



---

**CONFCOMMERCIO**  
IMPRESE PER L'ITALIA

# NOTE SULLA CONDIZIONE ECONOMICA DELL'ITALIA DOPO LA PANDEMIA

**ASSEMBLEA 2021**

Ufficio Studi Confcommercio

29 settembre 2021





**CONFCOMMERCIO**  
IMPRESE PER L'ITALIA

Roma, 29 Settembre 2021  
Auditorium Conciliazione

Il rapporto è stato redatto con le informazioni disponibili al 24 settembre 2021 da Mariano Bella, Luciano Mauro e Livia Patrignani – Ufficio Studi Confcommercio.

© 2021 Confcommercio-Imprese per l'Italia

Seguici su Twitter: @USConfcommercio #USC #confcommerciocè #assemblea2021

## Indice

Sommario	1
1. Una ripresa più forte delle attese, ma i nodi strutturali restano	1
2. La brillante congiuntura...	2
3. ...dentro <i>performance</i> deludenti di più lungo termine	3
4. PIL potenziale e consumi	7
5. Il quadro macroeconomico e la finanza pubblica	10
6. Non va trascurato il pericolo inflazione	12
7. La fiducia di imprese e famiglie ripiega rispetto ai valori massimi	15



## Sommario

La ripresa dell'economia italiana è più intensa delle attese, ma la spinta data dal rimbalzo post-pandemico, da sola, non è ancora sufficiente a garantire prospettive di crescita robusta, diffusa e duratura. Sulla crescita lenta di lungo periodo e sull'attuale fase di riavvio del ciclo espansivo pesano, infatti, anche le debolezze strutturali della nostra economia, in particolare gli eccessi di fisco e burocrazia e i deficit nelle infrastrutture, nell'istruzione e nella giustizia.

Tra il 1995 e il 2019 il Pil reale pro capite del nostro Paese è cresciuto dello 0,6% medio annuo, mentre in Germania è cresciuto dell'1,4%. Ma, dalla fase più drammatica della crisi pandemica a oggi, l'economia italiana ha avuto una maggiore accelerazione, grazie prima alla corsa della manifattura e oggi allo sprint dei servizi di mercato.

In questo scenario, le nostre previsioni macroeconomiche per il 2021 e 2022 sono: PIL +5,9% e +4,3%, consumi +4,9% e +3,5%, occupati +1,3 milioni e +965mila.

Nel complesso, il biennio 2021-22 dovrebbe portare al pieno recupero della perdita di PIL subita nel corso della pandemia, anche se questo non consentirà di tornare sui livelli massimi del 2007. Obiettivo ancora lontano e per il cui raggiungimento sarà di fondamentale importanza utilizzare al meglio le risorse di Next Generation EU e le azioni previste dal PNRR.

Sul prossimo futuro c'è, inoltre, l'incognita rappresentata da possibili pressioni inflazionistiche, con prezzi che crescerebbero dell'1,9% medio nell'anno in corso e di oltre il 3% nel 2022. Ciò ridurrebbe il potere di acquisto, e quindi i consumi, delle famiglie, incidendo negativamente sulla ripresa.

Oggi il *sentiment* delle famiglie, su livelli storicamente molto elevati, è prevalentemente determinato dalle sensazioni riguardo al buon andamento dell'economia in generale, mente stenta a migliorare sia la percezione della propria condizione sia l'aspettativa sul futuro. Le incertezze non mancano.

Per le imprese, l'ottimismo sembra legato alle buone condizioni per la prosecuzione del ciclo di investimenti: questa appare una buona premessa per realizzare la necessaria complementarità tra investimenti pubblici, sviluppati dalle risorse europee di NGEU, e investimenti privati.

Famiglie e imprese sono, comunque, concordi nel ritenere l'aumento delle tasse, la perdita di posti di lavoro e l'aumento dei prezzi i principali ostacoli al consolidamento della ripresa economica.

### 1. Una ripresa più forte delle attese, ma i nodi strutturali restano

La ripresa dell'economia italiana è più intensa delle attese. La media delle previsioni sulla variazione del prodotto lordo si collocava attorno al 4% nello scorso mese di marzo. Oggi è ben radicata tra il 5,6% e il 6%. Secondo alcuni potrebbe andare anche oltre il limite superiore di quest'intervallo.

Nelle economie più avanzate, l'elemento di straordinaria novità che ha consentito di affrontare con successo l'emergenza sanitaria ed economica è rappresentato dallo sviluppo di alcuni vaccini a mRNA e vettore virale, approvati dalle agenzie regolatorie dei farmaci tra il dicembre 2020 e il marzo 2021.

L'avvio nel febbraio scorso delle campagne vaccinali sulla popolazione, secondo un calendario cadenzato per le classi di età, ha gradualmente ampliato la percentuale di persone immunizzate, che dovrebbe raggiungere nei principali paesi europei il livello di circa l'80% entro l'inizio del prossimo autunno.

Questo mutato scenario ha consentito una marcata riduzione delle restrizioni alla libertà di movimento connesse al *lockdown*, consentendo l'avvio di un ciclo espansivo, che sta assumendo connotati di robustezza e intensità mai sperimentati nel passato. Quanto durerà dipende dalla realizzazione del processo di riforme-investimenti che i fondi europei sono in procinto di innescare. Al di là delle connotazioni green e digitali, si tratta di un'azione che l'Italia avrebbe dovuto intraprendere già vent'anni fa, per aggiustare i propri difetti strutturali, a tutti ben noti.

Oggi, il giustificato entusiasmo di osservatori privilegiati, esperti e interlocutori istituzionali tende anche a coprire una diffusa paura (che condividiamo): dopo la fiammata potrebbe esserci il ritorno ai tiepidissimi ritmi di non-crescita sperimentati nel passato. In fondo, una sintesi estrema ma efficace del senso di tutto il PNRR è in un obiettivo specifico: passare da una crescita del PIL potenziale italiano dello 0,6% annuo a una variazione strutturale attorno all'1,4% o, sperabilmente, anche di qualche decimo superiore. Certo, in modo sostenibile e inclusivo: ma di questo si tratta.

## 2. La brillante congiuntura...

La produzione industriale, dalle attività estrattive alle costruzioni, che aveva chiuso il 2020 con una contrazione di oltre il 10%, mostra nel primo semestre dell'anno in corso una crescita di oltre il 23% rispetto al corrispondente periodo del 2020, determinato dallo straordinario risultato del secondo trimestre, un incremento che sfiora il 38% nel confronto su base annua.

Una grande performance delle imprese manifatturiere italiane che sopravanza sorprendentemente il modesto risultato delle omologhe tedesche, tanto per fare un confronto di qualche rilievo, in recupero solo parziale nel corso del primo semestre dell'anno (+6,2% tendenziale) della contrazione produttiva superiore all'8% sofferta nel corso del 2020.

Parimenti, l'indicatore primario che misura il ciclo economico, vale a dire il PIL reale trimestrale, evidenzia una crescita congiunturale nel secondo trimestre 2021 del 2,7%, una sorta di risultato record. Per ritrovare un'anomalia altrettanto positiva occorre risalire indietro di ben ventiquattro anni, fino al quarto trimestre 1997, quando la crescita su base trimestrale si attestò al +1,7%, un dato comunque inferiore di un punto percentuale.

