

3.10 LE PROSPETTIVE

Le condizioni finanziarie e le prospettive dell'economia mondiale sono peggiorate; rimane elevata l'incertezza

Rispetto al quadro previsivo presentato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, l'aggravarsi della crisi del debito sovrano e i segnali di rallentamento del commercio internazionale hanno determinato in Italia e nell'area dell'euro un peggioramento delle prospettive di crescita, che è stato progressivamente incorporato nelle stime elaborate dalle istituzioni internazionali e dai previsori privati. Per l'anno in corso gli analisti censiti in gennaio da Consensus Economics prefigurano in media una sensibile contrazione del PIL dell'Italia, mentre nel settembre scorso le attese risultavano ancora orientate verso una crescita positiva; negli ultimi due mesi si è inoltre ampliata significativamente la dispersione delle previsioni (fig. 30).

Le prospettive dipendono in misura prevalente dall'evoluzione della crisi del debito sovrano

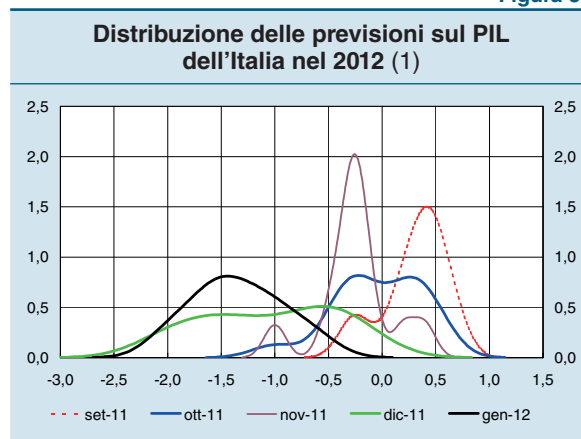
L'incertezza derivante dai possibili sviluppi della crisi del debito sovrano è straordinariamente elevata e si riflette sui tassi di interesse, sui bilanci delle banche e sulla quantità di prestiti da esse erogati. Non si può escludere l'eventualità che le difficoltà di raccolta (cfr. il par. 3.7) si traducano in restrizioni delle politiche di erogazione del credito, che ridurrebbero la capacità di spesa di famiglie e imprese; tali difficoltà possono essere attenuate dagli aggressivi interventi di sostegno al settore bancario messi in atto dall'Eurosistema (cfr. il par. 2.2). Il ripristino della fiducia nella capacità dello Stato di onorare il proprio debito potrebbe ridurre i costi di finanziamento per famiglie e imprese; l'andamento dei tassi di interesse e del credito dipende però anche dall'evoluzione delle condizioni dei mercati finanziari internazionali e dalle decisioni assunte a livello europeo.

Nel primo esercizio, come di consueto, si assume che i tassi di interesse dei titoli di Stato riflettano la configurazione recente della struttura per scadenza: ne deriva uno spread tra il rendimento dei BTP e del Bund tedesco a 10 anni pari a circa 500 punti base per tutto il biennio 2012-13 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*). Per valutare la sensitività delle proiezioni all'evoluzione dei mercati finanziari e del credito, in un secondo scenario si ipotizza una parziale normalizzazione delle condizioni sui mercati finanziari e del credito; si assumono, a partire dal primo trimestre di quest'anno, rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato inferiori a quelli attualmente incorporati nelle quotazioni dei mercati finanziari e un più rapido rientro delle tensioni sull'offerta di credito. Rischi di un sostanziale peggioramento delle condizioni finanziarie, anche rispetto al primo scenario, non possono però essere esclusi.

LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le informazioni congiunturali più recenti segnalano un significativo rallentamento dell'economia mondiale e degli scambi internazionali rispetto ai ritmi di sviluppo osservati nella prima parte del 2011. Il commercio mondiale, stimato in crescita di oltre il 6 per cento nell'anno appena terminato,

Figura 30



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Economics.

