

## 2.10 LE PROSPETTIVE

**Le prospettive di crescita...** Le proiezioni per il biennio 2015-16 presentate in questo Bollettino prefigurano un graduale ritorno alla crescita in Italia quest'anno e una più robusta espansione nel 2016 (tav. 10 e fig. 32). L'attività economica verrebbe sostenuta dall'orientamento espansivo della politica monetaria e dalle misure disposte nella legge di stabilità, che riducono il cuneo fiscale; beneficerebbe inoltre della graduale accelerazione degli scambi internazionali, del deprezzamento del cambio e della flessione del prezzo del petrolio (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche*).

**... dipendono da quelle dell'accumulazione di capitale e dal contesto internazionale** La ripresa sarebbe tuttavia frenata da un andamento ancora debole degli investimenti e presenterebbe elementi di fragilità, connessi con le prospettive di crescita tuttora modeste nell'area dell'euro e in alcune economie emergenti, con le possibili turbolenze sui mercati finanziari e valutari e con il perdurare di condizioni di incertezza e bassa fiducia (cfr. il par. 2.1).

Nel complesso del 2014, sulla base degli indicatori finora disponibili, si stima che il PIL dell'Italia si sia ridotto dello 0,4 per cento (-1,9 nel 2013). L'attività economica tornerebbe a espandersi in maniera moderata all'inizio di quest'anno, per poi rafforzarsi lievemente nei trimestri successivi: nello scenario centrale la crescita sarebbe dello 0,4 per cento quest'anno e raggiungerebbe l'1,2 il prossimo. Al termine dell'orizzonte di proiezione il prodotto si collocherebbe ancora oltre sette punti percentuali sotto il livello del 2007.

**Lo scenario incorpora condizioni monetarie espansive** Le proiezioni incorporano condizioni monetarie e finanziarie più espansive rispetto al quadro presentato in luglio, indotte dalle misure decise dal Consiglio direttivo della BCE e dall'attesa di ulteriori interventi (cfr. il par 1.2). Secondo le aspettative dei mercati il tasso di interesse a tre mesi si manterrebbe stabile per tutto il periodo a livelli pressoché nulli; i rendimenti dei BTP decennali aumenterebbero progressivamente, raggiungendo il 2,6 per cento nel 2016. Gli effetti del miglioramento delle condizioni finanziarie sarebbero tuttavia in parte compensati dalla revisione al ribasso dell'inflazione

Tavola 10

### Scenario macroeconomico in Italia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

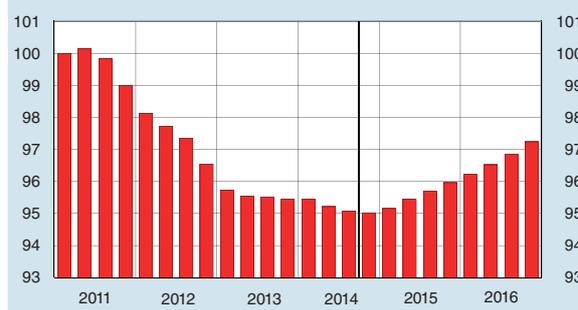
VOCI	2014	2015	2016
PIL (1)	-0,4	0,4	1,2
Consumi delle famiglie	0,3	0,9	0,9
Consumi collettivi	-0,2	-0,5	-0,6
Investimenti fissi lordi	-2,6	-0,7	2,5
<i>di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto</i>	-1,7	-0,7	3,6
Esportazioni totali	1,7	3,7	5,9
Importazioni totali	0,3	3,4	5,7
Variazione delle scorte (2)	-0,5	-0,1	0,0
IPCA	0,2	-0,2	0,7
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,7	0,6	0,8
Occupazione (3)	0,0	0,5	0,3
Tasso di disoccupazione (4)	12,8	12,8	12,8
Competitività all'export (5)	0,1	3,6	0,4
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	1,8	2,5	2,5

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) 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 32

### Proiezioni del PIL: profilo trimestrale (1) (livelli; 1° trim. 2011=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 2014; proiezioni per i trimestri successivi.

attesa, che, in presenza di tassi nominali a breve ormai prossimi al limite inferiore, si tradurrebbe in un sostegno ai tassi di interesse reali.