Naturalmente, una variazione congiunturale positiva della descritta intensità nel secondo trimestre 2021 si traduce in un incremento tendenziale altrettanto eclatante, +17,3%, ancora insufficiente, tuttavia, a riportare il livello del PIL reale trimestrale sui valori antecedenti alla pandemia.

Questi riscontri numerici si possono così sintetizzare: se è vero che fatto 100 il PIL del quarto trimestre 2019 in Italia e Germania, nel secondo quarto di quest'anno l'Italia si colloca a 96,2 e i tedeschi raggiungono 96,7, è altrettanto vero che dal momento più drammatico della crisi pandemica l'Italia è cresciuta del 17,3% e la Germania del 9,4%. L'accelerazione e la resilienza della nostra economia sono state notevoli, e in tutte le componenti, con una poderosa staffetta in cui l'industria ha fatto la prima frazione e i servizi stanno completando la gara per tornare ai livelli pre-crisi.

### 3. ...dentro *performance* deludenti di più lungo termine

Il tema è proprio questo. L'Italia corre per tornare al punto di partenza, al 2019. Prevediamo, con grande cautela, una crescita al 5,9% nel 2021 che proseguirebbe al 4,3% il prossimo anno. Con questi numeri, nell'estate prossima recupereremo i livelli pre-crisi. Ma nel 2019, il nostro prodotto pro capite, calcolato ai prezzi del 2020, era di 1.711 euro inferiore ai massimi del 2007. Quindi siamo ingaggiati nella prossima partita: recuperare quel PIL perduto. E poi, ancora, ci aspetta il grande vero torneo: quello della crescita futura.

La spinta data dal rimbalzo post-pandemico da sola certamente non garantirà che si possa magicamente avviare un percorso di sviluppo futuro robusto e inclusivo, generatore di benessere per molti e possibilmente per tutti.

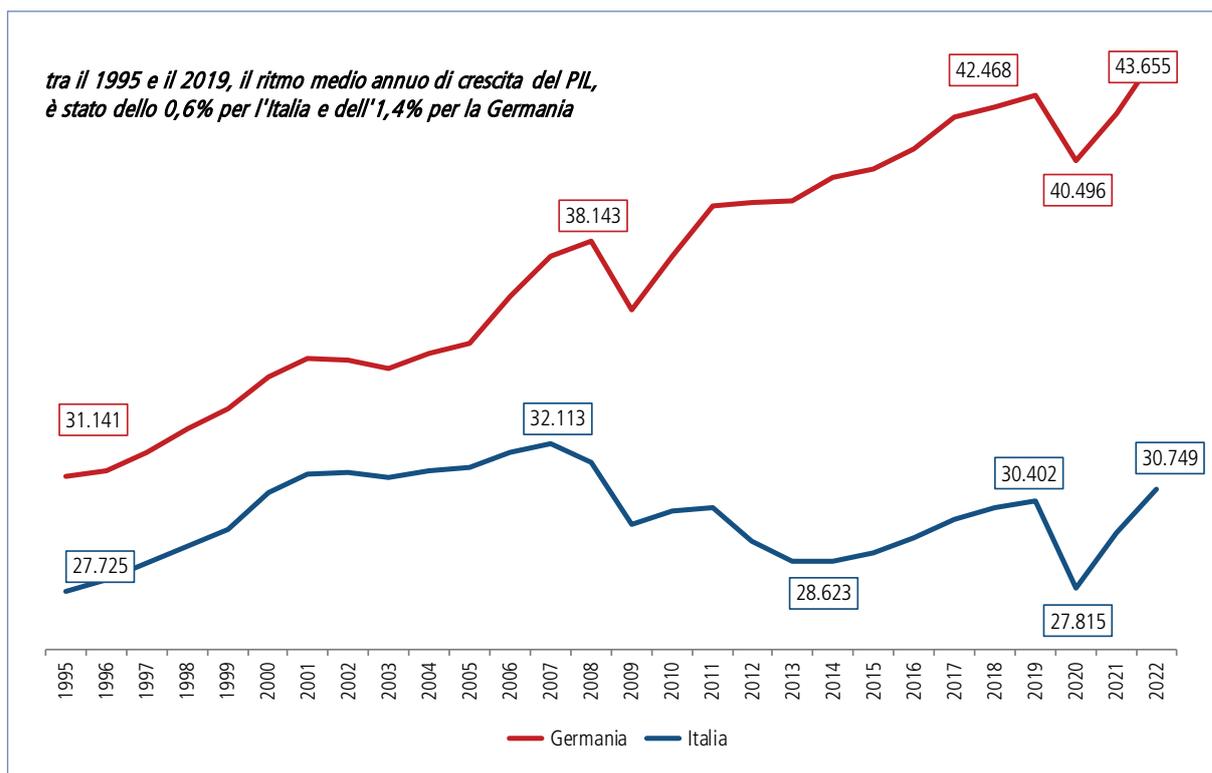
Sullo sfondo, infatti, oltre ai problemi contingenti connessi alle scorie da shock pandemico ancora presenti nel flusso circolare dell'economia, restano le debolezze strutturali del nostro sistema produttivo che, come facilmente desumibile da un'analisi di lungo periodo, ha progressivamente accumulato ritardi e un ritmo di crescita assolutamente insufficiente e non in linea con quello dei nostri principali partner europei.

La figura 1, infatti, per continuare l'analisi comparata, mostra con lampante evidenza, il progressivo allargamento del divario del PIL reale pro capite tra Germania e Italia, a danno della seconda.

Il profilo dinamico divergente delle due curve è determinato dalla differente velocità con la quale si è mosso il PIL reale pro capite nei due Paesi: un modesto +0,6% medio annuo per l'Italia, contro un ritmo più che doppio per la Germania (+1,4% medio annuo).

Se ancora alla metà degli anni novanta del secolo scorso, essendo il 1995 l'anno iniziale delle serie storiche utilizzate per il confronto, il differenziale in livello del PIL pro capite tra Germania e Italia era contenuto entro poco più di 3.400 euro, per cui un cittadino tedesco vantava un prodotto per abitante superiore del 12,3% rispetto a un italiano, tale divario, nell'arco del successivo quarto di secolo, si è quasi quadruplicato.

Fig. 1 – Italia vs Germania: PIL pro capite in euro del 2020



Elaborazioni Ufficio Studi Confindustria (USC) su dati Istat, Commissione Europea-AMECO e FMI.

Nel 2019, prima della pandemia, si è attestato a poco più di 12mila euro (39,7% in più a favore dei tedeschi). Un gap che si è addirittura accresciuto nel 2020, in piena pandemia, a quasi 12.700 euro.

Secondo le nostre previsioni, alla fine del periodo il divario a vantaggio della Germania in termini di prodotto per abitante risulterà prossimo a sfiorare i 13mila euro.

L'Italia si attesterà a poco meno di 31mila euro, recuperando sostanzialmente la posizione pre-pandemia del 2019 (che, in realtà, è la stessa del 2011), ma sensibilmente al di sotto del picco degli oltre 32mila euro registratosi nel 2007, che resta un traguardo ancora da raggiungere.