(1) Tassi di variazione medi annui; valori percentuali. Sull'asse verticale sono riportati i valori della densità di probabilità che approssima la distribuzione delle previsioni: valori più alti corrispondono a previsioni su cui concorda un maggior numero di analisti.

aumenterebbe di meno del 3 per cento nella media del 2012 per poi tornare a espandersi intorno al 7 per cento nel 2013. Per l'anno in corso tali valutazioni sono nettamente meno favorevoli rispetto a quelle formulate lo scorso autunno dalle principali organizzazioni internazionali (Commissione europea, Fondo monetario internazionale e OCSE) in quanto tengono conto dei più aggiornati andamenti congiunturali. Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono formulate a partire dalle quotazioni dei dieci giorni lavorativi antecedenti al 12 gennaio 2012. Coerentemente con le informazioni provenienti dai contratti futures, si ipotizza che il prezzo del greggio di qualità Brent scenda lievemente nell'orizzonte di previsione, a 108,8 dollari al barile quest'anno e a 103,9 il prossimo. I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures sull'Euribor, scenderebbero poco sotto l'1 per cento nella media del 2012 e si manterrebbero su tali livelli anche nel 2013; il tasso medio sui BOT oscillerebbe su valori lievemente inferiori al 3 per cento nel primo scenario e all'1,5 nel secondo. I tassi a lungo termine (corrispondenti al rendimento di un paniere di titoli di Stato la cui durata finanziaria è di circa sei anni) si attesterebbero poco al di sotto del 7 per cento nel biennio 2012-13 nel primo scenario e intorno al 5 per cento nel secondo. Riguardo ai cambi, l'ipotesi tecnica è che i tassi bilaterali si mantengano invariati sui livelli medi osservati nelle ultime due settimane; essa implica un rapporto dollaro-euro pari a 1,29 lungo l'intero orizzonte di previsione. L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto delle consistenti misure correttive approvate dal Governo nella seconda metà dello scorso anno, il cui impatto complessivo sulla riduzione del deficit al 2013 è, secondo le valutazioni ufficiali, di 75,6 miliardi di euro.

Le ipotesi sull'andamento del commercio mondiale si basano sulle previsioni elaborate da organizzazioni internazionali, aggiornate alla luce delle informazioni più recenti (per ulteriori dettagli sulla realizzazione delle proiezioni con il modello econometrico della Banca d'Italia, cfr. il riquadro: *La costruzione di scenari previsivi*, in *Bollettino economico*, n. 57, 2009). La crescita dell'economia globale si è indebolita, pur in presenza di segnali positivi negli Stati Uniti. Gli scambi internazionali crescerebbero di poco meno del 3 per cento quest'anno (circa la metà dell'aumento stimato per il 2011) e accelererebbero a circa il 7 per cento nel 2013.

Il PIL dell'Italia, in flessione quest'anno, tornerebbe a crescere nel corso del 2013

Gli indicatori congiunturali segnalano che la lieve contrazione del PIL italiano registrata nel terzo trimestre si sarebbe accentuata nei mesi finali dell'anno appena

concluso (cfr. il par. 3.1). Si valuta che la fase recessiva si protragga al 2012. Nel primo scenario il PIL si ridurrebbe dell'1,5 per cento nella media di quest'anno, dopo essere aumentato dello 0,4 nel 2011 (tav. 8). L'attività economica tornerebbe a crescere a partire dal primo trimestre dell'anno prossimo (fig. 31) anche se, per effetto della flessione stimata per quest'anno, la variazione media del PIL risulterebbe nulla nel 2013. Rispetto allo scenario pubblicato a luglio, le nuove proiezioni sono state riviste al ribasso, per via del deterioramento delle condizioni di finanziamento, degli interventi di riequilibrio del bilancio pubblico e del peggioramento del quadro internazionale.

Tavola 8

Primo scenario macroeconomico			
<i>(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)</i>			
VOCI	2011	2012	2013
PIL (1)	0,4	-1,5	0,0
Consumi delle famiglie	0,4	-1,3	-1,1
Consumi collettivi	-0,4	-2,1	-0,2
Investimenti fissi lordi	-1,0	-4,9	0,7
Esportazioni totali	6,1	0,7	4,9
Importazioni totali	0,8	-3,0	3,1
Variazione delle scorte (2)	-1,0	-0,4	0,0
IPCA (3)	2,9	3,1	2,4
Competitività all'export (4)	-0,2	1,6	-0,4

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) Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (4) 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.