## LE IPOTESI TECNICHE

Le principali ipotesi alla base dello scenario macroeconomico sono le seguenti:

- gli scambi internazionali, aumentati di meno del 3 per cento nella media del 2014, accelerano al 4 nel 2015 e al 5,2 nel 2016; nel biennio 2015-16 la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni si espande a un ritmo medio prossimo al 4,3 per cento<sup>1</sup>;
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, 1,33 nella media del 2014, scende a 1,20 nel biennio 2015-16<sup>2</sup>;
- il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 100 dollari al barile nella media del 2014, scende a 58,5 nel 2015 e risale a 66,3 nel 2016;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) rimane pressoché costante allo 0,1 per cento nel prossimo biennio;
- il tasso di interesse sui BTP a dieci anni è pari al 2,3 per cento nel 2015 e risale al 2,6 l'anno successivo, in linea con le aspettative dei mercati;
- coerentemente con le ipotesi sottostanti allo scenario previsivo dell'Eurosistema (cfr. BCE, *Bollettino mensile*, n. 12, 2014), gli effetti delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e dei programmi di acquisto di asset-backed securities e di covered bond sono inclusi solo per la parte che si è già riflessa nei valori correnti e attesi dei tassi di interesse e sul cambio;
- lo scenario previsivo incorpora le misure contenute nella legge di stabilità. In particolare sono inclusi: il sostegno ai redditi medio-bassi; il taglio dell'IRAP per la componente relativa al costo del lavoro; la riduzione dei contributi sociali per i datori di lavoro del settore privato che nel corso del 2015 assumeranno nuovi dipendenti con contratto a tempo indeterminato.

Tavola

### Ipotesi sulle principali variabili esogene

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

VOCI	2014	2015	2016
Commercio internazionale	2,9	4,0	5,2
Domanda estera potenziale	2,8	3,7	4,8
Dollaro/euro (1)	1,33	1,20	1,20
Cambio effettivo nominale (2)	-0,2	1,7	0,0
Prezzo del greggio (3)	99,4	58,5	66,3
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	0,2	0,1	0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,5	0,3	0,3
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,9	2,3	2,6

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

(1) Medie annue. – (2) Il tasso di cambio effettivo è calcolato attribuendo alle valute dei principali partner commerciali dell'Italia un peso commisurato alla loro quota nell'interscambio con il nostro paese. Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

<sup>1</sup> Le valutazioni sull'attività economica globale e le 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 nel Bollettino mensile della BCE dello scorso dicembre, aggiornate per tener conto dei più recenti andamenti congiunturali.

<sup>2</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 13 gennaio.

**La domanda globale e il cambio favorirebbero le esportazioni**

Il quadro prefigura una ripresa delle esportazioni nel corso del biennio (al 3,7 per cento nel 2015 e al 5,9 nell'anno successivo), favorita dall'ipotesi di una moderata espansione dell'economia globale e dal deprezzamento del cambio dell'euro registrato dalla metà del 2014 (fig. 33); si valuta che

quest'ultimo fattore – che ha riguardato principalmente la quotazione rispetto al dollaro – contribuisca a una maggiore crescita delle esportazioni per oltre un punto percentuale. La dinamica delle vendite all'estero risulterebbe sostanzialmente in linea con quella del commercio mondiale.

**Gli investimenti potrebbero tornare a crescere gradualmente...**

L'andamento degli investimenti resta cruciale nel determinare le prospettive di crescita. Lo scenario centrale, attorno al quale è

tuttavia elevata l'incertezza, presuppone che il profilo trimestrale mostri un miglioramento già nella prima metà del 2015, con un ritorno a ritmi di crescita positivi. Nella media dell'anno l'accumulazione di capitale, dopo il calo osservato nel 2014, rimarrebbe tuttavia ancora lievemente negativa; tornerebbe poi a crescere l'anno prossimo del 2,5 per cento. La ripresa degli investimenti, finora frenati dalla restrizione del credito e dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, sarebbe principalmente ascrivibile alla componente in macchinari e attrezzature, che beneficerebbe in misura maggiore del graduale miglioramento delle prospettive di domanda, soprattutto estera, e delle più favorevoli condizioni di finanziamento. La componente edilizia, sulla quale continua a gravare la prolungata debolezza del mercato delle abitazioni, continuerebbe a scendere nell'anno in corso per poi stabilizzarsi nel successivo.

