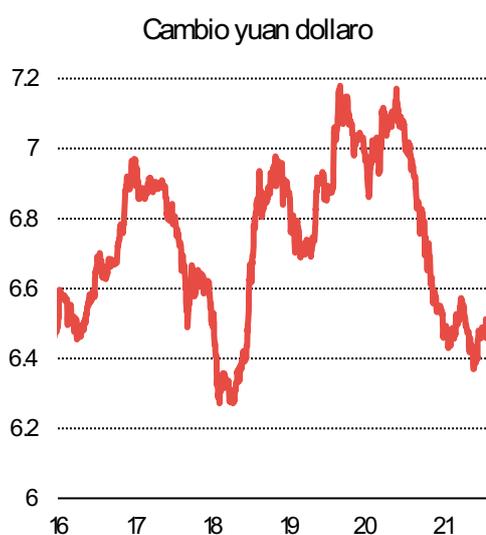
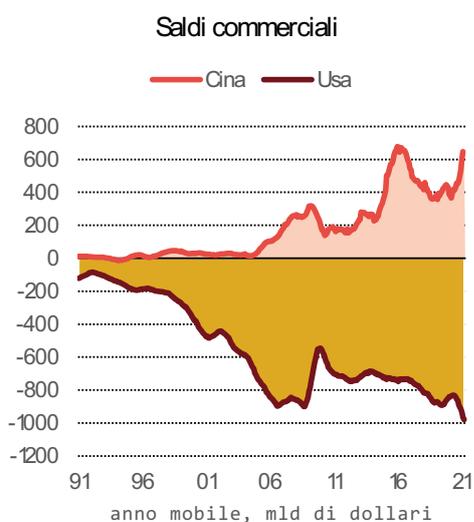
La ripresa dell'industria mondiale ha comportato anche un recupero degli scambi commerciali più intenso all'interno dell'area asiatica. Questo ha favorito la crescita delle quote di mercato di questi Paesi tanto come esportatori, che come importatori.

Le quote di mercato della Cina sulle esportazioni mondiali sono salite nel 2020 sopra il 15 per cento.

La variazione delle quote di mercato (che sono misurate sulla base dei dati in dollari correnti) è dipesa in parte dall'andamento dei prezzi relativi. Il valore delle esportazioni cinesi è cresciuto anche per effetto dell'apprezzamento dello yuan. Inoltre, lo scorso anno hanno perso ragioni di scambio i Paesi produttori di petrolio, e a ciò è corrisposta la flessione delle quote dei Paesi del Medio Oriente e della Russia.

Il peso della Cina è aumentato pure in termini di import, grazie alla più rapida ripresa della domanda interna, anche se l'incremento in questo caso è stato di entità inferiore a quello dell'export, per effetto della riduzione del costo del petrolio.

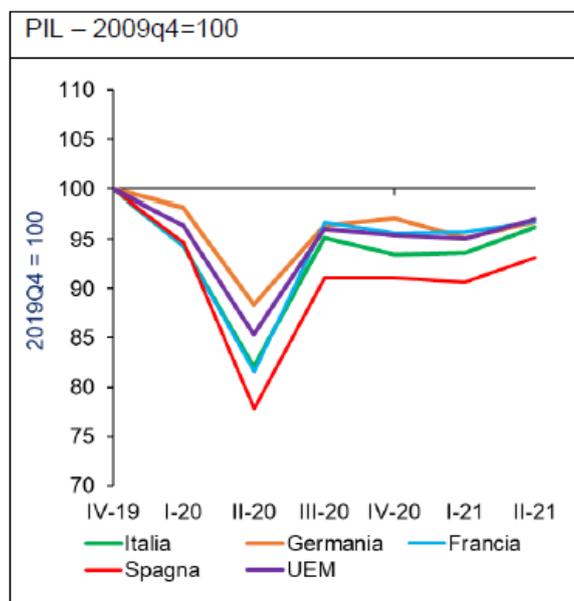
Dato che la crescita delle esportazioni ha sopravanzato quella delle importazioni, il surplus commerciale cinese si è allargato, con un aumento che si è protratto anche nei primi mesi del 2021. Il fatto che l'economia che ha resistito meglio alla crisi abbia registrato anche un ampliamento dell'avanzo commerciale è un indicatore di come la capacità di fronteggiare l'epidemia abbia rappresentato un vantaggio competitivo per i Paesi dell'area asiatica. In queste condizioni la valuta cinese dovrebbe tendere ad apprezzarsi, ma le autorità cinesi restano molto determinate nell'evitare un rafforzamento eccessivo.



2. La ripresa italiana e l'inflazione

Prosegue la ripresa in Italia, con i consumi e i servizi che tornano a crescere

Il percorso di recupero dell'attività economica italiana, profondamente colpita dallo scoppio della pandemia (-18% di PIL nel primo semestre dello scorso anno rispetto alla fine del 2019), dopo il primo rimbalzo avvenuto la scorsa estate ha ripreso nuovamente slancio nel secondo trimestre del 2021. L'intensità della ripresa è tale da aver riportato il PIL al di sotto dei valori precrisi di "soli" -3.8 punti percentuali; rispetto all'area euro, alla quale in media rimangono da recuperare ancora 3pp, l'Italia ha sperimentato dapprima una caduta più forte, a cui sta però corrispondendo un recupero più vivace. Anche per Germania e Francia rimangono da recuperare oltre 3pp di PIL, sebbene i due Paesi siano contraddistinti da dinamiche piuttosto diversificate fra loro: se quella della Francia è comparabile all'Italia, in Germania si è verificata una caduta meno intensa nella fase più acuta della pandemia, a cui sta seguendo una ripresa caratterizzata invece da maggiori difficoltà. La Spagna risulta il fanalino di coda (-7pp di PIL) fra i maggiori paesi europei, nonostante i consumi siano più vicini ai livelli precrisi (-3pp) rispetto a Germania (-8pp), Francia e Italia (entrambe -6pp). Le difficoltà della Spagna emergono in particolare negli investimenti, al di sotto di ben 10pp rispetto alla fine del 2019, a fronte di un recupero di questa componente pressoché totale in Germania, di un miglioramento in Francia (+1pp) e in particolare in Italia (+5pp).



Focalizzandosi sull'economia italiana, nel secondo trimestre tutte le altre voci della domanda, tranne la spesa delle AP¹ e le scorte, hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL italiano (2.7% rispetto al trimestre precedente), e in particolare la spesa delle famiglie che è tornata a crescere (5%). A fare da traino ai consumi sono stati quelli finora compressi dalle misure restrittive, i servizi, che hanno attivato in misura significativa il settore del commercio, del trasporto e dell'alloggio. Il turismo straniero ha fornito un contributo positivo a questo andamento e anche quello italiano che non sembra aver preferito le mete straniere. In linea con gli elevati climi di fiducia delle imprese, gli investimenti strumentali hanno accelerato la crescita, che dall'estate del 2020 non si è mai interrotta. Gli investimenti in costruzioni, nonostante siano da tempo abbondantemente sopra i valori pre-COVID, hanno continuato a espandersi a ritmo sostenuto, seppure inferiore a quello del primo trimestre, al punto da avanzare il timore di un blocco del settore delle costruzioni a causa della scarsità di materiali e della carenza di manodopera specializzata. Un rischio da non sottovalutare anche in prospettiva, dal momento che il settore sarà ulteriormente sollecitato dai progetti del PNRR.

Secondo gli indicatori congiunturali disponibili, la crescita del PIL si sarebbe mantenuta buona anche nei mesi estivi. Dall'autunno si procederà a "velocità di crociera", al netto di varianti del virus e nuove restrizioni alla mobilità. In questo contesto assisteremo al passaggio del testimone della crescita dal settore industriale a quello dei servizi. Il primo, dopo aver recuperato i valori pre-pandemia, registrerà una fase di rallentamento dovuta ai vincoli insorti nella produzione di alcuni beni intermedi e nel blocco di alcuni porti in Asia per i nuovi casi di COVID-19, mentre il secondo beneficerà della forte ripresa del turismo estivo. La crescita media del PIL quest'anno si posizionerebbe vicina al 6%.

La ripresa si è accompagnata a una crescita dell'occupazione: a luglio l'aumento degli occupati dipendenti era pari a 530 mila unità rispetto al gennaio scorso, di cui 204 mila con contratto permanente e 327 mila a termine. Questo ha contribuito alla riduzione del tasso di disoccupazione da 10.2% a 9.3%. Risultati incoraggianti ma non ancora sufficienti per rafforzare due categorie, NEET e donne, che la crisi ha indebolito, spingendo ulteriormente ai margini questi lavoratori, caratterizzati già in partenza da condizioni sociodemografiche svantaggiate.

¹ Mentre l'andamento delle scorte si conferma di difficile interpretazione, poiché rappresenta anche una voce di quadratura contabile tra le componenti del PIL di domanda e di offerta e quindi comprende poste di natura statistica, ha destato una qualche sorpresa l'andamento della spesa delle AP. Le attese erano orientate verso un contributo positivo, anche se in decelerazione rispetto all'impegno eccezionale dello scorso anno. Il dato sembrerebbe riflettere una crescita dell'occupazione pubblica stagnante a fronte invece di una maggiore dinamicità delle retribuzioni pro-capite (che si riflettono sul deflatore). Complessivamente, la crescita contenuta dei consumi pubblici si accompagna a un andamento del fabbisogno anch'esso inferiore alle attese.