Le esportazioni continuerebbero a espandersi, pur se a ritmi contenuti nel 2012

Le esportazioni continuerebbero a crescere, pur se a ritmi inferiori a quelli del biennio scorso, rallentando allo 0,7 per cento nel 2012 (dal 6,1 del 2011)

per poi tornare ad accelerare, intorno al 5 per cento, l'anno successivo. Le vendite all'estero si indirizzerebbero prevalentemente verso i mercati esterni all'area dell'euro. La quota di mercato mondiale delle nostre merci scenderebbe lievemente, portandosi nel 2013 al 2,8 per cento in termini nominali; tale andamento, in condizioni di prezzi relativi pressoché stabili, rifletterebbe la minor presenza delle produzioni italiane nei settori merceologici e nelle aree geografiche a più rapido sviluppo.

Gli investimenti risentirebbero delle condizioni di finanziamento

Il peggioramento delle condizioni di finanziamento e il deterioramento delle prospettive di domanda si ripercuoterebbero sull'accumulazione di capitale. Gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto si contrarrebbero complessivamente di oltre il 5 per cento nel biennio 2012-13; quelli residenziali, in calo dal 2008, continuerebbero a ridursi, così come gli investimenti pubblici, che risentirebbero delle misure di consolidamento fiscale adottate negli ultimi anni.

L'andamento dei consumi delle famiglie rifletterebbe principalmente la contrazione del reddito disponibile

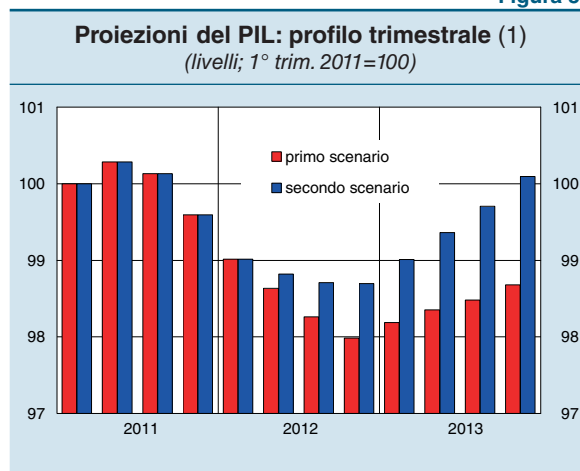
La spesa delle famiglie verrebbe frenata dal consistente calo del reddito disponibile. Sulle decisioni di acquisto inciderebbero inoltre, sebbene in misura minore, l'aumento dei tassi di interesse e la perdurante incertezza sulle prospettive occupazionali. I consumi si ridurrebbero di circa un punto percentuale sia nel 2012 sia nel 2013. Proseguendo la flessione in atto dal 2005, il tasso di risparmio scenderebbe significativamente nell'anno in corso e si stabilizzerebbe nel 2013.

I conti con l'estero migliorerebbero

Al calo della domanda interna corrisponderebbe tuttavia un miglioramento

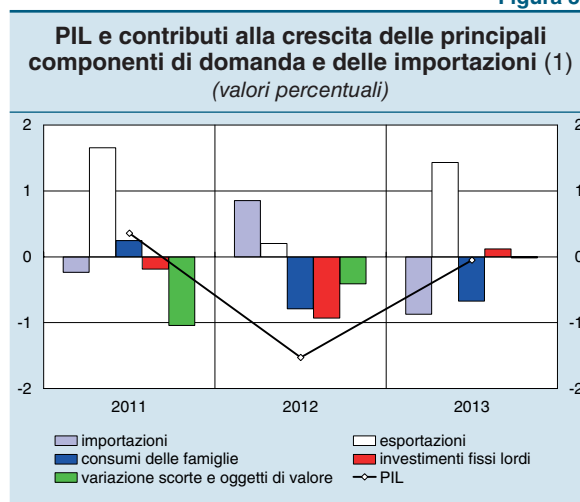
significativo dei conti con l'estero. Le importazioni fletterebbero di circa il 3 per cento nell'anno in corso; nel 2013 tornerebbero a espandersi, spinte dalla ripresa delle esportazioni (la componente della domanda aggregata a più elevato contenuto di input importati). I flussi commerciali con l'estero fornirebbero nel complesso un contributo positivo alla variazione del PIL, attenuando sensibilmente gli effetti depressivi della caduta di consumi e investimenti (fig. 32). In assenza di significative variazioni delle ragioni di scambio, il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti migliorerebbe in misura pronunciata, scendendo sotto il 2,5 per cento del PIL alla fine del 2013.