Non c'è dubbio che le irrisolte fragilità strutturali del nostro sistema-Paese, sintetizzate da una crescita assolutamente insufficiente della produttività multifattoriale – che incorpora il contributo del progresso tecnico e dei miglioramenti nella conoscenza e nell'efficienza dei processi produttivi e che tiene conto contemporaneamente di tutti i fattori utilizzati, della loro combinazione e dei loro legami, compresa l'efficienza della P.A. in funzioni vitali come l'amministrazione della giustizia e l'erogazione dei servizi a famiglie e imprese – abbiano pesato in misura preponderante nella fase di riavvio di un ciclo espansivo, come testimoniato dalla lunga storia raccontata nella figura 1.

Occorre anche considerare che la necessità di correggere gli squilibri di finanza pubblica, a causa del nostro elevato debito pubblico, con l'adozione di politiche di consolidamento di bilancio imposte in sede europea dall'approvazione del *fiscal compact* e dall'introduzione dell'obbligo costituzionale del pareggio di bilancio in termini strutturali, ha ridotto al minimo le risorse disponibili per il sostegno alle imprese nella fase di uscita dalla recessione, per facilitarne la riconversione o l'ampliamento della

capacità produttiva mediante robusti contributi agli investimenti. Anzi, ad ulteriore peggioramento del contesto ciclico, la severa *due diligence* sui conti pubblici ha costretto i Governi nazionali a limitare, per esigenze indifferibili di contenimento e riduzione del disavanzo, secondo i percorsi di volta in volta concordati con la Commissione Europea degli Obiettivi di Medio Termine (OMT), la spesa in conto capitale, riducendo il flusso di investimenti lordi negli anni della doppia recessione approssimativamente di circa venti miliardi l'anno. Una contrazione che ha contribuito a deprimere ulteriormente il flusso complessivo degli investimenti, già totalmente insufficienti nell'ambito dei settori privati.

I gap strutturali di contesto – nella giustizia, nella burocrazia, nel fisco, nell'istruzione e nelle infrastrutture, per fare i principali esempi – determinano il profilo della curva evolutiva del PIL pro capite italiano tra il 2011 e il 2019 (fig. 1), che anziché procedere con un trend inequivocabilmente crescente come nel caso della Germania, subisce soprattutto tra il 2012 e il 2014 i contraccolpi negativi del nuovo forte rallentamento del ciclo internazionale, che si traduce in una nuova perdita di prodotto pro capite di oltre cinque punti percentuali.

Solo a partire dal 2015 si avvia un nuovo, ma modesto, ciclo espansivo che conduce appunto al 2019, anno nel quale si ritorna agli stessi livelli di prodotto per abitante del 2011, generandosi però come effetto indesiderato l'abnorme divario con l'omologo indicatore della Germania, un contesto di ulteriore debolezza che renderà più intensi e drammatici gli effetti recessivi determinati dalla pandemia nel corso del 2020.

Se questa è l'eredità della nostra storia economica dell'ultimo quarto di secolo, è lecito domandarsi come uscirà il nostro Paese da quest'ultima durissima recessione – la peggiore mai sperimentata dal termine del secondo conflitto mondiale e con una perdita di prodotto confrontabile come entità solo con quelle subite proprio negli ultimi due anni di guerra – che, peraltro, proprio per la sua genesi, è comunque così diversa da quella del 2009. Sotto questo profilo, un utile esercizio è quello suggerito dalla figura 2.

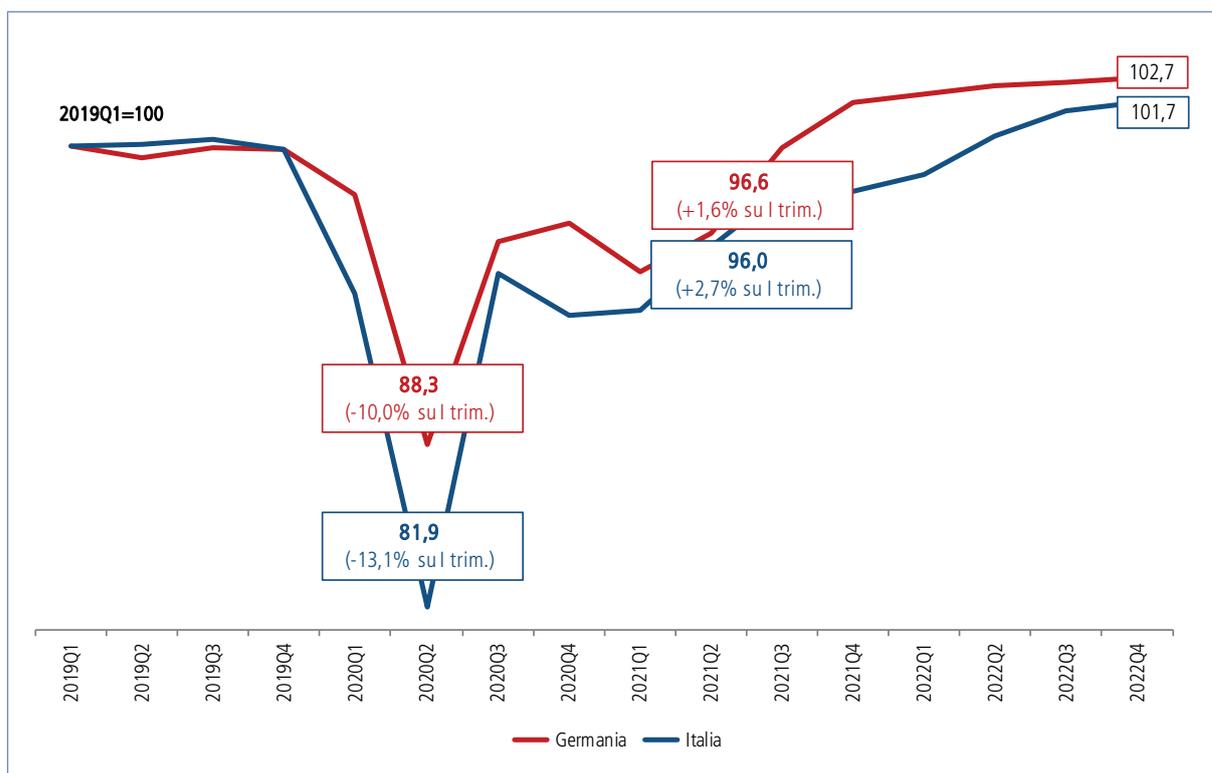
Fatto pari a 100 il PIL reale del primo trimestre del 2019, il profilo di crescita è molto simile per Italia e Germania per tutto il 2019, ma muta radicalmente nel corso dell'anno successivo, quello appunto della pandemia, con una caduta del prodotto lordo italiano ben più marcata di quello tedesco sia nel primo, ma soprattutto nel secondo trimestre del 2020, con una contrazione congiunturale del nostro PIL superiore al 13%, rispetto al 10% della Germania.

Le risalite nel trimestre successivo, con il provvisorio miglioramento della situazione pandemica, riflettono totalmente un rimbalzo statistico che recupera la contrazione precedente, per poi peggiorare nuovamente, soprattutto in Italia, con le flessioni congiunturali nel quarto trimestre 2020 (-1,8% contro il +0,7% della Germania), a causa della seconda ondata dei contagi.