I riflessi sui prezzi interni dei rialzi delle quotazioni internazionali di beni energetici, materie prime e semilavorati (cfr. il paragrafo L'aumento dell'inflazione) si stanno manifestando, partendo dai primi stadi della catena distributiva fino ai prezzi al consumo. Per ora il grosso della ripresa dei prezzi va attribuito alla componente energetica che, sulla scia del rimbalzo del prezzo del greggio passato in sei mesi da 40 a oltre 70 dollari per barile, ha subito una impennata, che si è trasmessa lungo la filiera di produzione fino ai prezzi al consumo dei prodotti energetici. È chiaro che gioca a sfavore il confronto con le quotazioni molto basse della fase più acuta della crisi, ma gli incrementi sono comunque a due cifre. Contemporaneamente, anche i prezzi dei beni manufatti non alimentari, se pure ancora su crescite relativamente basse, a partire da marzo hanno conosciuto una accelerazione consistente, come non si osservava da oltre un decennio. È questa una tendenza comune a tutti i maggiori paesi europei, dove l'inflazione al consumo è in rapida risalita, sostenuta anche da effetti base, ossia il fenomeno per cui crescite anche modeste mese su mese si confrontano con le cadute dei prezzi che hanno accompagnato i primi lockdown la scorsa primavera.

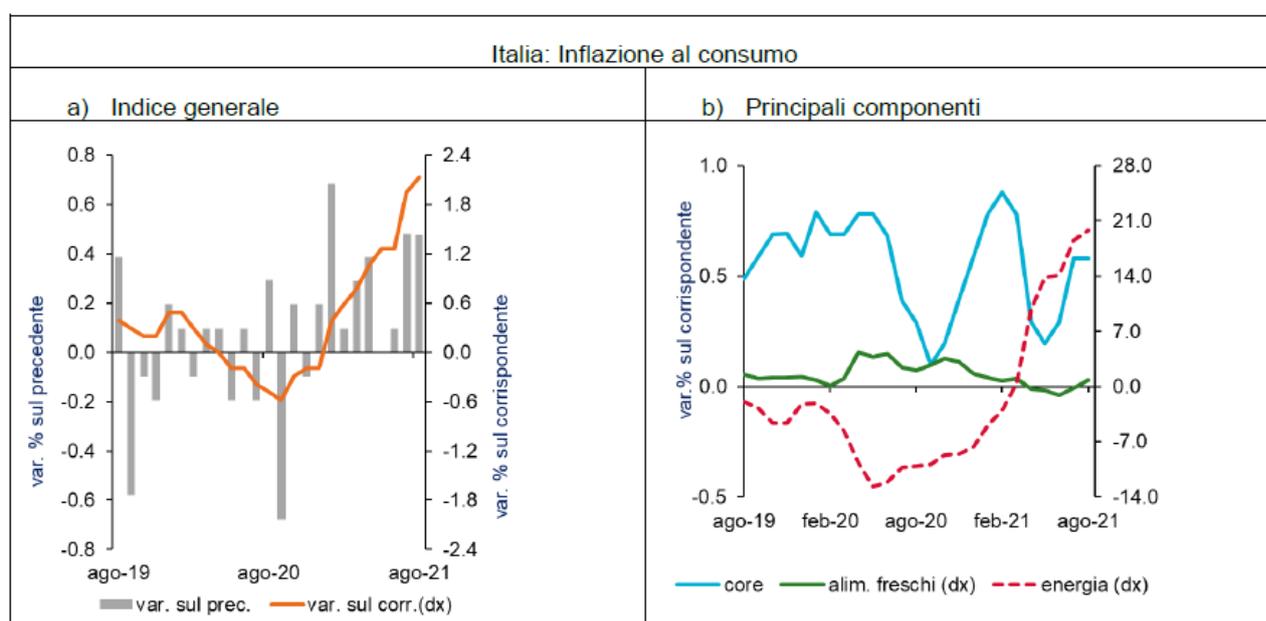
Nell'UEM, infatti, l'inflazione continua a salire ed è arrivata al 3% in agosto (2.2% a luglio): bisogna risalire al novembre 2011 per trovare un valore analogo. In Germania l'inflazione ha raggiunto il 3.4% (3.9% se misurato con l'indice nazionale), valore più alto degli ultimi 13 anni, in Spagna il 3.3%, mentre la Francia si è fermata al 2.4%, ma con un salto significativo rispetto all'1.5% di luglio. È certamente l'energia (+15%) a spingere l'aumento dei prezzi, poiché al netto delle componenti volatili, l'inflazione (core) è ancora all'1.6%. Se però confrontiamo l'inflazione di un anno fa, al -0.2% quella complessiva e allo 0.6% quella core, possiamo osservare che le tensioni sui prezzi di molti input stanno verosimilmente trasmettendosi lungo la filiera sino ai prezzi finali. Ne è testimonianza, il dato sui prezzi alla produzione dell'industria, in rialzo a giugno dell'8.6% su base annua.

In decisa accelerazione ma inferiore alla media UEM la crescita dei prezzi in Italia, saliti in media ad agosto dello 0.5% rispetto a luglio, del 2.1% su base annua (a luglio si era registrato un incremento dell'1.9%), il livello più alto dal 2013. Anche in Italia la spinta viene dai beni energetici, con i carburanti che costano il 12.8% in più di un anno fa e le bollette di gas elettricità rincarate del 34.4%.

Va ricordato che vi sono anche due fattori "idiosincratici" di cui tenere conto nel valutare questi rialzi dell'inflazione. Il primo è relativo alla Germania, dove il taglio delle aliquote dell'IVA messo in atto lo scorso anno per sostenere i consumi delle famiglie durante la pandemia è venuto meno quest'anno e spiega l'ampia oscillazione dei prezzi, dalla componente core all'indice generale. Il secondo fattore, che è comune invece a tutti i paesi, è stato messo in evidenza dalla Bce² e ha a che fare con i

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

cambiamenti nelle abitudini di consumo delle famiglie durante la pandemia, cambiamenti che si sono riflessi nella struttura di ponderazione dell'indice dei prezzi. La variazione dell'indice dei prezzi al consumo è stata quindi certamente influenzata da queste modificazioni superiori alla norma e, secondo valutazioni della Bce, in gennaio (mese in cui vengono applicate le nuove ponderazioni), tale cambiamento sarebbe responsabile di 0.3 decimi della variazione dei prezzi dell'area euro, ossia a fronte di uno 0.9% realizzato al netto del cambio di ponderazione l'incremento si sarebbe fermato allo 0.6%.



Fattori temporanei stanno dunque sostenendo l'inflazione delle commodities così come fattori temporanei hanno sostenuto all'inizio dell'anno l'inflazione al consumo nell'area euro. A fronte quindi di una accelerazione dell'inflazione nell'anno in corso, che in Italia passerebbe all'1.7% dal -0.1% del 2020, l'attesa è di un suo rientro già il prossimo anno. Il dato medio non deve però far trascurare il profilo molto ripido che manterrebbe nei prossimi mesi, arrivando a superare il 2.5% in autunno, per il sommarsi di effetti base e di una trasmissione degli impulsi internazionali a valle nella catena produttiva. Non si può inoltre escludere la possibilità che i prezzi di alcuni servizi legati al tempo libero, dalla ristorazione agli alberghi ai viaggi, cresciuti durante l'estate come normalmente avviene stagionalmente, non rientrino come di consuetudine nei mesi autunnali ma rimangano permanentemente più alti nel tentativo di recuperare parte del fatturato perduto nei mesi di forzata inattività.

In assenza di rilevanti tensioni provenienti dal mercato del lavoro e da *shortage* di offerta, e una volta venuti meno gli effetti base e gli impulsi eccezionali da "dopo

pandemia”, si prevede che l’inflazione al consumo tornerà a scendere e rimarrà compatibile con l’obiettivo di stabilità dei prezzi della Bce.

Nell’ipotesi che i morsi della pandemia si allentino progressivamente, l’economia italiana dovrà affrontare alcuni snodi importanti per uscire dalla crisi economica. L’utilizzo dei fondi del NGEU è uno di questi. Un ammontare ingente di risorse che dovrebbe consolidare la ripresa, ma molto dipenderà dalla capacità di utilizzarli. Tra i paesi beneficiari, l’Italia ha a disposizione il più elevato ammontare di risorse, oltre 200 miliardi di euro, l’11.5% del PIL 2019, cui si aggiunge un Fondo Complementare di circa 30 miliardi, portando così l’ammontare disponibile a 235 miliardi (cfr. il paragrafo La finanza pubblica).

Il PNRR che ha ricevuto il via libera dal Consiglio in luglio è un programma vasto e ambizioso, con obiettivi di spesa destinati prevalentemente a incrementare la digitalizzazione dell’economia e alla transizione verso una economia più sostenibile dal punto di vista ambientale. Un programma ambizioso anche perché dovrà procedere di pari passo all’implementazione di importanti riforme strutturali.

