

## 2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, basato sulle informazioni disponibili fino al 30 novembre<sup>1</sup>, alla luce degli andamenti osservati successivamente a quella data. Lo scenario tiene conto in particolare dei dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 1° dicembre.

**Lo scenario 2018-2020 ipotizza condizioni finanziarie favorevoli** Le ipotesi tecniche sottostanti al quadro previsivo per il triennio 2018-2020 incorporano condizioni monetarie e finanziarie accomodanti. Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, i tassi di interesse salirebbero gradualmente nel triennio 2018-2020: i tassi a breve termine, attualmente negativi, aumenterebbero complessivamente di circa 60 punti base, i rendimenti dei titoli di Stato decennali di circa 110 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

### LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro previsivo per l'economia italiana, elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e di dicembre simultaneamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro<sup>1</sup>. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 15 dicembre scorso<sup>2</sup> sulla base delle informazioni che si sono rese nel frattempo disponibili, tra le quali i nuovi dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 1° dicembre. Le ipotesi tecniche sono state riviste alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data del 12 gennaio.

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

- a) gli scambi internazionali sono aumentati del 5,4 per cento nel 2017 e rallentano a poco più del 4 nella media del triennio 2018-2020; la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce a tassi simili a quelli del commercio mondiale;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro rimane stabile a 1,20 nel triennio 2018-2020<sup>3</sup>;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 54 dollari al barile nella media del 2017, sale a poco più di 66 nel 2018 e scende leggermente fino a circa 60 nel 2020;
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2017-2018, risale gradualmente fino a 0,3 nella media del 2020;

<sup>1</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, dove sono disponibili le proiezioni sinora pubblicate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema.

<sup>2</sup> 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 *Dicembre 2017: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*.

<sup>3</sup> 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 precedenti il 12 gennaio.

<sup>1</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 dicembre 2017.

e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a dieci anni, pari al 2,1 per cento nel 2017, aumenta al 2,4 per cento nel 2018, al 2,8 nel 2019 e al 3,2 nel 2020, in linea con i valori dei tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

f) lo scenario tiene conto delle misure delineate nella manovra economica per il 2018. Per il 2019-2020 si assume che le clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise non vengano attivate. Coerentemente con i principi guida sottostanti alle previsioni dell'Eurosistema, 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.

Rispetto a quanto incluso nello scenario previsivo pubblicato in dicembre, il profilo del prezzo del petrolio è più elevato del 6 per cento nella media del triennio, il tasso di cambio si è apprezzato di circa il 2 per cento rispetto al dollaro e di mezzo punto percentuale in termini effettivi, i tassi di interesse *forward* sui BTP a scadenza decennale sono saliti in media di circa 20 punti base.

Tavola

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

VOCI	2017	2018	2019	2020
Commercio internazionale	5,4	4,6	4,3	3,8
Domanda estera potenziale	5,1	4,5	4,1	3,7
Dollaro/euro (1)	1,13	1,20	1,20	1,20
Cambio effettivo nominale (2)	-0,6	-1,2	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	54,4	66,5	62,4	59,8
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,1	2,4	2,8	3,2

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

Si ipotizza inoltre che le condizioni di offerta del credito si mantengano distese: la differenza tra i tassi di interesse praticati sugli impieghi bancari nel nostro paese e quelli nel resto dell'area dell'euro rimarrebbe contenuta lungo tutto l'orizzonte.

Lo scenario tiene conto delle misure della manovra economica per il 2018; come nei precedenti esercizi previsivi esclude gli incrementi delle imposte indirette nel biennio successivo connessi con le clausole di salvaguardia e non incorpora eventuali interventi alternativi di correzione dei conti pubblici.

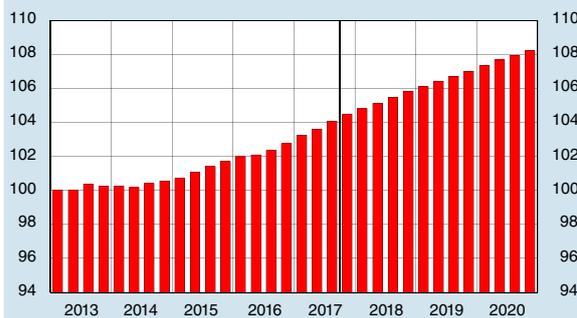
**Nel quadro la crescita è trainata dalla domanda interna**

Sulla base di queste ipotesi e degli andamenti congiunturali più recenti, si stima che il PIL, corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, sia aumentato dell'1,5

per cento nel 2017 (1,4 per cento escludendo tale correzione); crescerebbe dell'1,4 nell'anno in corso e dell'1,2 nel 2019-2020<sup>2</sup> (fig. 37 e tav. 10).