Come detto, con l'avvio della campagna vaccinale e i successivi miglioramenti che hanno portato all'allentamento e all'eliminazione delle restrizioni alle libertà di movimento, il primo e

principalmente il secondo trimestre dell'anno in corso denotano l'avvio di un ciclo espansivo, con una crescita congiunturale nel secondo trimestre questa volta nettamente più intensa in Italia rispetto alla Germania (+2,7% e +1,6% rispettivamente), anche se occorre sottolineare che in termini di confronto con il primo trimestre del 2019, il PIL reale tedesco è ancora leggermente superiore al PIL reale italiano.

Fig. 2 – Tendenze recenti del PIL reale trimestrale  
dati destagionalizzati, indice 2019Q1=100



Elaborazioni USC su dati Istat, Eurostat, IFO Institut e FMI.

I dati ufficiali si fermano al secondo trimestre 2021. Abbiamo, tuttavia, provato ad ipotizzare come si delineerebbe il profilo dei due PIL a confronto, estrapolando il dato italiano con le nostre previsioni e quello tedesco con le previsioni del Fondo Monetario, aggiornate rispetto all'Outlook di aprile, diffuse il 27 luglio scorso.

Per la Germania, il FMI prevede che le dinamiche trimestrali si traducano in una crescita media annua di profilo più attenuato, del 3,6% nel 2021, con una variazione tendenziale nel quarto trimestre dell'anno del 4,9% rispetto al 2020, che ha consentito di ricavare per differenza, rispetto al livello del dato annuale, l'ammontare del PIL reale del terzo trimestre 2021. Per il 2022, la crescita annua del PIL tedesco ipotizzata dal FMI è pari al 4,1%<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Il dato del FMI per il 2022 è stato, poi, trimestralizzato in termini di crescite congiunturali riparametrando semplicemente le variazioni trimestrali del PIL tedesco previste per il 2022 nella survey dell'IFO Institut, risalente al giugno scorso (<https://www.ifo.de/en/publikatio->

Al di là dei profili di crescita annui dei due PIL, più dinamico quello italiano nel 2021, quasi simili nel 2022, ciò che conta, come mostra chiaramente la figura 2, sono i livelli di partenza che determinano il raggiungimento delle posizioni finali. In altri termini, con un semplice esempio, un livello iniziale di 100 che cresce del 3%, aumenta a 103; un livello iniziale di 80 che cresce del 6% si ferma poco al di sotto di 85. Il delta tra i due valori si riduce leggermente, ma resta sempre elevato

Ed è esattamente questa la situazione tra Germania (il 100) e l'Italia (l'80), per la quale, nel 2022, il PIL reale tedesco si attesterebbe su quota 102,7% denotando, pertanto, una crescita del 2,7% rispetto al primo trimestre 2019, mentre il PIL reale italiano, con variazioni trimestrali peraltro più contenute nel corso del 2021, raggiungerebbe al massimo il livello di 101,7%, vale a dire solo l'1,7% in più del primo trimestre 2019. Ciò significa che per il nostro Paese, il raggiungimento dell'obiettivo di recuperare il livello del PIL reale pro capite del 2007 appare ancora lontano. Per farlo, sarà, dunque, di fondamentale importanza utilizzare in modo efficiente e soprattutto efficace le risorse rese disponibili dai fondi NGEU e implementate nelle missioni e nei progetti del PNRR. Non c'è un piano B per tornare a crescere.

#### 4. PIL potenziale e consumi

La disponibilità di questo straordinario flusso di risorse da spendere per realizzare gli obiettivi fissati nel Piano Nazionale entro il 2026, può certamente consentire al nostro Paese di colmare molti dei gap strutturali che ostacolano il nostro percorso di sviluppo (efficienza della P.A., eccesso di burocrazia, sistema fiscale, sistema giudiziario ecc.).

Si tratta di ritardi che incidono sulla dinamica del PIL potenziale pro capite, cioè della produzione di ricchezza ottenibile al pieno impiego di risorse senza che ciò generi tensioni sui prezzi o sui salari e che presenta un collegamento di tutta evidenza con la spesa delle famiglie anch'essa in termini pro capite.

Come risulta dalla figura 3, per circa un quarantennio, dalla metà degli anni sessanta del secolo scorso fino alla metà della prima decade degli anni duemila culminata nel picco espansivo del 2007, la dinamica della spesa delle famiglie pro capite, calcolata in volume, ha sostanzialmente riflesso quella del PIL potenziale pro capite, anch'esso in volume. Le variazioni di quest'ultimo consentono di capire di quanto potrebbe migliorare il reddito reale individuale in un contesto di piena espansione dell'economia.

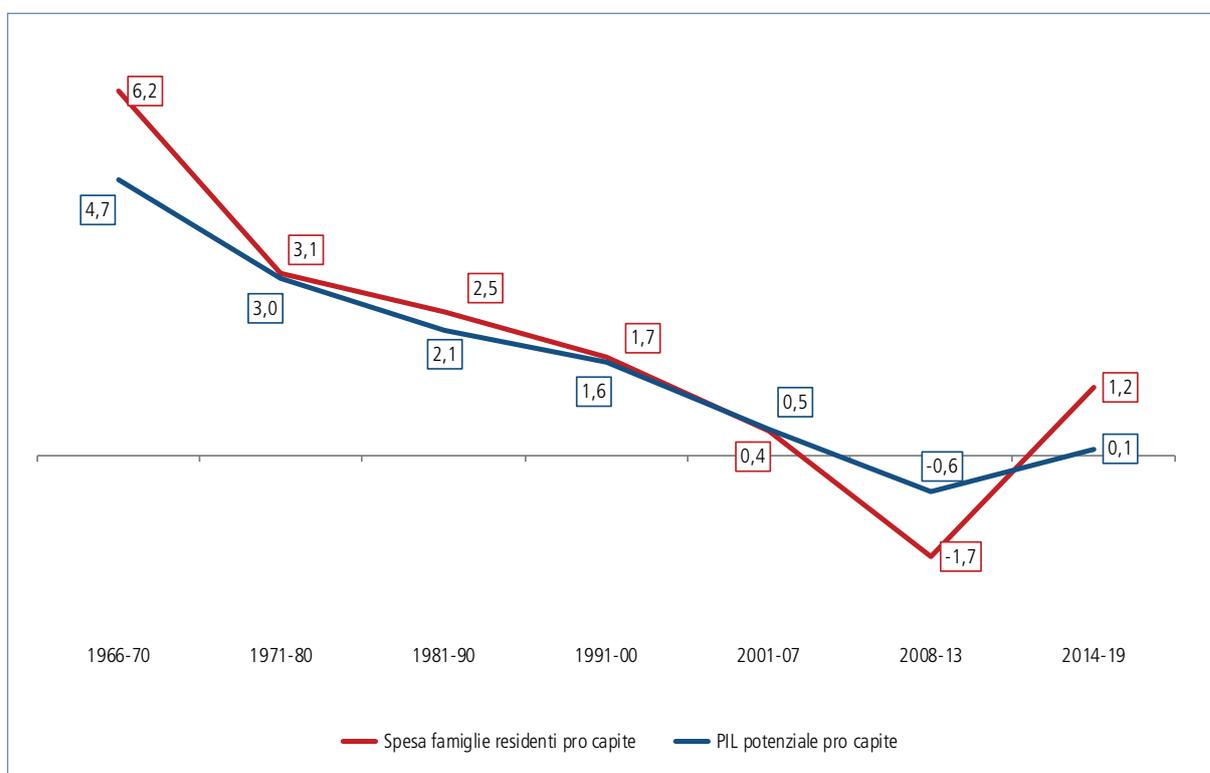
Fino al 2007, l'immissione di input di lavoro nel processo produttivo, data la quantità e qualità di capitale privato e pubblico – essendo il capitale un fattore produttivo che muta lentamente nel