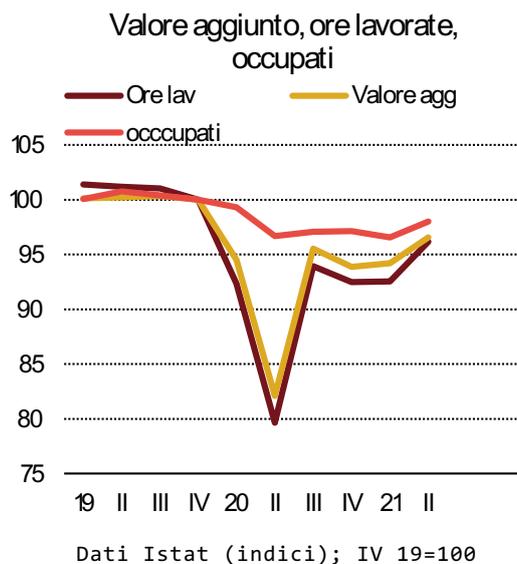
Un altro snodo importante che l’Italia dovrà affrontare riguarda la rimozione delle misure eccezionali introdotte per fronteggiare la crisi pandemica. Se per l’anno in corso la politica fiscale continuerà a sostenere l’economia con un impegno che, decreto dopo decreto, si configura ex-ante in linea con quello eccezionale del 2020, a partire dal 2022 la politica di bilancio dovrà recuperare una impostazione più neutrale e rimettersi nel solco di un percorso di riduzione dell’indebitamento.

Alla luce di queste considerazioni, lo scenario vede una decelerazione della crescita del PIL verso il 4% nel 2022. La crescita sarà trainata da tutte le componenti di domanda, tranne la spesa delle AP, che risentirà della fine dell’emergenza sanitaria.

3. Tendenze del mercato del lavoro in Italia

La crisi che ha attraversato l’economia italiana negli ultimi due anni ha avuto conseguenze importanti sull’andamento della domanda di lavoro. Le ore lavorate hanno seguito il profilo del PIL, mentre l’occupazione ha evidenziato fortunatamente una maggiore stabilità. Questo perché si sono ridotte le ore lavorate per occupato. In buona misura quindi gli occupati hanno lavorato meno ore; tuttavia, l’impatto di tale contrazione sui loro redditi è stato in buona misura compensato dai maggiori trasferimenti alle famiglie dal bilancio pubblico. Oltre all’adozione di misure generali a favore delle persone in difficoltà (attraverso gli strumenti del Reddito di cittadinanza e Reddito di emergenza) l’Italia si è caratterizzata per un largo ricorso a strumenti specifici per fronteggiare le difficoltà del mercato del lavoro basate, come in altre economie dell’area euro, sugli schemi di lavoro a orario ridotto. Lo strumento adottato

nel nostro Paese è quello della Cig. Al sostegno al reddito dei lavoratori in Cig, si è accostato il divieto ai licenziamenti, rimosso parzialmente a partire dal 1° luglio. Sono queste le politiche che hanno permesso di limitare le perdite occupazionali, e attenuare l’impatto della crisi sulle famiglie. Tuttavia, nel corso della crisi si sono osservate riduzioni significative delle fasce di lavoratori meno tutelati, come gli occupati con contratto di lavoro a termine, e i lavoratori autonomi.



La forza della ripresa che caratterizzerà la parte finale dell’anno – dopo i buoni risultati del secondo trimestre e le prime informazioni incoraggianti sul terzo – sarà importante per consentire un aumento delle ore lavorate per occupato, evitando di accrescere le perdite occupazionali.

Al momento, i risultati sembrano incoraggianti. Con le riaperture dei settori dei servizi è ripartita l’occupazione, e in particolare fra i lavoratori con contratti a termine. Gli effetti delle riaperture trovano riscontro nell’andamento degli indicatori del clima di fiducia di famiglie e imprese. In particolare, dalle survey si osserva che le famiglie hanno la percezione di un quadro del mercato del lavoro in miglioramento, mentre le imprese hanno espresso attese positive sull’andamento dei livelli occupazionali.

Un aspetto particolare della fase in corso è rappresentato dai problemi che alcuni settori stanno incontrando nella fase di ripresa della produzione dopo le riaperture. Lo sforzo organizzativo è importante, perché si tratta di riattivare intere filiere. Come avvenuto anche in altri Paesi, vi sono alcune filiere dove le aziende lamentano già problemi di reperimento di manodopera. Anche l’indicatore dei posti di lavoro vacanti ha mostrato un andamento anomalo. Difatti, si è riportato in prossimità dei livelli massimi precrisi; questo andamento è abbastanza particolare in quanto i posti vacanti dovrebbero raggiungere il massimo nel corso della fase avanzata del ciclo, quando il tasso di disoccupazione si è portato sui minimi. Viceversa, in una fase in cui l’attività

economica non ha ancora recuperato pienamente, come quella attuale, il mercato del lavoro dovrebbe essere caratterizzato da un eccesso di offerta.



Quanto osservato in Italia ha riscontro nell'esperienza anche di molti altri Paesi. I problemi evidenziati riguardano la velocità di riattivazione dell'offerta di lavoro, soprattutto in alcuni settori che hanno licenziato molto, e i cui lavoratori hanno nel frattempo trovato una collocazione in altri settori, e l'aumento della domanda per alcune specifiche professionalità: è il caso, ad esempio, di tutto il personale qualificato del mondo dell'informatica, oppure nel mondo della logistica e dei trasporti, che deve rispondere all'aumento delle quote di mercato delle vendite on-line, o del personale sanitario. Si tratta quindi di problemi di reperimento di specifiche professionalità, più che di una generalizzata frenata dell'offerta di lavoro. A conferma del fatto che le condizioni di fondo del nostro mercato del lavoro sono caratterizzate in prevalenza da un eccesso di offerta di lavoro, anche negli ultimi trimestri, così come nelle altre maggiori economie europee, non sono emersi segnali di accelerazione dei salari.

4. Le banche italiane nel contesto pandemico

Nel corso del 2020 il sistema bancario italiano ha fornito un importante supporto a famiglie e imprese. Il flusso consistente di liquidità arrivato all'economia reale ha senza dubbio limitato gli impatti negativi della crisi, ma ha anche permesso al sistema economico di ripartire con più velocità non appena le misure di contenimento sono state allentate. Se si fosse registrato un credit crunch come quello verificatosi dopo le crisi sub-prime e del debito sovrano è molto probabile che una parte del sistema produttivo non avrebbe superato indenne il periodo di lockdown.

La differenza rispetto al recente passato rende interessante la ricerca di quali siano stati i fattori che hanno determinato un approccio diverso del sistema bancario. Inoltre, è utile capire se il sistema bancario sarà in grado anche di supportare l'economia reale nel prossimo futuro. A queste due tematiche sono dedicati i due paragrafi che seguono.

I 3 game changer del 2020

A partire dal mese di aprile 2020, quindi proprio nel momento più critico a livello sanitario ed economico, il flusso di credito verso l'economia, soprattutto quello destinato alle imprese, ha cominciato a mostrare un'inattesa vitalità. Al contempo, anche il credito erogato alle famiglie ha continuato a crescere, al netto di un paio di mesi di difficoltà in concomitanza con i limiti allo spostamento e le chiusure forzate di molti punti vendita, che hanno provocato effetti negativi sui finanziamenti per acquisto di nuovi beni e servizi.

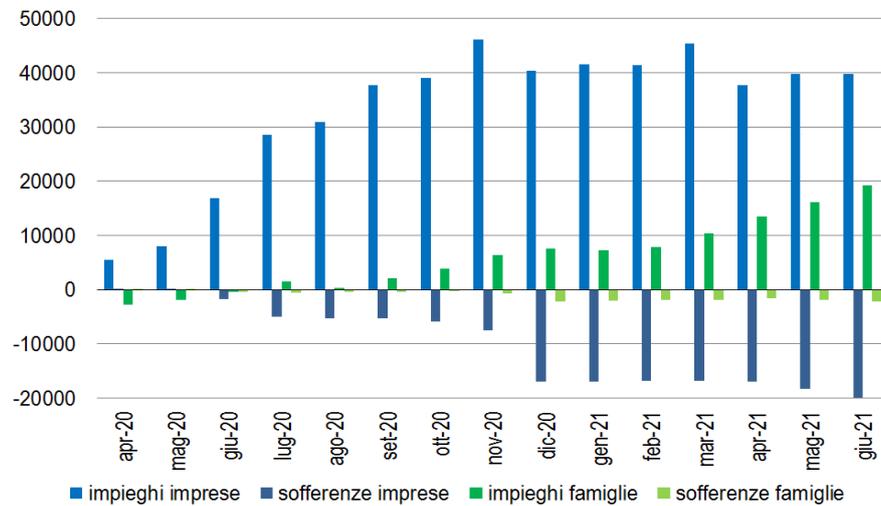
Ancora più paradossale, vista la generale situazione economica, è stata la dinamica delle sofferenze. Su questo fronte pare che la crisi non abbia avuto alcun effetto. Lo stock di sofferenze lorde delle famiglie e delle imprese si è ridotto nel 2020 e anche nella prima metà del 2021, non risentendo della fine delle moratorie su crediti su diverse decine di miliardi di prestiti.