**... con un miglioramento delle condizioni di offerta del credito**

Grazie all'orientamento espansivo della politica monetaria, le condizioni del mercato del credito migliorerebbero in modo graduale, coerentemente con le indicazioni provenienti dai sondaggi (cfr. il par. 2.7). Il costo medio dei finanziamenti alle imprese scenderebbe ancora quest'anno e il prossimo: i tassi bancari sarebbero superiori di circa tre punti percentuali ai corrispondenti

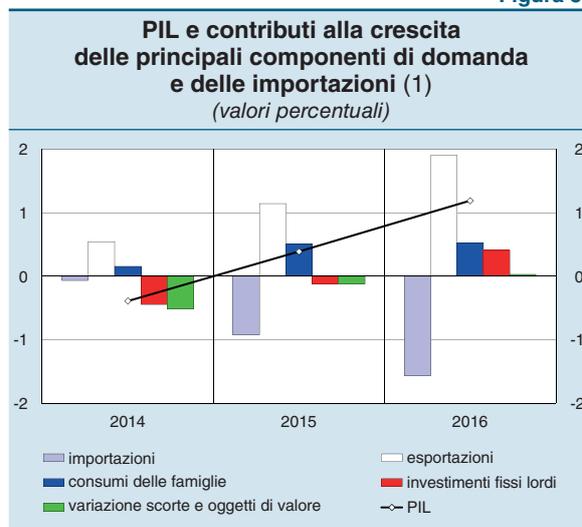
rendimenti del mercato monetario; il differenziale sarebbe più basso (di quasi un punto percentuale) rispetto al picco della crisi, ma più elevato nel confronto con la media storica, segnalando condizioni ancora non del tutto distese. Il credito alle imprese tornerebbe a espandersi a partire dall'inizio del 2016; quello alle famiglie migliorerebbe più rapidamente, soprattutto nella componente dei mutui, meno rischiosa.

**I consumi continuerebbero ad aumentare...**

I consumi acquisirebbero gradualmente vigore, per effetto della ripresa del reddito disponibile in parte

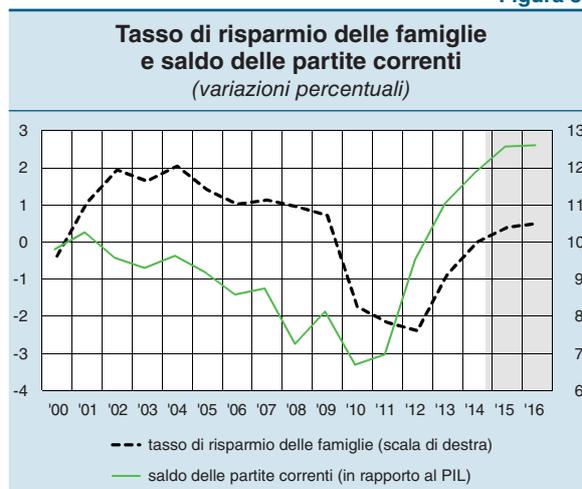
connessa con le misure inserite nella legge di stabilità per sostenere i redditi medio-bassi. Il tasso di risparmio delle famiglie, salito nel 2014 al 10 per cento (dal 9,1 nel 2013), arriverebbe nel biennio

Figura 33



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

Figura 34



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

2015-16 al 10,5, mantenendosi tuttavia su valori ancora inferiori a quelli osservati prima della crisi finanziaria (fig. 34).

Nelle nostre valutazioni gli interventi a sostegno dei redditi medio-bassi innalzerebbero i consumi di circa mezzo punto percentuale, cumulativamente, nel periodo 2015-16. Nel complesso le misure espansive contenute nella legge di stabilità (il sostegno alle famiglie e la riduzione del cuneo fiscale a carico delle imprese) avrebbero un impatto positivo sul PIL pari a circa lo 0,8 per cento nel biennio 2015-16; le coperture previste sottrarrebbero quasi 0,6 punti percentuali di prodotto. L'effetto potrà essere più accentuato se gli interventi saranno percepiti da famiglie e imprese come parte di un orientamento duraturo della politica economica.

**... con un lento rafforzamento del mercato del lavoro**

L'occupazione misurata in unità standard, sostanzialmente invariata nel 2014, si espanderebbe complessivamente di poco meno dell'1,0 per cento nel biennio 2015-16; circa un terzo dell'aumento deriverebbe dalle misure di riduzione del cuneo fiscale contenute nella legge di stabilità (in particolare, il taglio dell'IRAP e la decontribuzione per i lavoratori assunti nel 2015 con contratti a tempo indeterminato). La produttività del lavoro nel settore privato tornerebbe a crescere, in media, di poco oltre lo 0,5 per cento nel 2015-16. Il tasso di disoccupazione resterebbe tuttavia sostanzialmente invariato, al 12,8 per cento, per il contemporaneo aumento dell'offerta di lavoro.