---

[nen/2021/article-journal/ifo-schnelldienst-sonderausgabe-juni-2021](https://www.ifo.it/nen/2021/article-journal/ifo-schnelldienst-sonderausgabe-juni-2021)), e compatibili con una crescita annua stimata dall'IFO in +4,4%, con la dinamica più attenuata prevista dal FMI, che ha portato a correggere lievemente al ribasso le variazioni trimestrali previste dall'IFO.

tempo – e la remunerazione del fattore lavoro hanno alimentato in misura proporzionale il reddito disponibile delle famiglie e quindi, dati livelli stabili di propensione al consumo, la spesa delle famiglie residenti pro capite, che si è infatti mossa in linea con il profilo del PIL potenziale pro capite.

Fig. 3 – PIL potenziale e spesa delle famiglie per abitante in termini reali  
v.m.a. % di periodo



Elaborazioni USC su dati Istat e Commissione Europea-AMECO.

I profili di crescita appaiono decrescenti nel tempo, ma questo solo in parte è spiegabile con i processi comuni a tutte le economie avanzate di un rallentamento dei ritmi con cui si modifica la produttività. La spiegazione è da ricercarsi nelle peculiarità negative del nostro sistema-Paese, sotto forma di sprechi rilevanti e inefficienze, che incidono sulla distribuzione primaria del prodotto tra i fattori della produzione e, soprattutto, sulla remunerazione del fattore lavoro e quindi sulla principale fonte che alimenta il reddito disponibile individuale.

Infatti, sempre sulla base delle evidenze della figura 3, già nel primo quinquennio degli anni duemila, il ritmo di crescita di PIL potenziale e spesa delle famiglie si riducono a un terzo rispetto ai valori medi annui del decennio precedente, per poi assumere un profilo negativo negli anni della doppia recessione tra il 2008 e il 2013, con flessioni significative del PIL potenziale (-0,6% medio annuo) e soprattutto della spesa delle famiglie (-1,7% medio annuo).

Nel quinquennio successivo, con l'inversione del ciclo che avvia una fase di ripresa comunque modesta, la velocità media di incremento del PIL potenziale ritorna positiva, ma su valori quasi prossimi allo zero, mentre più vivace appare il ritmo di crescita della spesa delle famiglie (+1,2%

medio annuo), probabilmente per la necessità di recuperare, anche solo parzialmente, i livelli di benessere persi nel corso della prolungata fase ciclica avversa.

L'analisi descrittiva si ferma intenzionalmente al 2019, date le difficoltà di valutare correttamente i dati di PIL potenziale e spesa delle famiglie nell'anno dell'esplosione della pandemia da coronavirus, cioè il 2020, considerando che le molte eccezioni al normale funzionamento dei meccanismi dell'economia, per effetto delle misure di contrasto alla diffusione del virus, rischiano di compromettere la corretta interpretazione e l'attendibilità delle indicazioni statistiche stesse.

Ciò che va comunque sottolineato è che l'opportunità storica di disporre delle risorse europee dei fondi NGEU per la ripresa e la resilienza delle economie dei Paesi membri dell'Unione a partire dall'anno in corso, deve tradursi per il nostro Paese in una capacità di utilizzare pienamente ed efficacemente la quota senz'altro rilevante di quei fondi a noi destinata per avviare una serie di processi che accrescano non solo episodicamente ma strutturalmente i livelli di produttività. Senza, infatti, un incremento costante e prolungato nel tempo della crescita potenziale, che può realizzarsi soltanto, come ribadito più volte, in un superamento definitivo delle debolezze strutturali del nostro sistema non può realizzarsi quella crescita dei redditi individuali che alimenta il reddito disponibile e conseguentemente la spesa per consumi.

Il Piano include un ampio spettro di provvedimenti che toccano molti dei principali nodi in questione, come la riforma della Pubblica Amministrazione, della Giustizia e un'agenda di semplificazioni, unitamente a un robusto e incisivo rilancio degli investimenti. L'effetto combinato di riforme e investimenti dovrebbe contribuire a rilanciare la produttività totale dei fattori e con essa la crescita potenziale dell'economia italiana.

Come riporta il Piano «la disponibilità di un ammontare rilevante di sovvenzioni all'interno degli strumenti del NGEU (circa il 4,5 per cento del Pil, distribuito lungo poco più di cinque anni) consente di impartire una notevole spinta all'accumulazione di capitale pubblico e privato e all'innovazione limitando l'impatto sul deficit e il debito pubblico. Una valutazione preliminare dell'impatto del Piano è che esso possa aumentare il tasso di crescita potenziale dell'economia italiana di 0,5 punti percentuali in forza della maggiore spesa effettuata e circa 0,3 punti grazie alla piena attuazione del tipo di riforme programmate. Prima della crisi, il tasso di crescita potenziale dell'economia era stimato (con il metodo della funzione di produzione seguito a livello UE) a 0,6 per cento. In via prudenziale, si può valutare che l'attuazione del Piano porterebbe il tasso di crescita potenziale nell'anno finale del programma all'1,4 per cento»<sup>2</sup>.

Un obiettivo, dunque, decisivo anche per dare sostegno ai consumi delle famiglie nel medio-lungo termine.

---

<sup>2</sup> Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, trasmesso dal Governo italiano alla Commissione Europea il 30 aprile 2021, pp. 24-25.

## 5. Il quadro macroeconomico e la finanza pubblica

Prudenzialmente, abbiamo stimato che la capacità effettiva di finanziare gli investimenti attraverso i fondi europei, in quest'ultima parte del 2021, non vada oltre i 7-8 miliardi di euro.

Nella tabella 1 è riportato, in forma sintetica, il quadro macroeconomico per l'Italia.

Tab. 1 – Il quadro macroeconomico  
*v.m.a. % in termini reali se non diversamente indicato*

	2008-13	2014-18	2019	2020	2021	2022
PIL(*)	-1,5	0,9	0,4	-8,9	5,9	4,3
Importazioni di beni e servizi	-2,8	4,7	-0,6	-12,9	14,6	11,1
Spesa delle famiglie residenti	-1,3	1,1	0,2	-10,7	4,9	3,5
– Spesa sul territorio economico	-1,3	1,2	0,4	-11,7	3,9	3,8
Spesa delle A.P. e ISP	-0,5	-0,1	-0,4	1,5	1,6	1,3
Investimenti fissi lordi	-5,2	1,9	0,7	-9,2	13,8	9,7
Esportazioni di beni e servizi	-0,7	3,3	1,6	-14,0	12,9	10,5
Inflazione (IPC)	2,1	0,5	0,6	-0,2	1,9	3,3
Occupazione (ula in 000; var. ass.)	-1.867	885	9	-2.485	1.322	965

(\*) la variazione del PIL incorpora il contributo alla crescita degli investimenti in scorte.  
Elaborazioni USC su dati Istat.