Analizzando nel dettaglio, il grafico 1 sintetizza l'andamento dello stock di credito netto e delle sofferenze lorde nel 2020 e 2021 rispetto al mese di marzo 2020, utilizzato come mese di riferimento. Tra marzo 2020 e dicembre 2020 si è osservata una crescita di 41,6 miliardi di credito netto al settore produttivo e di 7,6 alle famiglie. Nel corso del 2021 il valore si è stabilizzato intorno ai 40 miliardi in più per le imprese mentre l'espansione è continuata per le famiglie che a giugno 2021 registrano 19,2 miliardi in più di credito netto rispetto a marzo 2020.

Questo andamento del tutto peculiare del credito, in un anno così difficile dal punto di vista economico, è principalmente dovuto ad alcuni interventi straordinari varati dal Governo nazionale all'interno del cosiddetto *Temporary Framework*³ europeo. Gli interventi di stimolo della liquidità, cioè i prestiti garantiti dallo Stato, sono stati affiancati dalle moratorie sui crediti.

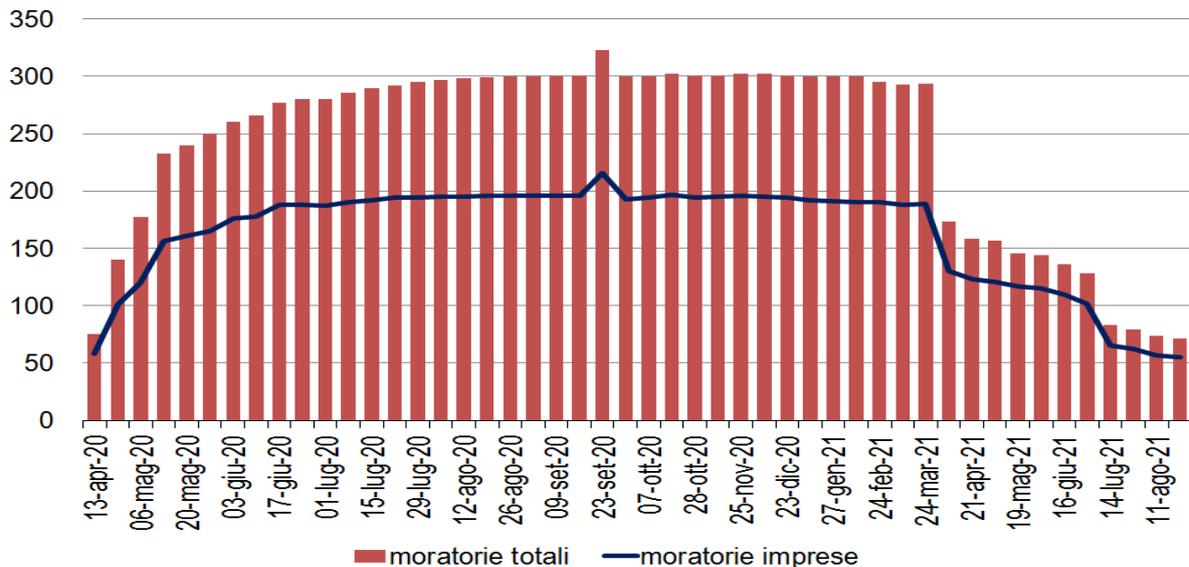
³ Il quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato, definito dalla Commissione Europea, è fondato sull'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, e ha consentito agli Stati membri di sostenere maggiormente l'economia durante l'epidemia di COVID-19. Avendo constatato che l'economia dell'UE era in profonda recessione, la Commissione, a metà marzo, ha definito un quadro che consentiva cinque tipologie di aiuti di Stato, poi ampliate fino a undici con emendamenti al Quadro iniziale, al fine di sostenere l'economia nel contesto dell'emergenza epidemiologica da COVID-19 e garantire che le imprese di tutti i tipi disponessero di liquidità sufficiente per preservare la continuità dell'attività economica durante e dopo l'emergenza. Tra le undici tipologie di aiuti rientrano: a) garanzie di Stato per prestiti bancari contratti dalle imprese: gli Stati membri potranno fornire garanzie statali per permettere alle banche di continuare a erogare prestiti ai clienti che ne hanno bisogno; b) prestiti pubblici agevolati alle imprese: gli Stati membri potranno concedere prestiti con tassi di interesse favorevoli alle imprese. Questi prestiti possono aiutare le imprese a coprire il fabbisogno immediato di capitale di esercizio e per gli investimenti; c) assicurazione del credito all'esportazione a breve termine: il quadro introduce un'ulteriore flessibilità per quanto riguarda il modo in cui dimostrare che alcuni paesi costituiscono rischi non assicurabili sul mercato, permettendo così agli Stati di offrire, ove necessario, una copertura assicurativa dei crediti all'esportazione a breve termine.

Grafico 1. Credito netto e sofferenze lorde a imprese e famiglie, variazione rispetto a marzo 2020, milioni di euro



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Grafico 2. Moratorie su crediti (miliardi di euro)



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia. La data corrisponde alla pubblicazione del comunicato.

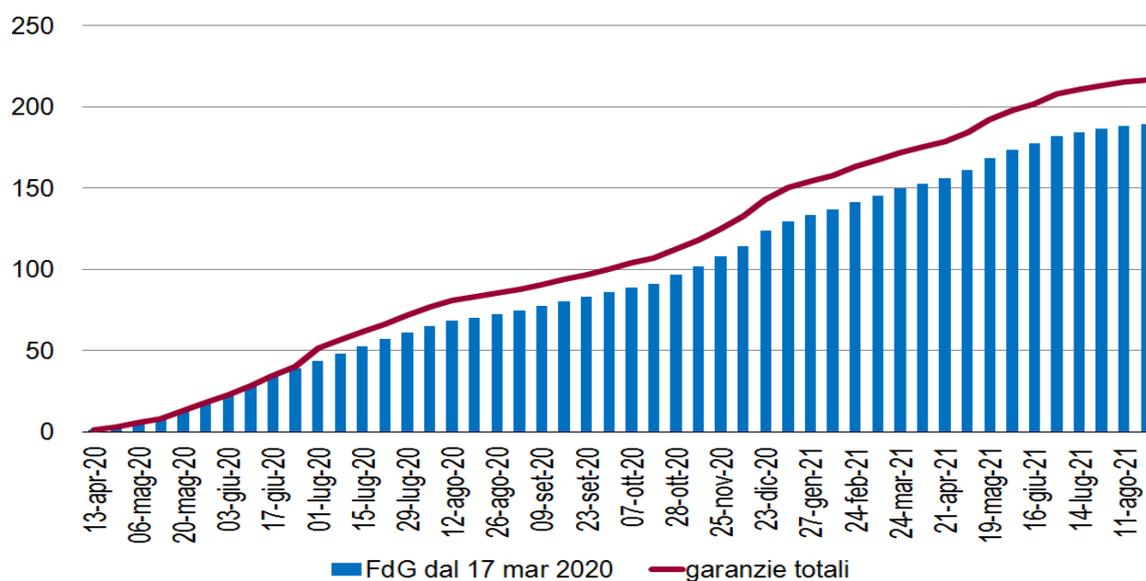
Queste due misure, moratorie e garanzie statali sui crediti, hanno avuto un impatto determinante sul settore e sulla relazione tra banche e prenditori. Il grafico 2 mostra l'andamento del valore delle moratorie su crediti, con il dettaglio delle moratorie chieste dalle imprese, a partire dalla prima rilevazione di metà aprile 2020. Si osserva una crescita fino ad agosto 2020, quando il valore complessivo sfiora i 300 miliardi di euro, e dopo si nota un lungo periodo di stazionarietà, interrotto solo da un balzo temporaneo nella seconda metà di settembre 2020. Fino all'ultima rilevazione di marzo 2021 il valore dei crediti soggetti a moratoria è rimasto stabile, ma con la prima

rilevazione di aprile si è registrato un primo calo, seguito da altre riduzioni che hanno fatto diminuire il valore dei crediti soggetti a moratoria a circa 70 miliardi di euro a fine agosto, una riduzione di 230 miliardi dal picco.

Il grafico 3 riporta, invece, l'evoluzione delle garanzie su crediti concesse a partire dall'inizio di aprile 2020. Nel grafico è riportato sia il dato complessivo, dato dalla somma tra le garanzie del Fondo di Garanzia ai finanziamenti in favore di imprese, artigiani, autonomi e professionisti e quelle di "Garanzia Italia", lo strumento gestito da SACE, sia l'importo delle sole garanzie del Fondo di Garanzia. In questo caso si osserva una partenza un po' a rilento nelle prime settimane di attivazione delle misure, un'accelerazione nel corso del mese di luglio 2020 e un ritmo sostenuto nei mesi successivi. Nel 2021 l'espansione è proseguita e gli ultimi dati mostrano un valore complessivo di garanzie pari a 217 miliardi con una predominanza di quelle del Fondo di Garanzia, pari a 189 miliardi.

L'attivazione di questi due strumenti, moratorie e garanzie, ha avuto un impatto determinante sugli aggregati creditizi. Infatti, pur in una situazione di crisi economica, queste misure, da un lato, hanno permesso alle banche di erogare più credito e, dall'altro lato, hanno evitato l'emersione di nuove sofferenze, come abbiamo visto commentando i dati del grafico 1.

