

2.9 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo *Bollettino economico* aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema basato sulle informazioni disponibili fino al 23 maggio¹, alla luce degli andamenti osservati successivamente. Lo scenario include in particolare i nuovi dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 1° giugno, che hanno rivisto la dinamica del PIL nell'ultimo trimestre del 2016 e nel primo del 2017. Da questi dati deriva una crescita acquisita per l'anno in corso più elevata di 0,3 punti percentuali. Il quadro tiene inoltre conto delle informazioni congiunturali favorevoli resesi nel frattempo disponibili per il trimestre appena concluso (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre del 2017 sulla base degli indicatori congiunturali*). Gli andamenti osservati sui mercati finanziari e su quelli delle materie prime comportano invece limitate modifiche alle ipotesi tecniche rispetto a quelle sottostanti al quadro previsivo pubblicato il 9 giugno.

Lo scenario presuppone condizioni monetarie e finanziarie accomodanti

Il quadro economico per il triennio 2017-19 presuppone il permanere di condizioni monetarie e finanziarie espansive. Secondo gli andamenti impliciti nelle attuali quotazioni di mercato, i tassi a breve termine aumenterebbero complessivamente di circa 30 punti base nel triennio 2017-19; i rendimenti dei titoli di Stato decennali crescerebbero gradualmente; lo spread con i corrispondenti titoli tedeschi sarebbe pari in media a circa 185 punti base (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*). Le condizioni di offerta del credito, in linea con quanto indicato dai sondaggi, si manterrebbero distese. Lo scenario incorpora le misure di finanza pubblica approvate lo scorso 24 aprile e, come nei precedenti esercizi previsivi, non tiene conto degli effetti dell'aumento delle imposte indirette nel prossimo biennio (connesso con le clausole di salvaguardia), né di ulteriori interventi diversi da quelli già definiti nell'attuale legislazione.

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro previsivo per l'economia italiana elaborato dagli esperti della Banca d'Italia sottostante l'esercizio coordinato dell'Eurosistema viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e di dicembre simultaneamente alla pubblicazione delle proiezioni per l'area dell'euro. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 9 giugno scorso¹ sulla base delle informazioni resesi nel frattempo disponibili, tra le quali i nuovi dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 1° giugno. Anche le ipotesi tecniche sono state riviste, alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data del 7 luglio.

Le principali ipotesi alla base dello scenario sono le seguenti (tavola):

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2016	2017	2018	2019
Commercio internazionale	1,8	4,5	3,9	4,0
Domanda estera potenziale	3,0	4,1	3,8	3,8
Dollaro/euro (1)	1,11	1,11	1,14	1,14
Cambio effettivo nominale (2)	-0,6	1,3	-0,8	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	44,1	50,2	50,2	51,7
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,1	-0,3	-0,2	0,0
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,5	2,3	2,7	3,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. –
(3) Dollari per barile, qualità Brent.

¹ Le valutazioni sull'attività economica globale e sulle prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato dalla Banca centrale europea nel documento *Giugno 2017: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*.

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana incluse nell'esercizio coordinato dell'Eurosistema*, 9 giugno 2017.

- a) gli scambi internazionali accelerano portandosi in media poco al di sopra del 4 per cento nel triennio 2017-19 (1,8 nel 2016); la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce a tassi lievemente inferiori a quelli del commercio mondiale;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro rimane stabile a 1,14 nel prossimo biennio²;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 44 dollari al barile nella media dello scorso anno, risale a 50,2 dollari nel 2017 e nel 2018, aumentando lievemente a 51,7 nel 2019;
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2016-17, risale gradualmente fino ad annullarsi nella media del 2019;
- e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a dieci anni, pari all'1,5 per cento nel 2016, aumenta al 2,3 per cento nel 2017, al 2,7 nel 2018 e al 3,1 nel 2019, in linea con le aspettative dei mercati;
- f) lo scenario incorpora le misure correttive di finanza pubblica contenute nel DL 50/2017 dello scorso 24 aprile. In linea con l'orientamento delineato nel *Documento di economia e finanza 2017*, questo non include l'incremento, a partire dal 2018, delle imposte indirette connesso con le clausole di salvaguardia introdotte negli anni scorsi. Coerentemente con i principi guida sottostanti alle previsioni del Sistema europeo di banche centrali, che non consentono di tenere conto di interventi non ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio, il quadro macroeconomico non incorpora misure alternative di recupero del mancato gettito diverse da quelle già contenute nell'attuale legislazione; questa ipotesi è alla base anche delle recenti proiezioni della Commissione europea.