Secondo le nostre previsioni, il 2021 dovrebbe chiudersi con una crescita del prodotto reale del 5,9% rispetto al 2020, recuperando solo in parte la pesante flessione provocata dalla pandemia.

Le componenti della domanda aggregata che contribuiscono a tale crescita, vedono la spesa delle famiglie residenti attestarsi un punto al di sotto, intorno al +4,9%, mentre la spesa sul territorio potrebbe risultare più contenuta di un ulteriore punto percentuale, fermandosi al +3,9%, per il minore apporto della spesa dei non residenti, segnatamente il turismo consumer, che ancora non ha recuperato pienamente in termini di arrivi e presenze il movimento turistico pre-pandemia.

Nettamente vigorosa appare la ripresa degli investimenti, +13,8%, che sembra recuperare più che proporzionalmente la battuta d'arresto del 2020 (-9,2%), per effetto di un ritrovato clima di fiducia delle imprese, oggi su livelli storicamente molto elevati, che le spinge, sulla base di un ciclo internazionale tornato fortemente espansivo, ad ampliare la base produttiva e ad innovare processi e prodotti per intercettare ordinativi e maggiore domanda sia interna sia estera. Un'ulteriore spinta propulsiva agli investimenti dovrebbe derivare dalla componente pubblica, in virtù del primo utilizzo dell'anticipo dei fondi UE.

Sotto il profilo della domanda estera netta, il contributo dovrebbe risultare negativo, in quanto le importazioni potrebbero crescere del 14,6%, sospinte dalla domanda interna, mentre le esportazioni segnerebbero un +12,9%, una dinamica certamente elevata, ma inferiore a quelle delle importazioni e comunque ancora lontana dal pieno recupero della forte contrazione sofferta nel 2020 (-14,0%).

Una novità che sorprende in modo allarmante, considerando gli andamenti quasi piatti che ne hanno caratterizzato l'evoluzione tra il 2014 e il 2020, deriva dall'inflazione, che potrebbe attestarsi al +1,9% per le tensioni che da alcuni mesi si stanno manifestando con la ripresa della domanda mondiale e che si riflettono sulle quotazioni delle materie prime sia energetiche sia non energetiche, ma anche per gli effetti negativi della pandemia sulle reti logistiche e le catene globali del valore, creando colli di bottiglia che si sono tradotti in un'impennata dei noli e delle tariffe del trasporto merci.

L'occupazione, grazie alla crescita decisamente sostenuta del PIL, dovrebbe evidenziare un incremento di oltre un milione e 300mila unità, un aumento consistente che, tuttavia, immetterebbe nel processo produttivo solo poco più del 50% dell'input di lavoro perso e non impiegato nel corso del 2020.

Nel 2022, anche per l'esaurirsi dell'effetto positivo determinato dal rimbalzo statistico con un anno di forte recessione, i profili di crescita delle diverse componenti della domanda aggregata risulteranno più attenuati, con PIL in rallentamento al +4,3% e spesa delle famiglie residenti guidata da comportamenti maggiormente prudentziali intorno al +3,5%, investimenti ancora dinamici ma in rallentamento al +9,7% e ancora una domanda estera netta negativa, con una dinamica delle importazioni al +11,1%, che riflette il minor impulso della domanda interna, ma sopravanza comunque di circa sei decimi di punto quella delle esportazioni. L'inflazione è ipotizzata in ulteriore crescita al +3,3%, un valore che non si riscontra dall'inizio del 2013, mentre l'occupazione dovrebbe far registrare un incremento complessivo superiore alle 900mila unità.

Nel complesso, quindi, il biennio 2021-22 dovrebbe portare ad un completo recupero dal lato del prodotto reale di quanto perso nel corso della pandemia, anche se, come si è sottolineato in precedenza, ciò non equivale ancora ad un ritorno sui livelli massimi del 2007 di questo primo ciclo ventennale degli anni duemila, ma solo ad un ritorno effettivamente sui livelli del 2011: in altri termini, la pandemia ci ha retrocesso non di un biennio ma di un decennio.

Quest'evoluzione del quadro macroeconomico produrrà certamente conseguenze sui saldi di finanza pubblica e quindi sulla sostenibilità del rapporto debito/PIL.

Sul punto, la visione del Governo appare improntata ad un cauto ottimismo. Molto recentemente, il Ministro dell'Economia ha dichiarato di attendersi per l'anno in corso valori di disavanzo e debito in qualche misura migliori di quanto indicato nell'ultimo DEF, delineando per il 2022 un rapporto debito/PIL in avvio di discesa, un percorso decrescente che dovrebbe condurlo verso la fine di questo decennio a convergere sui livelli precedenti la crisi pandemica e confermando ancora una volta, a rassicurazione dei mercati, la piena sostenibilità del nostro debito, pur in presenza di politiche di bilancio espansive a sostegno della crescita.

Il fattore crescita sarà fondamentale per il percorso di progressiva riduzione del debito (in rapporto al PIL) che sarà necessario avviare una volta superata la crisi. Obiettivo che nelle parole

del Ministro appare raggiungibile, considerando che nel 2020 il costo medio del debito si è attestato intorno a un esiguo 2,4%, un valore mai registrato nella storia finanziaria del nostro Paese. Un costo che dovrebbe continuare a ridursi gradualmente, contribuendo così in modo decrescente ad alimentare lo stock, unitamente agli effetti positivi nel rapporto con il PIL derivanti da un'evoluzione di quest'ultimo con ritmi nettamente più elevati del decennio precedente.

Questo scenario, certamente positivo, ma in parte ottimistico, potrebbe essere compromesso dalle incertezze sull'evoluzione dell'inflazione.

## 6. Non va trascurato il pericolo inflazione

Le condizioni monetarie restano favorevoli e credibili. Considerando l'intonazione della *forward guidance* della Federal Reserve e le risultanze della *strategy review* della Banca Centrale Europea, l'eventuale prossimo restringimento della politica monetaria passerebbe prima da una riduzione degli acquisti netti di titoli sovrani<sup>3</sup> e, soltanto in un secondo momento e in risposta a ritrovati stabili e coerenti tassi dell'inflazione di fondo, a variazioni incrementalmente dei tassi d'interesse.

Tutto ciò tranquillizzerebbe gli imprenditori internazionali di titoli di debito pubblico, operando una pressione ordinata sui rendimenti dei relativi titoli. Con la conseguenza che non sembrano esservi ragioni per preoccuparsi del costo del debito e quindi della sua sostenibilità, almeno nell'orizzonte di breve-medio periodo.

Questo contesto apparentemente privo di insidie, che può essere definito di consenso, non è, tuttavia, del tutto rassicurante. Sono troppe le incertezze dello scenario macroeconomico attuale, sia sul piano interno sia su quello internazionale, per liquidare la questione inflazione-tasso d'interesse-debito, come secondaria.

Nel caso le tensioni sui prezzi si acuiscano e si protraggano nel tempo, non si può escludere un cambiamento nell'orientamento della politica monetaria della BCE. Quindi, pur permanendo nel corso del 2022 la sospensione del PSC (Patto Stabilità e Crescita e conseguentemente della riduzione del disavanzo secondo le tappe predisposte dall'OMT (Obiettivo di Medio Termine) – il cosiddetto braccio preventivo a cui sono sottoposti i Paesi con elevati squilibri macroeconomici – i mercati potrebbero trovarsi a dover valutare segnali contrastanti su ipotesi di modifica del tasso d'interesse di riferimento e riguardo alla prosecuzione/riduzione del programma di acquisti delle obbligazioni sovrane dell'eurozona.