Grafico 3. Garanzie su crediti del Fondo di Garanzia e di SACE dall'avvio della crisi (miliardi di euro)



Nota: la differenza tra garanzie totali e quelle del FdG è pari alle garanzie SACE.

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia. La data corrisponde alla pubblicazione del comunicato.

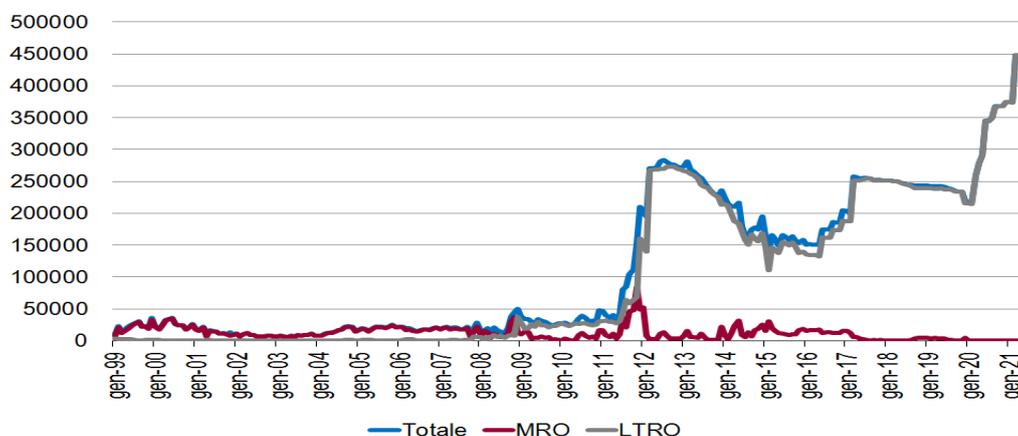
Il terzo *game changer* sono state le operazioni di rifinanziamento a lungo termine della

Banca Centrale Europea (TLTRO 3). Infatti, queste operazioni a lungo termine, che già avevano l'obiettivo di stimolare l'erogazione del credito, sono diventate ancora più convenienti in termini di tasso di interesse nel periodo giugno 2020-giugno 2021. Durante questi dodici mesi se la banca ha dimostrato di superare una determinata soglia di erogazione del credito, il tasso pagato dalla banca alla BCE è sceso fino al -1% (cioè è stata la BCE a pagare le banche!). Le banche italiane hanno sfruttato pienamente questa opportunità. Infatti, negli ultimi mesi il valore dei fondi presi a prestito dalle banche italiane attraverso le operazioni di rifinanziamento ha raggiunto nuovi massimi storici, proprio in concomitanza con le aste TLTRO 3. Per dare evidenza di questo fenomeno, il grafico 4 mostra l'andamento delle MROs (*main refinancing operations*) e delle LTRO (che includono le TLTRO 3 poc'anzi menzionate) a partire dal 1999. È evidente il balzo registrato nel corso del 2020 e proseguito nel 2021, sempre in concomitanza con le aste delle TLTRO 3. Qualche riferimento quantitativo può essere utile: l'ultimo dato, relativo a luglio 2021, mostra un totale di fondi attinti dalle banche italiane pari a 464 miliardi, contro i 215 miliardi di febbraio 2020, prima della crisi Covid, un aumento di 250 miliardi, valore che è, quindi, più che raddoppiato in 17 mesi. È indubbio che anche questa misura abbia indotto le banche ad erogare più credito per beneficiare dei tassi di interesse di favore stabiliti dalla BCE.

Moratorie, garanzie statali e TLTRO 3 spiegano i due peculiari fenomeni osservati nel 2020: l'aumento del credito e la riduzione delle sofferenze in uno degli anni più complessi per l'economia italiana.

Con il paragrafo successivo, in cui si analizzano ulteriori indicatori, si prova a comprendere se il sistema bancario italiano sarà in grado di sostenere la ripresa nei prossimi trimestri anche quando le misure straordinarie di supporto non saranno più attive.

Grafico 4. Rifinanziamento presso l'Eurosistema delle banche italiane (milioni di euro)



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

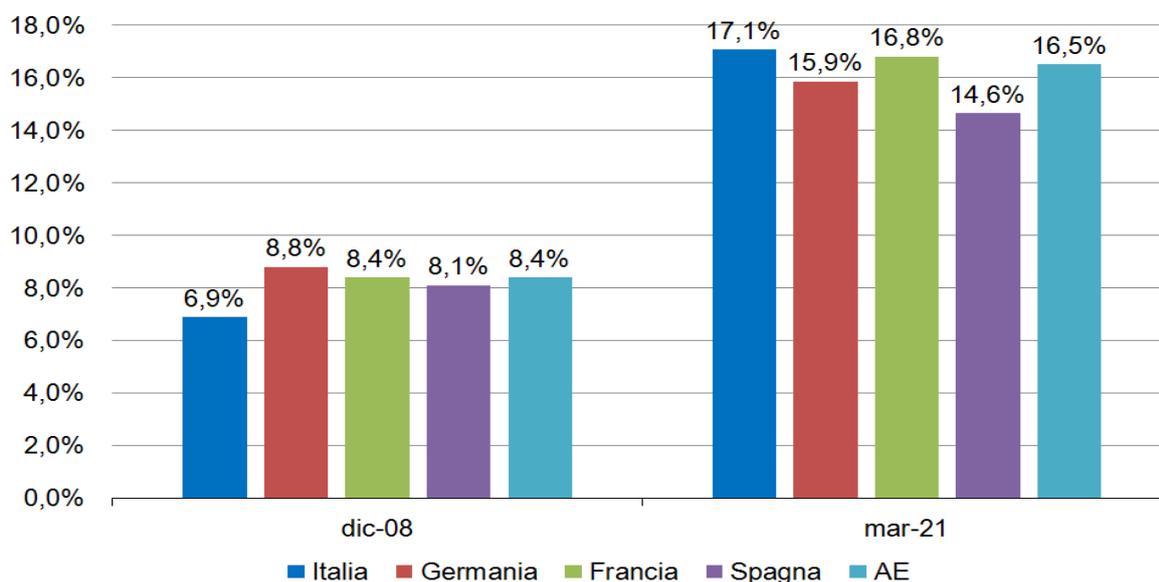
La prospettiva a breve termine

Alla luce di quanto avvenuto nel 2020 e nella prima metà del 2021 è interessante provare a capire se il sistema bancario nazionale è preparato a sostenere l'economia nazionale nei prossimi trimestri, a prescindere dalle misure di stimolo di governi e banche centrali. Infatti, nei precedenti recenti episodi di crisi economica la reazione del sistema bancario è stata molto negativa, producendo un credit crunch che ha rallentato l'emersione dell'economia nazionale dalla gola del ciclo. Si pensi, ad esempio, che lo stock di impieghi vivi (cioè al netto delle sofferenze) alle imprese è diminuito di 265 miliardi tra il picco del gennaio 2009 e il minimo del dicembre 2019. Per dieci anni, quasi senza soluzione di continuità, sono state più le risorse fluite dalle imprese alle banche che quelle che hanno seguito la direzione opposta. La riduzione del credito alle imprese si è arrestata solo con l'avvio della crisi da Covid-19, quando sono state attivate le misure straordinarie di sostegno. Quindi, alla luce di un rapporto negativo tra banche e imprese durato circa un decennio, diventa importante capire se le banche abbiano oggi una situazione di partenza che consenta loro di affiancare il sistema economico nella fase di ripresa.

Il primo indicatore esaminato è il tier1 ratio⁴, grafico 5. Dal confronto dei dati di fine 2008 e del primo trimestre 2021 emergono due importanti differenze: la prima è che gli indici sono adesso molto più elevati rispetto a tredici anni fa, testimoniando una maggior robustezza delle banche; la seconda è che il livello di patrimonializzazione delle banche italiane è ora mediamente più elevato della media dell'Area euro e anche dei valori espressi dai sistemi bancari spagnolo, francese e tedesco. Quindi, se nel 2008, prima della crisi sub-prime, il tier1 ratio delle banche italiane risultava inferiore rispetto alle banche degli altri grandi Paesi europei rendendo le banche italiane più fragili, adesso il più alto livello di patrimonializzazione pone il sistema bancario italiano in una situazione di forza non solo rispetto alla precedente crisi, ma anche nei confronti degli altri sistemi creditizi. Questa è una fondamentale differenza rispetto a quanto osservato tredici anni fa.

⁴ Si è scelto il Tier1 ratio invece del CET1 ratio perché la BCE fornisce una serie storica temporalmente più estesa, utile per il confronto presentato nel grafico.