Rispetto a quanto incluso nello scenario previsivo pubblicato in giugno, il profilo del prezzo del petrolio è marginalmente inferiore, il tasso di cambio è più apprezzato di circa il 4 per cento rispetto al dollaro e dell'1,4 in termini effettivi, i tassi di interesse *forward* sui BTP a scadenza decennale sono lievemente diminuiti.

² Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative terminanti il 7 luglio.

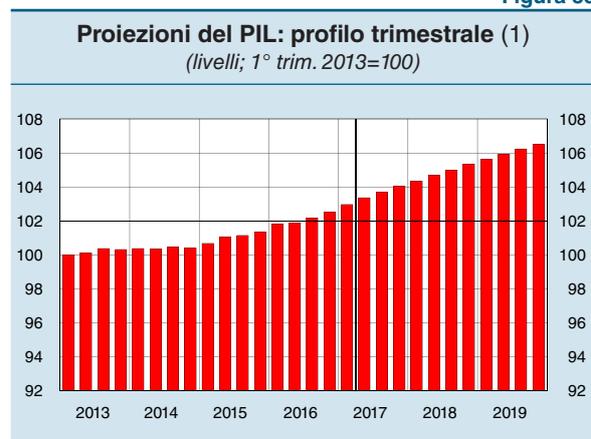
Nel quadro macroeconomico la crescita si rafforza

Sulla base di queste ipotesi si stima che il PIL aumenti dell'1,4 per cento quest'anno, dell'1,3 nel 2018 e dell'1,2 l'anno successivo (fig. 35 e tav. 9). L'attività economica sarebbe sospinta soprattutto dalla domanda interna; il contributo di quella estera netta, ancora negativo quest'anno, diverrebbe pressoché nullo nel 2018-19 (fig. 36). Nel 2019 il PIL recupererebbe interamente la caduta connessa con la crisi del debito sovrano, avviatasi nel 2011; rimarrebbe tuttavia ancora inferiore di circa il 3 per cento al livello del 2007.

Prosegue l'espansione dei consumi...

I consumi, in lieve rallentamento rispetto al biennio 2015-16, si espanderebbero

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre del 2017; proiezioni per i trimestri successivi.

a ritmi analoghi a quelli del prodotto e del reddito disponibile (fig. 37). Quest'ultimo sarebbe frenato dal rincaro delle materie prime energetiche osservato a partire dall'estate dello scorso anno, ma verrebbe sospinto dalla crescita dell'occupazione, che prosegue pur se a velocità lievemente meno sostenuta rispetto all'ultimo biennio per il venir meno degli effetti degli sgravi contributivi a favore dei neoassunti a tempo indeterminato. Il tasso di disoccupazione scenderebbe gradualmente, portandosi al 10,7 per cento nel 2019 (dall'11,7 del 2016); a rallentarne il calo contribuirebbe l'incremento della partecipazione al mercato del lavoro, connesso con il progressivo miglioramento delle prospettive occupazionali e con l'innalzamento dell'età di pensionamento. Il tasso di occupazione salirebbe complessivamente di circa due punti percentuali rispetto al 2016.