In sostanza, riteniamo ci sia necessità di una *forward guidance* fiscale, almeno in un paese ad altissimo debito come l'Italia. Ciò avrebbe un impatto molto positivo sulle aspettative degli investitori proprio nel ridurre i riflessi che sulla domanda di titoli sovrani potrebbero esercitare nuove tensioni sui prezzi e, quindi, sui tassi d'interesse di mercato.

---

<sup>3</sup> Tale processo è già cominciato, seppure con grandissima moderazione.

Queste e le seguenti considerazioni si riferiscono allo scenario con potenziale inflazione inattesa. Nello scenario in cui, invece, tutte le variabili si comportano come nella visione di consenso – inflazione transitoria e non particolarmente intensa – non ci sarebbe alcun bisogno di interventi, sebbene le istituzioni che si sono recentemente espresse su questa materia non abbiano sentito la necessità di fornire un riscontro quantitativo al concetto di “transitoria”.

È opportuno, pertanto, valutare con qualche attenzione la possibile dinamica futura dell’inflazione.

La tabella 2 sintetizza le principali valutazioni prospettiche nella metrica (a) dell’indice generale dei prezzi al consumo per l’Italia (NIC), (b) dell’indice dei prezzi al consumo, sempre per l’Italia, in alta frequenza d’acquisto, che si stima abbia il maggiore impatto sulla percezione dell’inflazione presso i consumatori, e (c) dell’indice armonizzato dell’area euro (IPCA).

Tab. 2 – Stime sull’evoluzione dei prezzi

*var. % tendenziali dell’inflazione standard, in alta frequenza d’acquisto e della IPCA per l’area euro; scenario centrale e ipotesi di minima e di massima (\*)*

ipotesi	minima	centrale	massima
<b>indice dei prezzi al consumo (NIC) Italia</b>			
agosto '21	2,0	2,0	2,0
settembre	2,7	2,7	2,7
ottobre	3,3	3,3	3,5
media 2021	1,9	1,9	2,0
media 2022	2,5	3,3	5,0
<b>IPC in alta frequenza d’acquisto Italia</b>			
agosto '21	2,4	2,4	2,4
settembre	2,7	3,1	3,5
ottobre	2,8	3,3	3,9
media 2021	1,7	1,9	2,1
media 2022	1,9	3,6	5,3
<b>indice armonizzato (IPCA) area euro</b>			
agosto '21	3,0	3,0	3,0
settembre	3,2	3,4	3,7
ottobre	3,2	3,5	3,8
media 2021	2,2	2,4	2,5
media 2022	1,8	3,7	5,7

(\*) l’ipotesi di minima è basata per il 2021 sulla media delle variazioni congiunturali realizzate ogni mese nel periodo 2008-2020 e, per il 2022, sulla media del periodo 2008-2021; (dai calcoli relativi al mese di ottobre sono stati esclusi i dati del 2011 e del 2013 nei quali vi è stato un possibile impatto dell’aumento dell’aliquota Iva ordinaria; per l’ipotesi di massima, si è considerata per ogni mese la variazione congiunturale più elevata registrata nell’intervallo tra gennaio 2008 e dicembre 2020 per il 2021 e nel periodo gennaio 2008 e maggio 2021 per il 2022; anche in questo caso si è scelto di non considerare i mesi che potrebbero aver subito l’impatto della variazione dell’aliquota Iva ordinaria; l’ipotesi centrale è costituita dai risultati del modello di previsione richiamato nella nota USC, 2021, L’(in)atteso ritorno dell’inflazione, luglio, presente nella sezione pubblica Ufficio Studi di [www.confcommercio.it](http://www.confcommercio.it). Elaborazioni USC su dati Istat ed Eurostat.

In agosto il NIC ha raggiunto il 2,0%, fenomeno che non si registrava dall'inizio del 2013. A settembre l'inflazione dovrebbe raggiungere il 2,7%. Anche in ragione del rialzo delle quotazioni dei beni energetici in conseguenza del meccanismo regolamentare di aggiornamento e nonostante qualche prevedibile misura transitoria di cuscinetto approntata dal governo, l'indice dei prezzi al consumo in ottobre potrebbe mostrare una variazione attorno al 3,5% tendenziale. La media del 2021 potrebbe avvicinarsi al 2%, con un trascinarsi sul 2022 che spingerebbe l'inflazione dell'anno prossimo, senza considerare particolari ulteriori shock, al di sopra del 3%.

Per l'Italia quindi, si configurerebbe uno scenario inflazionistico piuttosto stabile tra il 2,5% e il 3% tendenziale per almeno 10-12 mesi.

Analogo profilo mostrerebbe l'inflazione misurata sul paniere in alta frequenza d'acquisto<sup>4</sup>.

Le ipotesi di minima per entrambi gli indici – NIC e alta frequenza d'acquisto – appaiono ormai improbabili. Le ipotesi di massima sarebbero, invece, meno improbabili rispetto a quelle di minima. In caso di ulteriori shock, l'inflazione nella misura standard raggiungerebbe stabilmente il 4% a partire dalla prossima primavera, con accentuazioni per quella misurata sul paniere in alta frequenza.

È possibile immaginare che nello scenario centrale, e ancora più verosimilmente in quello di massima, le aspettative degli agenti non si modifichino, discostandosi dalle indicazioni della *forward guidance* della Banca Centrale, trascinando così in un impulso sull'inflazione *core*? Difficile, anche se non impossibile. In ogni caso, l'inflazione importata relativa alle materie prime e ai costi dei trasporti si tradurrebbe comunque in un trasferimento di potere d'acquisto dai paesi trasformatori come l'Italia ai paesi detentori delle suddette materie prime. Sul piano interno, mentre le Banche Centrali guardano all'inflazione *core*, i consumatori spendono sulla base dell'inflazione standard e sono influenzati da quella in alta frequenza d'acquisto.

Anche nella situazione più favorevole le famiglie subirebbero una decurtazione di potere d'acquisto connesso alle scorte liquide, cioè alla ricchezza finanziaria non indicizzata all'inflazione. Data l'elevata e crescente quota di ricchezza detenuta in contanti o sui conti correnti a vista, la riduzione di potere d'acquisto conseguente a un'imprevista recrudescenza inflazionistica frenerebbe i consumi e indurrebbe a maggiore risparmio precauzionale. La ripresa ne sarebbe inevitabilmente intaccata.

E questo è solo un pezzo della storia, forse neppure il più preoccupante. Perché, spostandosi sul panel in basso della tabella 2, è necessario considerare anche le dinamiche dell'indice dei prezzi armonizzato per l'area euro (IPCA) nella cui metrica l'inflazione al consumo si muoverebbe comunque tra il 2,2% e il 2,5% del 2021 e l'1,8% e il 5,7% del 2022, oscillando la sua variazione tendenziale attorno a un livello stabilmente ancorato al 3-3,5%. Che garanzia c'è oggi che a fronte di questo

---

4 I prodotti ad alta frequenza di acquisto includono: generi alimentari, bevande alcoliche e analcoliche, tabacchi, spese per l'affitto, beni non durevoli per la casa, servizi per la pulizia e manutenzione della casa, carburanti, trasporti urbani, giornali e i periodici, servizi di ristorazione, spese di assistenza (nota metodologica Istat prezzi al consumo).

scenario non si facciano più aspre e determinate le pressioni di alcuni paesi dell'area euro inclini a una maggiore disciplina monetaria e fiscale?