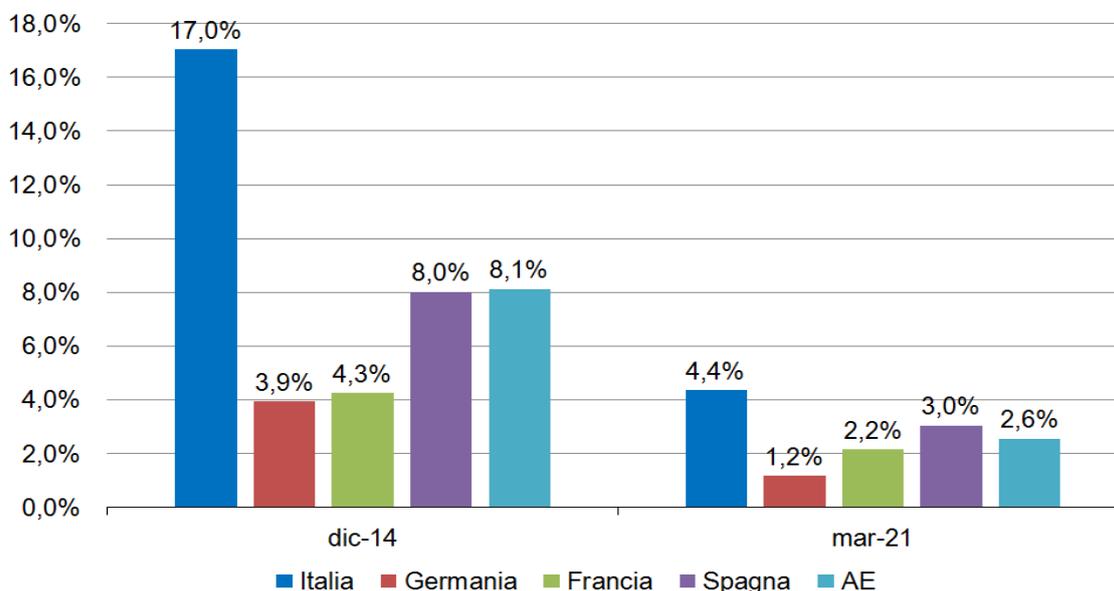
Grafico 5. Tier 1 ratio, valore in percentuale



Fonte: elaborazione su dati Banca Centrale Europea.

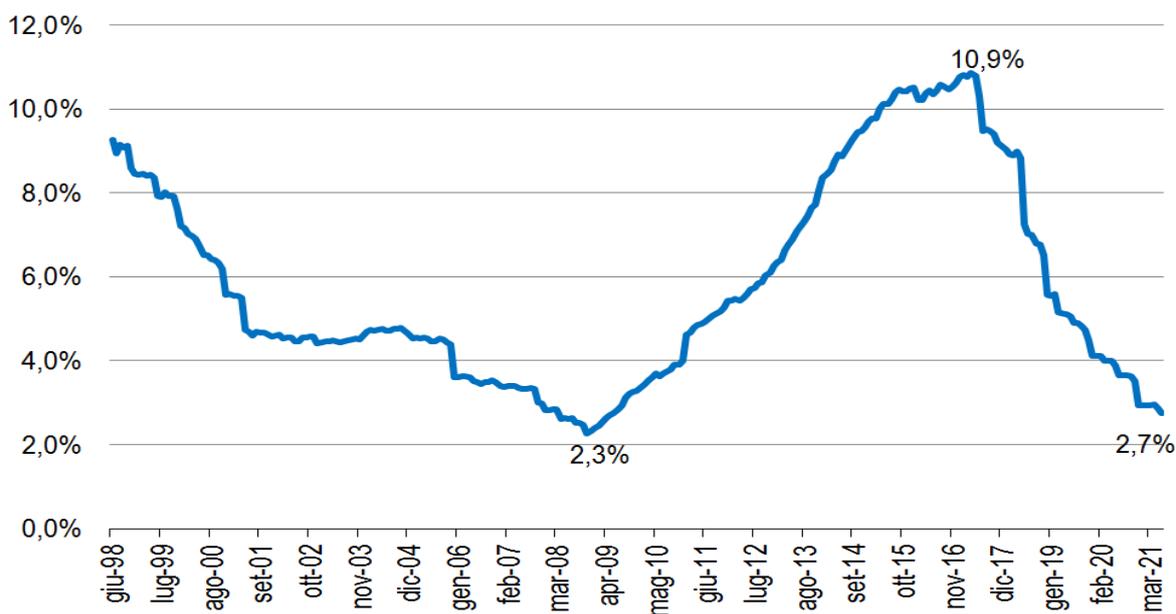
L'altra questione chiave riguarda la rischiosità del credito. Un livello di patrimonio più elevato permette di affrontare con minori difficoltà l'emersione dei crediti problematici, ma partire da una situazione di rischio moderata può aiutare il sistema bancario ad affrontare meglio la fase di ripresa. Per capire quale sia l'attuale situazione della rischiosità si presentano due grafici. Il grafico 6 confronta la situazione del rapporto NPL lordi su prestiti lordi a fine 2014, primo dato disponibile, e nel primo trimestre 2021, ultimo dato pubblicato dalla BCE. In questo caso, pur rimanendo una situazione lievemente peggiore per il sistema bancario italiano, si nota il netto miglioramento rispetto a fine 2014. Infatti, ad inizio 2021 il *ratio* NPL/prestiti calcolato per il sistema italiano è stato di 1,8 punti superiore a quello dell'Area euro (4,4% vs 2,6%), mentre a fine 2014 tale differenza era quasi 5 volte più grande, pari a 8,9 punti (17,0% vs 8,1%). Questo dato evidenzia il notevole impegno del sistema bancario italiano nella riduzione dello stock di crediti deteriorati in bilancio. L'indicatore per il sistema italiano, tra l'altro, è al di sotto della soglia del 5%, indicata implicitamente dall'EBA come un livello di sicurezza, tant'è che questa autorità richiede informazioni più dettagliate ai gruppi bancari che superano questo valore.

Grafico 6. NPL lordi in percentuale dei prestiti lordi



Fonte: elaborazione su dati Banca Centrale Europea.

Grafico 7. Sofferenze lorde in percentuale dei prestiti lordi



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

Per avere un'ottica di più lungo periodo, il grafico 7 mostra il rapporto tra sofferenze lorde e impieghi lordi per il sistema bancario italiano a partire da giugno 1998. Anche questo dato fa emergere la rapida e ampia riduzione delle sofferenze nei bilanci bancari delle banche italiane. L'ultimo dato disponibile, giugno 2021, è pari al 2,7%, più di 8 punti inferiore al picco registrato a inizio 2017, e paragonabile al livello con il

quale il sistema bancario si presentò all'avvio delle crisi sub-prime e del debito sovrano.

Conclusioni

Le indicazioni emerse da questa analisi sono duplici: da un lato si è osservato che le misure varate per fronteggiare la crisi economica hanno prodotto effetti positivi sul settore bancario, stimolando l'erogazione di credito, soprattutto alle imprese, dopo anni di credit crunch, e sterilizzando del tutto gli effetti negativi sulla rischiosità; dall'altro lato, dai dati si evince che la situazione di robustezza del sistema bancario italiano è decisamente migliore oggi, non solo rispetto alla condizione pre-crisi subprime, ma anche rispetto a quella di altri sistemi bancari europei.

Il sistema bancario italiano ha oggi la robustezza per poter supportare l'economia nel rilancio post pandemia. Ora è il momento di trasformare delle buone premesse in realtà.

5. La finanza pubblica

L'azione di governo.

Approvata la legge di bilancio 2021, nella prima parte di quest'anno l'azione di governo si è sostanzialmente sviluppata lungo due binari: fronteggiare le conseguenze sanitarie dell'emergenza epidemiologica ancora in atto, mitigando al contempo l'impatto negativo sull'economia delle nuove misure di contenimento adottate, e definire il programma di rilancio economico-sociale del Paese, elaborando il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), condizione necessaria per accedere alle risorse mobilitate a livello europeo con il programma Next Generation EU (NGEU).

Per quanto riguarda il primo filone d'azione, il governo ha varato due nuovi decreti-legge - il Dl 41/2021 e il Dl 73/2021, cosiddetti "Sostegni" - che, in linea con la passata "legislazione d'emergenza anti-Covid", si concentrano su tre obiettivi principali: sanità, integrazione dei redditi dei lavoratori e sostegno alle imprese. Il peggioramento dei conti pubblici atteso è di circa 71 miliardi di euro concentrati su quest'anno, riconducibile per lo più ad un incremento delle spese (circa l'88 per cento al maggior deficit atteso quest'anno).

Per la sanità le maggiori risorse attivate servono, per la gran parte, a rafforzare la campagna vaccinale e a dotare la struttura commissariale di risorse adeguate a contrastare la diffusione dell'epidemia. In materia di lavoro, oltre a rafforzare il sistema di tutela e prorogare le prestazioni straordinarie dirette ai lavoratori e/o alle

famiglie più svantaggiate⁵, si definisce il percorso di graduale superamento della “causale covid-19” e del divieto di procedere a licenziamenti. In particolare, il divieto di licenziamento per le imprese assicurate con la Cassa integrazione ordinaria (CIGO) è posticipato, a differenza delle altre, al 30 ottobre di quest’anno, a condizione che non usufruiscano secondo le procedure ordinarie delle stesse prestazioni. In tali casi, il divieto è esteso a fine anno, come per le altre.