Figura 37

**Proiezioni del PIL: profilo trimestrale (1)**  
(livelli; 1° trim. 2013=100)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre del 2017; proiezioni per i trimestri successivi.

<sup>2</sup> Escludendo la correzione per le giornate lavorative, si valuta che la crescita del PIL sarebbe pari all'1,5 per cento nell'anno in corso, all'1,2 nel 2019 e all'1,3 nel 2020.

L'attività economica sarebbe trainata principalmente dalla domanda interna; il contributo di quella estera netta, lievemente negativo nell'anno in corso, tornerebbe positivo nel biennio 2019-2020 (fig. 38). Nel 2020 il PIL sarebbe inferiore di circa l'1,5 per cento rispetto al livello del 2007, con un recupero di circa nove decimi della caduta subita tra il 2008 e il 2013.

**Le politiche economiche concorrono alla crescita**

Valutiamo che nel complesso questo andamento del prodotto continui a beneficiare del supporto delle politiche economiche espansive, anche se in misura relativamente inferiore rispetto al passato. Ciò riflette, da un lato, la graduale rimozione dello stimolo monetario attesa dai mercati, dall'altro un crescente sostegno autonomo alla domanda interna proveniente dal miglioramento delle prospettive del reddito disponibile delle famiglie e dalla riduzione della capacità inutilizzata delle imprese. Secondo nostre valutazioni, le misure di politica monetaria sosterranno la crescita per poco meno di mezzo punto percentuale all'anno nel biennio 2018-2019; l'andamento della finanza pubblica contribuirebbe all'espansione del prodotto per circa due decimi sia quest'anno sia il prossimo.

**I consumi sarebbero sostenuti dall'aumento dell'occupazione e...**

I consumi delle famiglie continuerebbero a trarre vantaggio dal miglioramento nel mercato del lavoro e dai bassi tassi di interesse reali, crescendo poco meno del prodotto e del reddito disponibile. L'espansione dell'occupazione proseguirebbe in misura relativamente sostenuta (in media di circa l'1,0 per cento l'anno) rispecchiando principalmente l'andamento favorevole dell'attività economica. L'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, riconducibile al miglioramento ciclico e al progressivo innalzamento dell'età pensionabile, comporterebbe una discesa solo graduale del tasso di disoccupazione, che si porterebbe al 10,5 per cento nel 2020 (dall'11,3 del 2017).

**...gli investimenti dalle prospettive di domanda**

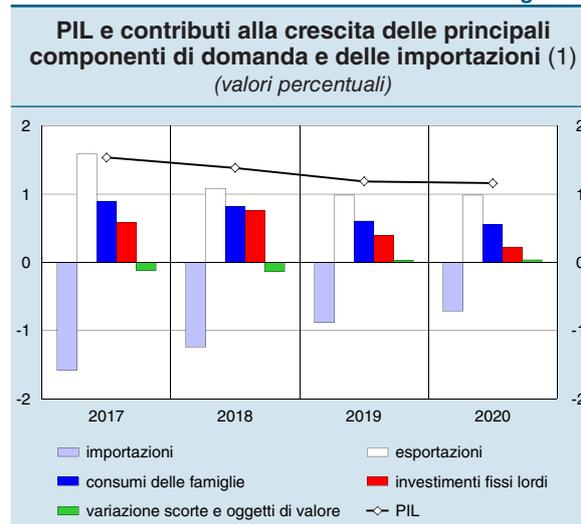
In questo quadro, all'accumulazione di capitale contribuirebbero soprattutto il consolidamento delle prospettive di domanda e il permanere di condizioni finanziarie accomodanti. L'espansione degli inve-

**Scenario macroeconomico**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	2017	2018	2019	2020
PIL (1)	1,5	1,4	1,2	1,2
Consumi delle famiglie	1,5	1,4	1,0	0,9
Consumi collettivi	0,8	0,5	0,2	0,4
Investimenti fissi lordi	3,4	4,3	2,2	1,2
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	5,2	6,5	2,7	1,4
Esportazioni totali	5,2	3,4	3,1	3,0
Importazioni totali	5,6	4,2	2,9	2,3
Variazione delle scorte (2)	-0,1	-0,1	0,0	0,0
per memoria: PIL (3)	1,4	1,5	1,2	1,3
Prezzi (IPCA)	1,3	1,1	1,5	1,6
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,8	0,7	1,5	1,6
Occupazione (unità standard) (4)	1,3	1,3	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione (5)	11,3	11,0	10,7	10,5
Competitività all'export (6)	1,2	-1,3	0,1	0,1
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	2,8	2,3	2,4	2,7

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
 (1) Per il PIL e le sue componenti: quantità 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) Non corretto per le giornate lavorative. – (4) Unità di lavoro. – (5) Medie annue; valori percentuali. – (6) 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. – (7) In percentuale del PIL.