Figura 31



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

Figura 32



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

Un ripristino della fiducia potrebbe migliorare in modo sostanziale le prospettive dell'economia

In un secondo scenario si valuta la sensitività delle proiezioni a una normalizzazione delle condizioni dei mercati finanziari e del credito, connessa con il ripristino della fiducia degli investitori nella capacità dello Stato italiano di onorare il proprio debito e, allo stesso tempo, nella piena attuazione delle misure europee. Rispetto all'ipotesi tecnica di spread costanti sui titoli di Stato, si assume una riduzione dei costi di finanziamento del settore pubblico e privato: a partire dal primo trimestre del 2012 i rendimenti dei BTP a 10 anni vengono ipotizzati, a titolo esemplificativo, inferiori di 200 punti base rispetto a quelli attualmente incorporati nelle quotazioni dei mercati finanziari e nel primo scenario previsivo (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*), riportandosi attorno ai livelli registrati in media nell'estate scorsa; rientrerebbero le difficoltà di provvista delle banche e si attenuerebbero le tensioni sull'offerta di credito, che si sono manifestate nella seconda parte del 2011 (cfr. il par. 3.7).

In questo scenario l'attività produttiva fletterebbe in misura significativa nel primo trimestre del 2012, si stabilizzerebbe nella parte finale dell'anno e tornerebbe a espandersi nel 2013 (cfr. fig. 31). In media d'anno il PIL diminuirebbe dell'1,2 per cento nel 2012 e si espanderebbe dello 0,8 nel successivo (tav. 9). Rispetto allo scenario precedente, il PIL l'anno prossimo sarebbe più elevato di oltre un punto percentuale. Grazie ai più bassi costi di finanziamento e alla maggior disponibilità di credito, gli investimenti fletterebbero in misura meno marcata nel 2012 e si espanderebbero di circa il 5 per cento nel 2013; i consumi delle famiglie si contrarrebbero dell'1 per cento nella media di quest'anno, ma i loro tassi di crescita congiunturali tornerebbero positivi a partire dall'inizio del 2013.

Il rapporto debito/PIL flette dal 2013

In entrambi gli scenari le tre manovre correttive disposte tra luglio e dicembre permettono di conseguire nel 2013 un avanzo primario nell'ordine del 5 per cento del PIL e una prima riduzione del rapporto debito/PIL. La flessione sarebbe più accentuata nel secondo scenario; in questo caso, nel 2013 il rapporto tornerebbe attorno al livello registrato nel 2010 e verrebbe sostanzialmente conseguito il pareggio di bilancio.

L'andamento dei prezzi al consumo rifletterebbe gli aumenti dell'IVA

L'andamento dell'inflazione, che incorpora con ritardo le variazioni della domanda aggregata, sarebbe sostanzialmente il medesimo nei due scenari. Sulla dinamica dei prezzi inciderebbero il rallentamento dell'attività economica nonché gli aumenti dell'IVA e delle accise già attuati e quelli previsti per la fine dell'anno in corso, che si ipotizzano permanenti nel 2013. L'inflazione, misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), si porterebbe al 3,1 per cento nella media di quest'anno (dal 2,9 nel 2011), per poi diminuire al 2,4 per cento nel 2013; al netto dell'inasprimento dell'imposizione indiretta, sarebbe prossima al 2,0 per cento nel 2012 e all'1,5 nel 2013. L'inflazione interna, valutata con il deflatore del PIL, sarebbe lievemente superiore al 2 per cento nel biennio. Pur in presenza di un lieve rallentamento delle retribuzioni, i costi unitari del lavoro del settore privato crescerebbero in media di circa il 2 per cento l'anno, riflettendo la flessione della produttività (fig. 33). I margini di profitto si contrarrebbero quest'anno, recuperando lievemente il prossimo.

Tavola 9

Secondo scenario macroeconomico (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)		
VOCI	2012	2013
PIL (1)	-1,2	0,8
Consumi delle famiglie	-1,0	-0,3
Consumi collettivi	-2,1	-0,2
Investimenti fissi lordi	-3,5	4,9
Esportazioni totali	0,7	5,1
Importazioni totali	-2,2	5,0
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	-0,3	0,1
IPCA (3)	3,1	2,4
Competitività all'export (4)	1,6	-0,3

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, corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (4) 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.