Tra i diversi interventi a favore delle imprese, infine, il più significativo dal punto di vista degli importi coinvolti è l’erogazione di nuovi contributi “a fondo perduto”, il cui costo complessivo per il bilancio, secondo le valutazioni ufficiali, è pari a 23 miliardi di euro⁶. Rispetto alle precedenti versioni,

Per quanto riguarda la strategia di medio-lungo periodo, con il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) il governo si pone l’ambizioso obiettivo di affrontare le criticità strutturali dell’economia italiana (vulnerabilità ai cambiamenti climatici, squilibri sociali e territoriali esistenti e bassa produttività) e dare una risposta ai rilievi critici mossi al nostro paese in ambito europeo nell’ultimo biennio (mercato del lavoro, durata dei processi civili e contrasto della corruzione, digitalizzazione della pubblica amministrazione, risanamento del sistema bancario ecc.).

Elaborato coerentemente alle indicazioni comunitarie, il PNRR si sviluppa lungo tre assi strategici (Digitalizzazione e innovazione, transizione ecologica e inclusione sociale) e si articola in sei principali linee di intervento, le cosiddette Missioni, che delimitano in modo più generale e omogeneo le singole aree o priorità su cui si intende intervenire, prefigurando al contempo il “pacchetto” di programmi (“investimenti” e “Riforme”) a cui si intende ricorrere⁷. Oltre alle specifiche finalità, le sei Missioni ne condividono altre tre comuni o “trasversali”, in corrispondenza dei tre ritardi storici che affliggono il Paese e che si intende “correggere”: i divari generazionali, di genere e territoriali. Il raggiungimento dell’obiettivo richiede una coerente allocazione delle risorse complessive (almeno il 40% delle risorse del PNRR devono essere destinati al

⁵ Tra i primi ricordiamo l’estensione della Cassa integrazione straordinaria alle imprese che stanno per chiudere ma che possono essere rilanciate da nuovi soggetti acquirenti, l’ampliamento della platea che può accedere al Contratto di espansione (o di solidarietà espansiva) e l’introduzione del Contratto di rioccupazione, che consente alle imprese che assumano lavoratori disoccupati di beneficiare per sei mesi di uno sgravio integrale dei contributi previdenziali. Tra i secondi, il rifinanziamento di nuove mensilità dell’indennità (“una tantum”) per i lavoratori cosiddetti marginali (stagionali, intermittenti e venditori a domicilio o attivi in settori particolarmente colpiti dalla crisi) e del Reddito di emergenza.

⁶ Si tratta di contributi destinati ai titolari di partita IVA che svolgono attività d’impresa, arte o professione e di reddito agrario, il cui fatturato (o corrispettivi) siano stati inferiori a 10 milioni di euro nel 2019 e che hanno subito negli ultimi mesi una predefinita riduzione dei “ricavi”. L’importo, differenziato sulla base della dimensione d’impresa, ossia dell’ammontare dei relativi “ricavi” e della perdita effettivamente registrata, non può essere inferiore a mille o a duemila euro, rispettivamente per le persone fisiche e quelle giuridiche, e non superiore a 150.000 euro. Il “Sostegni-bis”, inoltre, introduce un nuovo contributo, non basato sulla perdita dei ricavi, ma sull’eventuale peggioramento del risultato economico d’esercizio verificatosi tra il 2019 e il 2020 (come specificato nella dichiarazione dei redditi) e che sarà erogato nella seconda metà dell’anno, al netto dei contributi già ricevuti.

⁷ Le Missioni del PNRR sono: 1) Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura, 2) Rivoluzione verde e transizione ecologica, 3) Infrastrutture per una mobilità sostenibile, 4) Istruzione e ricerca, 5) Inclusione e coesione e 6) Salute.

Mezzogiorno) e l'adozione di strumenti di intervento, scelti a secondo dell'impatto che possono avere nel riequilibrio dei divari (ad esempio, incentivando l'assunzione di giovani e di donne). Il PNRR, la cui implementazione richiede la messa a punto di un complesso sistema di governance necessario alla realizzazione dei singoli interventi e al loro coordinamento, monitoraggio e controllo, mobilita complessivamente 235,6 miliardi di euro⁸. Di tale ammontare 205 miliardi di euro sono di fonte europea e per il 40,2%, pari a oltre 82 miliardi, costituiti da "sovvenzioni" o trasferimenti gratuiti. La parte rimanente del totale PNRR (30,6 miliardi di euro) è costituita da risorse "nazionali", che confluiscono nel cosiddetto Fondo complementare, con cui si intende finanziare ulteriori interventi strategici con la finalità di accrescere l'impatto complessivo del PNRR. Tali interventi, ricompresi nel Piano nazionale per gli investimenti complementari, sono stati specificati nel Dl. 59 del 6 maggio 2021, convertito nella L. 101/2021, insieme al corrispondente ammontare di risorse dedicato.

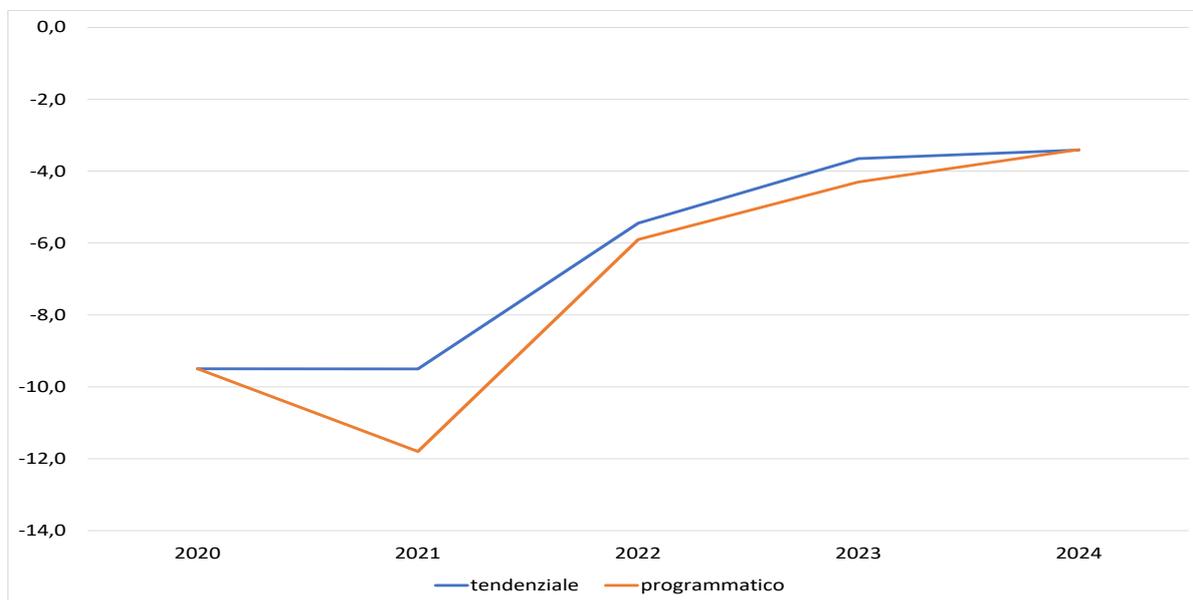
Le previsioni di finanza pubblica.

Le ultime previsioni ufficiali di finanza pubblica disponibili sono quelle contenute nel Documento di economia e finanza 2021 (DEF 2021). In quella sede, il governo ha presentato due scenari di previsione dei conti pubblici: il "tendenziale (o a legislazione vigente)" e, limitatamente ai soli saldi rilevanti, il programmatico. Il primo scenario è elaborato considerando oltre agli effetti della legge di bilancio 2021, quelli derivanti dal primo dei decreti "Sostegni" e dall'utilizzo delle risorse europee del PNRR. In quello programmatico, invece, si considerano anche gli effetti attesi dal secondo decreto "Sostegni", dalla definizione e implementazione del Fondo complementare al PNRR, dal rifinanziamento delle cosiddette "politiche invariate" e a non ben definiti interventi di "correzione" nel 2024.

Nello scenario tendenziale, i conti pubblici nei prossimi 4 anni registrerebbero un deciso miglioramento. Il *deficit* (indebitamento netto) si manterrebbe stabile quest'anno al 9,5 per cento del PIL e si ridurrebbe a partire dal prossimo fino ad attestarsi sul 3,4 per cento del PIL nel 2024. In quello programmatico, invece, il deficit della PA si manterrebbe per il primo triennio di previsione al di sopra di quello tendenziale. In particolare, nel 2021 anziché ridursi, il deficit continuerebbe ad aumentare (di 2,3 punti percentuali) fino a toccare l'11,8 per cento del PIL, mentre si manterrebbe nel 2022-2023 più alto di quello tendenziale rispettivamente di 0,5 e 0,6 punti percentuali di PIL.

⁸ Nella valutazione dell'impatto del Piano sull'economia e sui conti pubblici del nostro Paese occorre considerare che non tutte le maggiori spese sono "addizionali", dato che in parte le risorse mobilitate verrebbero utilizzate per il finanziamento di programmi e interventi già previsti dalla "legislazione vigente". Gli interventi "addizionali" previsti ammontano secondo le indicazioni disponibili, a 166,5 miliardi di euro, pari al 70,7 per cento delle maggiori risorse mobilitate.