Figura 38



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

stimenti in macchinari, attrezzature e tecnologie avanzate nell'anno in corso, valutata in oltre il 6 per cento, beneficerebbe anche dell'effetto dell'estensione degli incentivi fiscali inserita nella legge di bilancio; l'anticipo della spesa indotto da tali misure si tradurrebbe in un rallentamento di questa componente nel biennio successivo. Proseguirebbe, seppure a ritmi più contenuti, anche la ripresa della componente in costruzioni, grazie al rafforzamento del mercato immobiliare e all'apporto degli investimenti pubblici.

Nel corso dell'orizzonte previsivo gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto recupererebbero interamente la caduta di quasi 25 punti percentuali registrata tra il 2008 e il 2013. Il rapporto tra accumulazione di capitale produttivo e PIL si riporterebbe ai valori antecedenti la doppia recessione; per la componente in costruzioni nel 2020 tale rapporto rimarrebbe invece ancora inferiore di circa 4 punti percentuali (fig. 39), risentendo della più lenta ripresa del mercato immobiliare.

**L'attivo dei conti con l'estero rimane ampio**

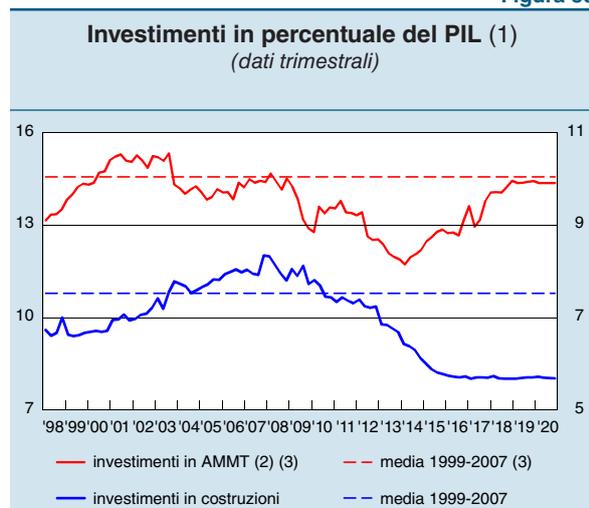
Nel triennio 2018-2020 le esportazioni si espanderebbero in media di oltre il 3 per cento all'anno, riflettendo sia le ipotesi sull'andamento favorevole degli scambi commerciali internazionali, sia gli effetti dell'apprezzamento dell'euro registrato negli ultimi trimestri. La crescita delle importazioni, particolarmente marcata nel 2017 e poi in graduale rallentamento, seguirebbe l'andamento degli investimenti produttivi e delle esportazioni, che rappresentano le componenti di domanda caratterizzate da un più elevato contenuto di beni importati.

L'avanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti si conferma elevato: nella media del triennio di previsione sarebbe intorno al 2,5 per cento, pressoché in linea con il valore del periodo 2015-2017 (fig. 40).

**L'inflazione salirebbe gradualmente...**

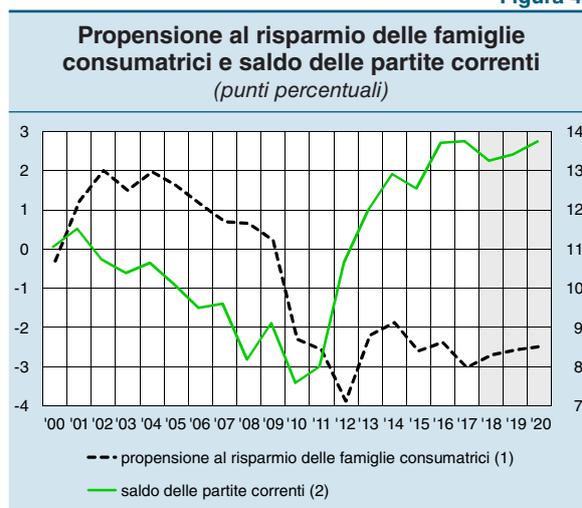
L'inflazione scenderebbe temporaneamente quest'anno per poi tornare a salire in maniera graduale (fig. 41). La flessione prevista per il 2018 (all'1,1 per cento in media d'anno), è riconducibile principalmente al meccanismo esaurirsi dell'effetto del rincaro dei beni energetici e alimentari registrato all'inizio del 2017. Il recupero nel prossimo biennio, quando l'inflazione si collocherebbe attorno o lievemente al di