Guardando solo all'aspetto monetario, è davvero difficile ipotizzare che le nazioni meno esposte sul fronte del debito pubblico non insistano presso le autorità monetarie almeno per ridurre in modo consistente la liquidità attraverso una significativa contrazione oppure un annullamento dell'incremento dei titoli detenuti dalla Banca Centrale, se non addirittura per anticiparne la riduzione complessiva (cioè a rendere negativi gli acquisti mensili netti di titoli sovrani).

E non si possono non intravedere buone ragioni per la richiesta di una progressiva riduzione della liquidità, in un contesto potenzialmente inflazionistico che non si potrebbe trascurare semplicemente sulla scorta della differenza tra variazione dei prezzi osservata e inflazione *core*. D'altra parte, come già detto, un'inflazione al consumo intensa e persistente si tradurrebbe in aspettative difforni da quelle dell'autorità monetaria e quindi si tradurrebbe in impulsi sulla componente *core*.

Il conseguente incremento dei rendimenti sui titoli sovrani per un paese con 2,7 trilioni e passa di debito avrebbe riflessi gravi, anche tenendo conto tanto del tasso di rinnovo del debito quanto dell'atteggiamento comunque realisticamente accondiscendente della politica monetaria.

Ci sono strategie di contrasto a questi fenomeni nel breve periodo? No. L'unica strategia perseguibile già oggi è rafforzare la crescita, in modo tale che parte cospicua degli impulsi inflazionistici sia assorbita dentro la variazione dei margini aggregati delle imprese.

Una ragione molto rilevante per accelerare col processo di riforme e di investimento, pubblico e privato, sostenuto con i fondi europei e nazionali.

## 7. La fiducia di imprese e famiglie ripiega rispetto ai valori massimi

Il clima di fiducia di famiglie e imprese rilevato dall'Istat per settembre 2021 è in crescita significativa per le famiglie, costante per le imprese. Per le prime, la fiducia riguarda la condizione economica generale, mentre la componente personale e le attese sul futuro stentano a migliorare. Le attese nel commercio al dettaglio sono in calo nella grande distribuzione, un po' migliori nel commercio di prossimità, soprattutto in ragione di un naturale rimbalzo dopo gli scossoni del 2020. Ciò non mette in discussione il profilo della ripresa, ma induce ad attendersi un'ultima frazione dell'anno in corso meno vivace dei due eccezionali trimestri centrali.

Nel complesso, le previsioni di crescita per il 2022, per l'Italia come per il resto dell'Europa, scontavano già un rallentamento dei ritmi di variazione del PIL, a prescindere dalla dinamica congiunturale della fiducia.

Queste indicazioni generali sono confermate – e anticipate – da una ricerca condotta da Confcommercio tra la fine di agosto e l’inizio di settembre 2021<sup>5</sup>.

Tab. 3 – Grado di fiducia nella situazione economica da oggi alla fine dell’anno

*% di risposte*

	imprese	famiglie
basso	7,1	29,0
incerto	50,2	46,7
alto	42,7	24,3
	100,0	100,0

Indagine Confcommercio-Metrica, 25 agosto-8 settembre 2021.

Emerge una migliore intonazione del clima per le imprese rispetto alle famiglie (tab. 3), evidenza che si può attribuire al ciclo di investimenti che non sembra destinato a chiudersi troppo rapidamente. Anche in ragione di migliorate condizioni di accesso al credito, e probabilmente in virtù di aspettative in peggioramento sui costi dei finanziamenti, le imprese italiane stanno investendo per quanto possibile, anche a prescindere dalla brillantezza attuale delle vendite e dell’attività economica. Potrebbe non essere estranea a questa propensione, l’aspettativa di un sostegno alla spesa in conto capitale proveniente dai fondi europei di NGEU.

Meno solido appare il giudizio delle famiglie sul prossimo futuro. L’idea che le cose avrebbero potuto prendere una piega ben peggiore di quella attuale non è di per sé sufficiente a rassicurare sulle incerte prospettive dei prossimi mesi.

I principali ostacoli al consolidamento della ripresa economica (tab. 4) sono individuati, tanto dalle imprese quanto dalle famiglie, appunto in fattori specificamente economici e finanziari, e non politici o sanitari. Superata – si spera definitivamente – l’emergenza sanitaria e c messa alle spalle quella economica, nessuna garanzia di un futuro facile sembra essere percepita dai rispondenti. Il menu di difficoltà prevede al primo posto le questioni fiscali, occupazionali e inflazionistiche, queste ultime ancora una specie di sorpresa per gli esperti, ma già ben radicate dentro le preoccupazioni degli operatori.

<sup>5</sup> Confcommercio-Metrica, 2021, Indagine sul *sentiment* delle imprese e delle famiglie italiane, settembre.

Tab. 4 – Potenziali ostacoli al consolidamento della ripresa economica  
*punteggi medi (1=poco rilevante, 10=massimamente rilevante)*

imprese		famiglie	
aumento delle tasse	8,8	aumento delle tasse	8,0
calo dei redditi	8,5	aumento dei prezzi	7,9
prezzi materie prime	8,1	perdita di posti di lavoro	7,8
perdita di posti di lavoro	8,0	situazione sanitaria	7,7
situazione sanitaria	8,0	calo dei redditi	7,6
conflittualità politica	7,9	criminalità, usura	7,5
accesso al credito	7,8	conflittualità politica	7,1
criminalità, usura	7,2	accesso al credito	6,9

Indagine Confcommercio-Metrica, 25 agosto-8 settembre 2021.

Dalla tabella 4 si vede abbastanza bene che la rilevanza dei problemi si riduce all'affievolirsi della connotazione economica del tema sottoposto a valutazione.

Le potenziali difficoltà economiche, aumentando la propensione al risparmio in costanza dei redditi monetari, anch'essi soggetti a erosione a fronte di un'eventuale inflazione inattesa, spinge le famiglie a progettare con estrema cautela gli acquisti dei prossimi mesi (tab. 5).

Tab. 5 – Propensione agli acquisti nella per la parte finale dell'anno  
*saldi tra previsioni di crescita e di calo degli acquisti*

auto, moto	-24,6
ristoranti	-19,3
elettrodomestici	-16,7
prodotti e servizi ICT	-13,6
abbigliamento e calzature	-5,3

Indagine Confcommercio-Metrica, 25 agosto-8 settembre 2021.

L'evidenza di un saldo negativo tra chi intende aumentare e chi intende diminuire un certo tipo di spesa non è un sicuro indicatore di variazione dei consumi. In ogni caso, però, la preponderanza diffusa di opinione negative sugli acquisti nell'ultima parte dell'anno indicherebbe che il picco della ripresa potrebbe essere stato già superato.











---

**CONFCOMMERCIO**  
IMPRESE PER L'ITALIA

[www.confcommercio.it](http://www.confcommercio.it)