Grafico 8. Le previsioni ufficiali di finanza pubblica (indebitamento netto in % del PIL)

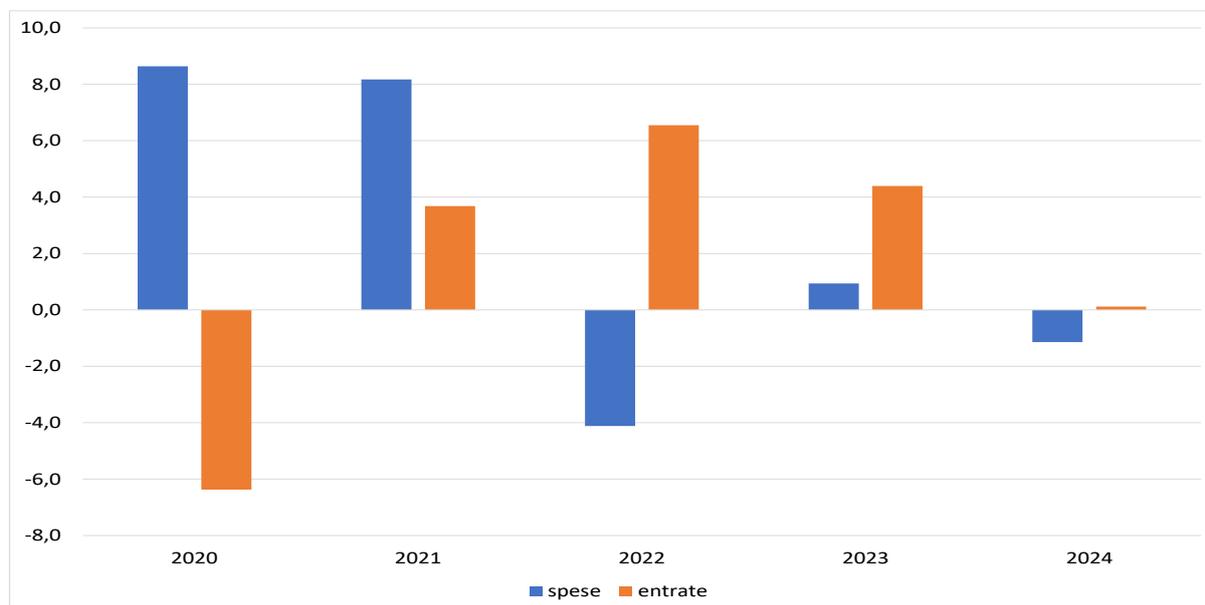


Fonte: DEF 2021

Con riferimento allo scenario programmatico, abbiamo provato a ricostruire un quadro più disaggregato dei conti pubblici⁹. Secondo la nostra ricostruzione, quest'anno l'indebitamento netto si conferma su un valore elevato a causa della dinamica delle spese che si mantiene sostanzialmente in linea con quella dello scorso anno (Grafico 9). Le entrate, a loro volta, invertono la propria tendenza e dopo la riduzione dello scorso anno sono previste crescere di circa il 4 per cento. Nel 2022-2023 il miglioramento dei conti è da attribuire ad entrambe le componenti. Le spese sono previste ridursi nel 2022 del 4,1 per cento e mantenersi sostanzialmente stazionarie nel biennio seguente. Le entrate sono previste crescere ad un tasso medio annuo del 5,5 per cento nel biennio 2022-2023 e rimanere sostanzialmente stazionarie nel 2024.

⁹ Abbiamo corretto il quadro tendenziale dei conti della PA presentato nel DEF 2021 per gli effetti attesi (secondo le valutazioni contenute nelle relative Relazioni tecniche) del "Sostegni-bis" e del Fondo complementare al PNRR e ipotizzato che la correzione dei conti prefigurata per il 2024 agisca solo dal lato della spesa. Si segnala che nel quadro che abbiamo ottenuto in tal modo, l'indebitamento netto nel 2023 risulta inferiore di un decimo di punto percentuale di PIL rispetto a quello riportato nel DEF 2021 e che la correzione dei conti prefigurata vale mezzo punto di PIL, poco più di 10 miliardi di euro, ripartiti in modo proporzionale tra spese correnti e in conto capitale.

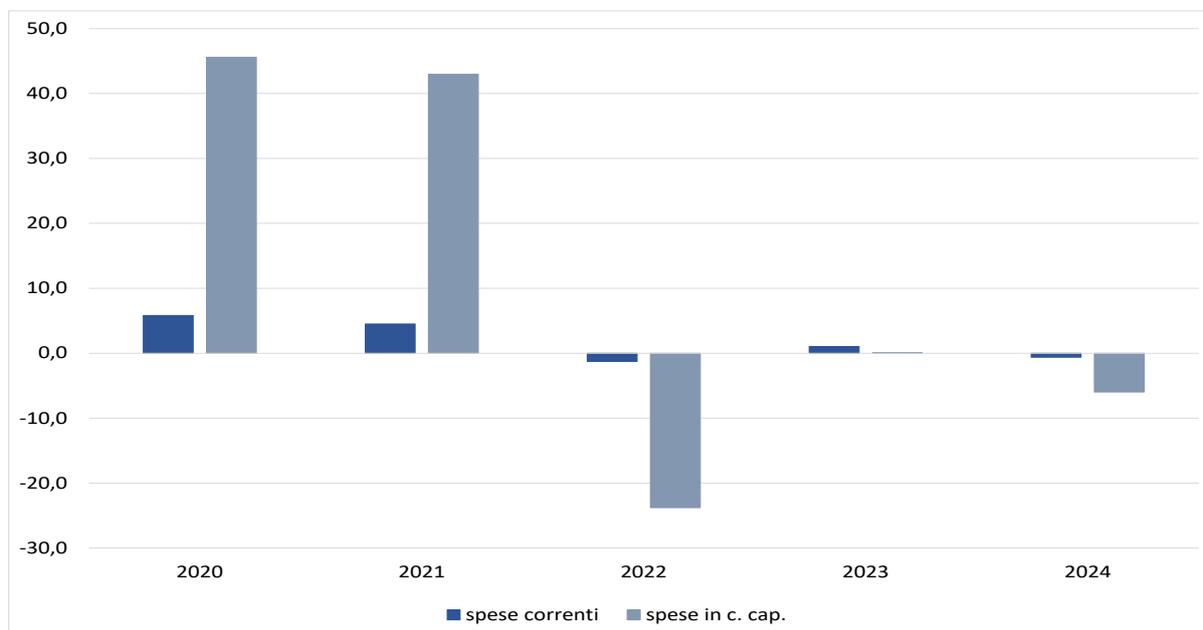
Grafico 9. Lo scenario programmatico: dinamica di entrate e spese
(tassi di variazione; valori in %)



Fonte: elaborazioni CER su dati ufficiali

Infine, scendendo ancora più nel dettaglio, nel Grafico 10 abbiamo scomposto la dinamica delle spese tra correnti e in conto capitale. Mentre nel 2021 entrambe le componenti di spesa crescono sostanzialmente in linea con la dinamica precedente, l'anno seguente, con il venir meno dell'impatto delle misure "straordinarie" adottate per contenere le conseguenze sanitarie, economiche e sociali dell'epidemia, entrambe si riducono: le spese correnti dell'1,3 per cento, mentre quelle in conto capitale del 23,8 per cento. Dopo un andamento sostanzialmente stazionario, nel 2024 le spese mostrano una tendenza alla riduzione, più pronunciata per quelle in conto capitale.

Grafico 10. Lo scenario programmatico: dinamica delle componenti di spesa
(tassi di variazione; valori in %)



Fonte: elaborazioni CER su dati ufficiali

L'evoluzione dei conti pubblici italiani sarà dettagliata nelle prossime settimane con la pubblicazione della Nadef. Tuttavia, la tendenza attesa dal Governo non potrà che confermare l'obiettivo di ridimensionare l'ampio deficit registrato nel biennio 2020-21, portandolo entro il 2024 su valori prossimi al 3 per cento del PIL. L'entità della riduzione del deficit è cospicua, e tuttavia essa appare alla portata subordinatamente al verificarsi di tre condizioni: la prima è rappresentata dalla fase di crescita robusta in corso e attesa, e dai suoi effetti sull'andamento delle principali voci del bilancio; la seconda è la conclusione della fase di misure straordinarie che sono state varate temporaneamente per contrastare la crisi del Covid-19, e che già nella legislazione vigente sono attese esaurirsi prevalentemente entro quest'anno; la terza è che la correzione dei conti sia di fatto meno onerosa di quanto traspare dalla valutazione dei saldi tout court, in quanto fra le fonti di entrata vi sarebbero i trasferimenti del Ngeu.

Nel complesso, quindi, si tratta di un quadro la cui realizzazione è strettamente legata a uno scenario di crescita, sostenuta dalla capacità dell'Italia di utilizzare al meglio le risorse europee di cui beneficeremo nei prossimi anni, e di realizzare processi di riforma in grado di innalzare effettivamente il tasso di crescita dell'economia. Questo evidentemente espone la finanza pubblica italiana ai rischi che potrebbero derivare tanto da un quadro dell'economia globale meno positivo nei prossimi tre anni, quanto da una efficacia delle riforme annunciate in termini di crescita minore rispetto alle attese.



www.cnel.it