Figura 39



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 40



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

sopra dell'1,5 per cento in ciascun anno, rispecchierebbe soprattutto l'aumento della componente di fondo. Misurati col deflatore del PIL, i prezzi salirebbero più rapidamente, dell'1,6 per cento sia nel 2018 sia nel 2019 e dell'1,9 nel 2020 (in media circa un punto percentuale in più rispetto al periodo 2015-2017).

**...grazie anche a un rafforzamento della dinamica retributiva**

Alla ripresa dell'inflazione contribuirebbe una graduale risalita dei salari, inclusi quelli pubblici, e il progressivo venire meno

degli sconti contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato effettuate a partire dal 2015; tali andamenti si rifletterebbero immediatamente sul deflatore del PIL e in maniera

più graduale sui prezzi al consumo. Si stima che le retribuzioni del settore privato crescano di poco meno dell'1,5 per cento quest'anno per poi accelerare in media a circa il 2 nel biennio 2019-2020; i nuovi contratti incorporerebbero gradualmente il progressivo aumento delle aspettative di inflazione e il miglioramento delle condizioni cicliche. L'effetto sul costo del lavoro per unità di prodotto verrebbe attenuato dal recupero ciclico della produttività. I margini di profitto del settore privato si espanderebbero complessivamente per poco meno di un punto percentuale nel triennio di previsione, sospinti dal rafforzamento della domanda; alla fine dell'orizzonte previsivo avrebbero recuperato circa metà della caduta registrata tra il 2008 e il 2012.

**Le proiezioni di crescita sono state riviste al rialzo rispetto allo scorso luglio**

Le proiezioni di crescita del PIL sono lievemente superiori a quelle del *Bollettino economico* dello scorso luglio. Sulla revisione hanno influito principalmente ipotesi più favorevoli riguardo all'andamento della domanda estera e dei tassi di interesse, solo parzialmente compensate dall'apprezzamento del cambio e dai più elevati prezzi del greggio; vi ha inoltre contribuito l'orientamento nel

complesso favorevole alla crescita della manovra economica per il 2018. Le stime di inflazione sono state riviste al ribasso per circa un decimo di punto percentuale per il 2019, soprattutto per effetto dell'apprezzamento dell'euro fin qui osservato e della dinamica dei prezzi dei servizi risultata più debole nella seconda metà del 2017 di quanto atteso in luglio. Rispetto alle stime pubblicate alla metà di dicembre<sup>3</sup> nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, la crescita è marginalmente inferiore, in coerenza con ipotesi lievemente meno favorevoli su cambio e quotazioni del petrolio; l'inflazione al consumo è più elevata di circa due decimi nel 2018.

**Il quadro di insieme è leggermente più favorevole rispetto ad altri previsori**

Le proiezioni di crescita qui formulate sono nel loro insieme in linea con quelle dell'OCSE, pubblicate alla fine di novembre, e con quelle degli analisti censiti da Consensus Economics in gennaio; sono lievemente più positive delle proiezioni della Commissione europea e molto più favorevoli di quelle del Fondo monetario internazionale (FMI), pubblicate in ottobre (tav. 11). Le

proiezioni di inflazione presentate in questo Bollettino sono inferiori di circa un decimo di punto percentuale quest'anno rispetto a quelle dei principali previsori istituzionali, coerentemente con la persistente debolezza della componente di fondo osservata negli ultimi mesi; sono invece sostanzialmente in linea con le proiezioni di tali previsori per il 2019.



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

<sup>3</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 dicembre 2017.

Nel complesso si valuta che i rischi, sintetizzati nelle distribuzioni di probabilità (fig. 42), siano prevalentemente orientati al ribasso per la crescita e bilanciati per l'inflazione.

**I rischi per la crescita derivano dal contesto globale e dai mercati finanziari**

Lo scenario previsivo descritto presuppone la prosecuzione dell'attuale fase di elevata fiducia delle imprese e di contenuta volatilità dei mercati azionari.