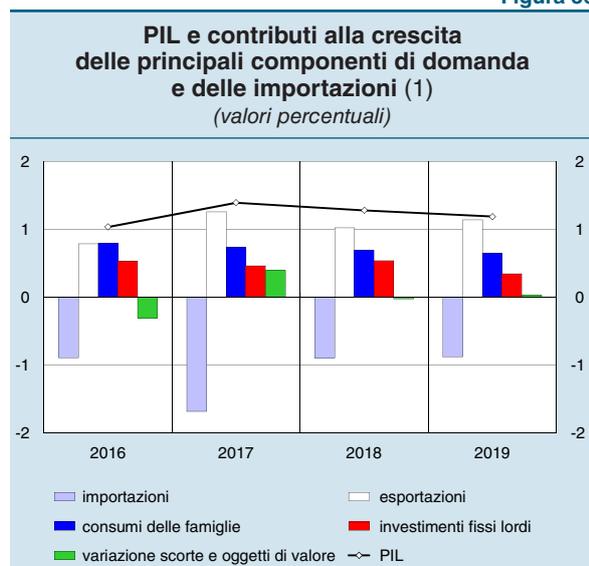
...e degli investimenti L'espansione degli investimenti, avviatasi dalla fine del 2014, proseguirebbe a ritmi relativamente sostenuti. L'accumulazione di capitale produttivo crescerebbe in media di circa il 3 per cento l'anno, beneficiando del rafforzamento delle prospettive di domanda, del permanere di condizioni finanziarie ampiamente favorevoli e degli incentivi fiscali. Si valuta che queste misure abbiano sensibilmente contribuito all'accelerazione degli investimenti nel 2016, particolarmente marcata nella seconda metà

Tavola 9

Scenario macroeconomico (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)				
VOCI	2016	2017	2018	2019
PIL (1)	1,0	1,4	1,3	1,2
Consumi delle famiglie	1,3	1,2	1,2	1,1
Consumi collettivi	0,7	1,2	0,1	-0,2
Investimenti fissi lordi	3,1	2,7	3,1	1,9
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	4,7	3,2	4,0	2,1
Esportazioni totali	2,6	4,0	3,0	3,4
Importazioni totali	3,2	5,9	3,0	2,9
Variazione delle scorte (2)	-0,3	0,4	0,0	0,0
Prezzi (IPCA)	-0,1	1,4	1,1	1,6
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	1,0	1,1	1,6
Deflatore del PIL	0,8	0,7	1,5	1,5
Occupazione (unità standard) (3)	1,4	1,0	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione (4)	11,7	11,3	10,9	10,7
Competitività all'export (5)	-2,1	1,2	0,2	0,0
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,6	2,2	2,2	2,2

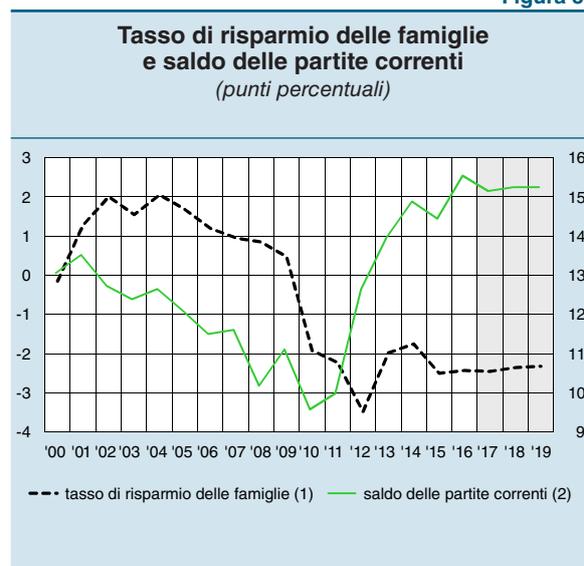
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Per il PIL e le sue componenti: valori a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Unità di lavoro. – (4) Medie annue; valori percentuali. – (5) Calcolata confrontando il prezzo dei manufatti esteri con il deflatore delle esportazioni italiane di beni (esclusi quelli energetici e agricoli); valori positivi indicano guadagni di competitività. – (6) In percentuale del PIL.