I rischi sono elevati

L'incertezza che circonda le prospettive di medio termine dell'economia italiana è, come rilevato, straordinariamente elevata (fig. 34) ed è strettamente legata all'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Ulteriori, elevati rischi al ribasso per l'attività produttiva non possono essere esclusi: un peggioramento della fiducia nella capacità dei governi europei di affrontare la crisi del debito potrebbe avere conseguenze molto gravi sui tassi di interesse e sulle condizioni di finanziamento, al di là di quanto considerato in queste proiezioni; è possibile un più marcato rallentamento dell'economia mondiale.

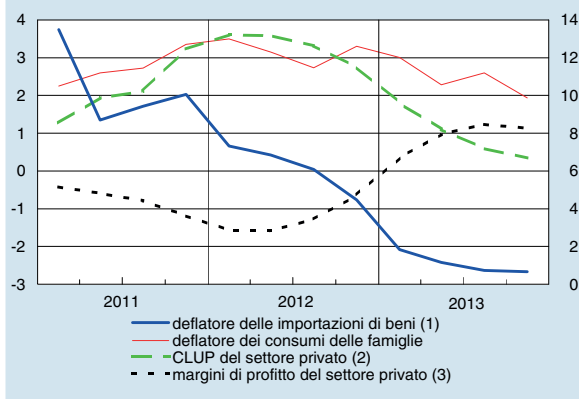
Le proiezioni non incorporano eventuali effetti positivi di misure strutturali a sostegno della crescita economica

Effetti più favorevoli sulle prospettive di crescita potrebbero invece derivare dall'approvazione delle misure strutturali per il rilancio dell'economia italiana in corso di definizione, che non sono incorporate in queste proiezioni.

Tali misure potrebbero essere in grado di stimolare la crescita del prodotto potenziale e influenzare positivamente le aspettative dei mercati e le decisioni di spesa di famiglie e imprese, riverberandosi per questa via anche sui risultati di quest'anno e del prossimo.

Figura 33

Principali determinanti dell'inflazione al consumo
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

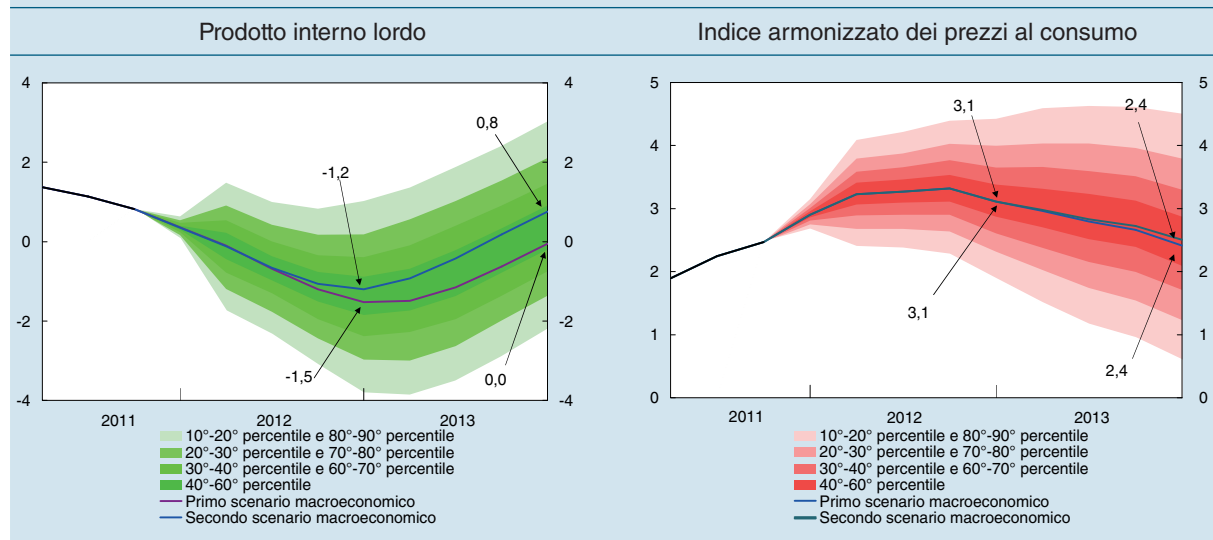


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Scala di destra. – (2) Costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato (al netto di energia e agricoltura); calcolato come rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto al costo dei fattori. – (3) Rapporto tra il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori del settore privato (al netto di energia e agricoltura) e il CLUP.

Figura 34

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. 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.