Per la crescita i principali fattori di rischio derivano dal contesto globale e dai mercati finanziari. La ripresa dell'economia mondiale potrebbe risentire dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche e dell'incertezza circa l'evoluzione futura delle politiche economiche, con ripercussioni negative sull'espansione del commercio mondiale. Un deterioramento del quadro internazionale o mutamenti inattesi nelle politiche economiche adottate nelle principali aree potrebbero inoltre tradursi in aumenti della volatilità dei mercati finanziari e dei premi per il rischio, incidendo sulle condizioni finanziarie e sulle decisioni di consumo e di investimento.

Tra i rischi di origine interna, si sono ridotti rispetto agli scorsi trimestri quelli connessi con la debolezza del sistema creditizio e con l'incertezza sull'intensità della ripresa in atto. Il quadro qui delineato dipende però dal proseguimento di politiche economiche in grado, da un lato, di favorire la crescita dell'economia

**Tavola 11**

**Previsioni di altre organizzazioni**  
(variazioni percentuali su periodo precedente)

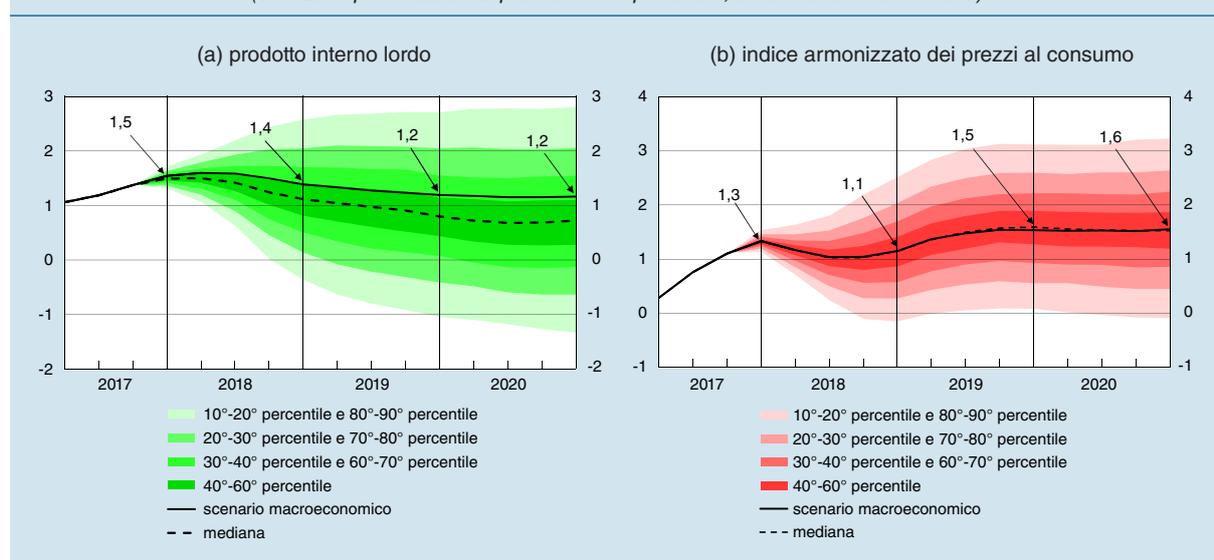
VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
FMI (ottobre)	1,1	0,9	1,0	1,2	1,4	1,4
OCSE (novembre)	1,5	1,3	-	1,2	1,4	-
Commissione europea (novembre)	1,3	1,0	-	1,2	1,5	-
Consensus Economics (gennaio)	1,4	1,1	-	1,1	1,4	-

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2017; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2017; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2017*, novembre 2017; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, gennaio 2018.

(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.

**Figura 42**

**Distribuzione di probabilità delle previsioni di PIL e IPCA (1)**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; media mobile di 4 termini)



(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.

nel lungo termine, sostenendo le scelte di investimento e di consumo e, dall'altro, di assicurare credibilità al percorso di riduzione del debito pubblico, sfruttando il momento favorevole dell'economia globale.

Per l'inflazione i rischi al ribasso restano associati agli effetti di un possibile indebolimento dell'attività economica e all'eventualità che i primi segnali di ripresa della dinamica retributiva fin qui osservati non si consolidino (cfr. il par. 2.5); pressioni al rialzo potrebbero invece derivare da nuovi incrementi nelle quotazioni delle materie prime energetiche.