Figura 36



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 37



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Scala di destra. – (2) In rapporto al PIL.

dell'anno (cfr. il riquadro: *L'andamento degli investimenti e la ripresa ciclica* del capitolo 6 nella *Relazione annuale* sul 2016). Gli effetti positivi degli incentivi – prorogati con la manovra di bilancio per il 2017 che introduce anche nuove agevolazioni per gli investimenti in tecnologie digitali avanzate – si protrarrebbero fino alla seconda metà del 2018 quando, a seguito del loro esaurimento, si prevede un temporaneo rallentamento dell'accumulazione di capitale. Gli investimenti in edilizia residenziale, in ripresa dal 2015, continuerebbero invece a crescere lentamente. Alla fine dell'orizzonte di previsione il rapporto tra investimenti e PIL si porterebbe lievemente al di sopra della media pre-crisi (1998-2007) per la componente in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, mentre rimarrebbe ancora inferiore di oltre tre punti percentuali per la spesa in costruzioni (fig. 38).

Le esportazioni crescono con la domanda estera

Nel triennio 2017-19 le esportazioni crescerebbero pressoché in linea con la domanda proveniente dai mercati di destinazione, in media di circa il 3,5 per cento l'anno. Le importazioni, in aumento di quasi il 6 per cento nel 2017, rallenterebbero nel biennio 2018-19, riflettendo l'andamento delle componenti di domanda a maggiore contenuto di beni importati (investimenti produttivi ed esportazioni). Nel quadro macroeconomico il saldo attivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti resta ampio, superiore al 2 per cento del prodotto nell'orizzonte di previsione.

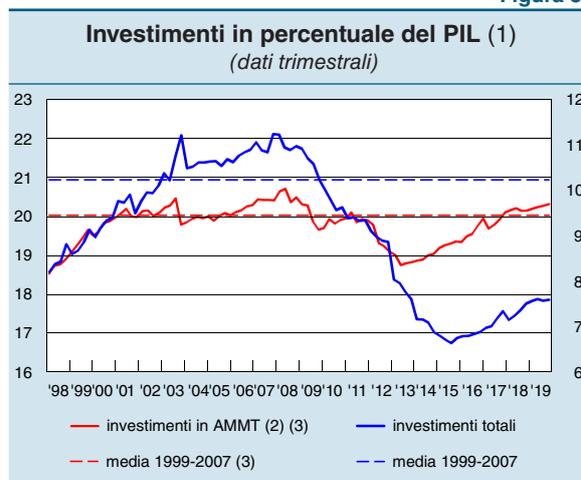
L'inflazione sale gradualmente...

L'inflazione, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, aumenterebbe all'1,4 per cento quest'anno (da -0,1 del 2016), scenderebbe all'1,1 il prossimo, per risalire all'1,6 nel 2019 (fig. 39). L'andamento nel biennio 2017-18 sarebbe prevalentemente riconducibile ai prezzi delle materie prime energetiche e dei beni alimentari.

...nell'ipotesi di rafforzamento delle retribuzioni

L'inflazione di fondo rimarrebbe intorno all'1,0 per cento nel biennio 2017-18 e si porterebbe all'1,6 per cento nel 2019, grazie alla graduale, ancorché moderata, accelerazione delle retribuzioni unitarie e agli effetti, più pronunciati verso la fine dell'orizzonte di previsione, dell'esaurirsi degli sgravi contributivi per gli occupati assunti nel 2015 e nel 2016: le retribuzioni di fatto nel settore privato non agricolo aumenterebbero di circa l'1 per cento quest'anno e il prossimo, accelererebbero all'1,7 nel 2019. I margini di profitto del settore privato continuerebbero a beneficiare del consolidamento della ripresa: nel triennio 2017-19 si espanderebbero complessivamente di circa l'1,5 per cento, rimanendo tuttavia ancora inferiori del 5 per cento nel confronto con il 2007.

Figura 38



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. – (2) Investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (AMMT). – (3) Scala di destra.

Figura 39



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

Le proiezioni di crescita sono riviste al rialzo, quelle di inflazione al ribasso

Rispetto alle nostre stime pubblicate lo scorso 9 giugno, formulate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, le proiezioni di crescita sono state riviste al rialzo di 0,4 punti percentuali quest'anno e di 0,1 nel 2018. Le valutazioni più favorevoli per l'anno in corso sono prevalentemente riconducibili alle revisioni dei dati di contabilità nazionale, nonché a una stima più elevata del prodotto nel trimestre appena trascorso, suggerita dagli indicatori congiunturali. Rispetto alle proiezioni contenute nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, la revisione del PIL è complessivamente pari a 0,8 punti percentuali nel triennio 2017-19; ciò rispecchia soprattutto ipotesi più favorevoli sull'evoluzione del contesto internazionale e sulle quotazioni delle materie prime energetiche. Le proiezioni di inflazione sono leggermente inferiori a quelle pubblicate lo scorso gennaio per il 2018, principalmente per effetto delle più contenute quotazioni dei beni energetici importati.

La crescita è più favorevole rispetto ad altri previsori

Le proiezioni di crescita qui formulate sono nel complesso più positive di quelle delle principali organizzazioni internazionali (tav. 10). Per l'anno in corso le differenze sono in larga misura attribuibili al miglior andamento acquisito, risultante dalle revisioni dei dati di contabilità nazionale diffusi all'inizio di giugno, di cui le proiezioni del Fondo monetario internazionale (FMI), dell'OCSE e della Commissione europea non tengono conto². Sugli scostamenti per il prossimo biennio incidono le ipotesi tecniche circa l'evoluzione dei conti pubblici, per i quali sia l'OCSE sia l'FMI considerano una correzione maggiore di quanto incorporato in questo scenario. Le stime per l'inflazione elaborate dalla Banca d'Italia sono in linea con quelle della maggior parte degli altri previsori per l'anno in corso e inferiori, in media di due decimi di punto percentuale, per il 2018.

I rischi per la crescita derivano dal ciclo globale e dai mercati finanziari internazionali...

Gli sviluppi macroeconomici sin qui delineati presuppongono che il ciclo globale si rafforzi gradualmente e che la volatilità dei mercati finanziari internazionali resti contenuta, in linea con gli andamenti più recenti. L'incertezza sull'evoluzione futura delle politiche economiche e commerciali rimane tuttavia elevata, sia a livello globale sia nell'area dell'euro. Permangono in particolare incertezze sull'orientamento delle politiche negli Stati Uniti e sugli esiti delle trattative per la definizione di nuovi accordi commerciali con il Regno Unito.

...quelli per l'inflazione, dalla dinamica dei salari

Per l'inflazione i rischi al ribasso sono prevalentemente associati a un possibile indebolimento delle prospettive di crescita globale e a una dinamica salariale più contenuta: la graduale accelerazione delle retribuzioni incorporata nel quadro potrebbe essere ostacolata dai margini di forza lavoro inutilizzata (che in

² Nell'aggiornamento previsionale contenuto nel [documento conclusivo](#) della Missione 2017 dell'FMI in Italia (ai sensi dell'art. 4 dello Statuto del Fondo), diffuso il 12 giugno, la stima di crescita del PIL è stata rivista al rialzo, all'1,3 per cento nel 2017 e attorno all'1,0 per cento nel biennio successivo.

Tavola 10

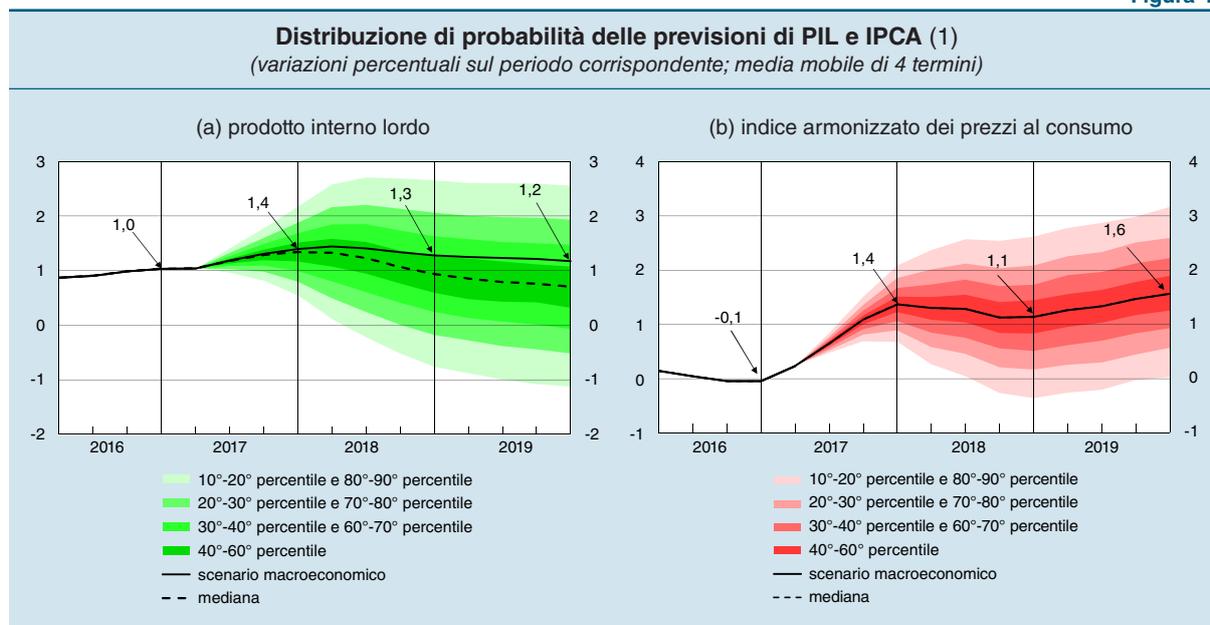
Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali sul periodo precedente)						
VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
FMI (aprile)	0,8	0,8	0,8	1,3	1,3	1,4
OCSE (giugno)	1,0	0,8	–	1,5	1,3	–
Commissione europea (maggio)	0,9	1,1	–	1,5	1,3	–
Consensus Economics (giugno)	1,1	1,0	–	1,4	1,3	–

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2017; OCSE, *OECD Economic Outlook*, giugno 2017; Commissione europea, *European Economic Forecast Spring 2017*, maggio 2017; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2017.

(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA.

termini di ore lavorate sono più ampi di quanto misurato dal tasso di disoccupazione) e dall'ulteriore diffondersi di meccanismi di indicizzazione degli incrementi retributivi all'inflazione passata, anziché a quella attesa. L'evoluzione dei prezzi delle materie prime energetiche nel prossimo futuro continua inoltre a essere circondata da incertezza molto elevata. Nel complesso si valuta che i rischi siano ancora orientati prevalentemente al ribasso per la crescita e siano bilanciati per l'inflazione (fig. 40).

Figura 40



(1) La distribuzione di probabilità viene rappresentata graficamente, per classi di percentili, mediante le cosiddette *fan charts*, elaborate sulla base di simulazioni stocastiche effettuate con estrazioni casuali dalla distribuzione degli shock del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia. Tale distribuzione tiene conto di shock asimmetrici alle equazioni che riflettono i principali fattori di rischio, secondo la procedura descritta in C. Miani e S. Siviero, *A non-parametric model-based approach to uncertainty and risk analysis of macroeconomic forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 758, 2010. La figura riporta variazioni percentuali sul periodo corrispondente di medie mobili di 4 termini. Il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