**Prosegue il miglioramento dei conti con l'estero...**

Grazie al minor disavanzo energetico, riconducibile alle basse quotazioni del greggio, proseguirebbe il miglioramento del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, che raggiungerebbe il 2,5 per cento del prodotto nel 2015 e si manterrebbe al medesimo livello anche nel 2016.

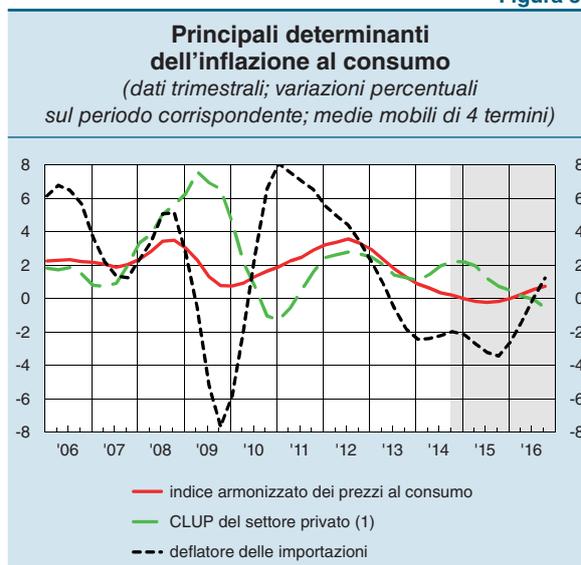
**... e di quelli pubblici**

Si stima che l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche scenda lievemente quest'anno e più significativamente il prossimo. In tale quadro l'incidenza del debito pubblico sul PIL tornerebbe a ridursi solo a partire dal 2016. Le valutazioni sui conti pubblici tengono conto dei provvedimenti inseriti nella legge di stabilità; riflettono quindi il permanere di un orientamento sostanzialmente neutrale della politica di bilancio, dopo le forti correzioni del biennio 2012-13.

**L'inflazione rimane debole**

La variazione dell'indice dei prezzi al consumo, scesa allo 0,2 per cento nella media del 2014, sarebbe marginalmente negativa quest'anno (-0,2 per cento), risentendo in larga misura del forte calo delle quotazioni del petrolio. Al netto delle componenti energetica e alimentare l'aumento dei prezzi sarebbe comunque basso, pari allo 0,6 per cento; rimarrebbe al di sotto dell'1,0 per cento anche nel 2016 (fig. 35). Resterebbero deboli le componenti interne dell'inflazione, riflettendo l'influenza dell'ampia capacità produttiva inutilizzata: il deflatore del PIL aumenterebbe dello 0,6 per cento nel 2015, per portarsi all'1,0 l'anno successivo. I margini di profitto tornerebbero a espandersi moderatamente nel 2016, beneficiando del rafforzamento dell'attività economica.

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
 (1) 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.

**I fattori sottostanti le revisioni rispetto a luglio**

Le proiezioni sull'andamento del PIL e dell'inflazione, come quelle degli altri principali istituti, sono state sensibilmente riviste al ribasso rispetto a quelle pubblicate in luglio. Il profilo di crescita è inferiore di 0,9 punti percentuali quest'anno (fig. 36); vi contribuisce principalmente la mancata ripresa dell'attività di accumulazione fin qui registrata e un'evoluzione della domanda estera più lenta di quanto precedentemente atteso (cfr. il riquadro: *Le determinanti del calo dell'attività economica nella prima metà dell'anno*, in *Bollettino economico*, n. 4, 2014); tali fattori più che compensano gli effetti espansivi derivanti dal forte calo del prezzo in euro del petrolio (inferiore di circa il 60 per cento rispetto alla metà del 2014, con un effetto sul PIL quantificabile in circa 0,5 punti percentuali) e dal deprezzamento del cambio, pari a quasi il 13 per cento rispetto al dollaro e a quasi l'1,5 per cento in termini effettivi, cui corrisponde un impatto sul PIL attorno a 0,1 punti percentuali. La stima dell'inflazione, rivista al ribasso per il 2015 di un punto percentuale, riflette la dinamica delle quotazioni delle materie prime importate e, in misura minore, un andamento più moderato dei prezzi interni, legato alla debolezza della domanda.

**Le altre proiezioni**

Le proiezioni di crescita presentate in questo Bollettino sono in linea con quelle più recenti degli altri principali previsori (tav. 11), ad eccezione dell'OCSE, che stima un PIL stagnante nel 2015. Il profilo dell'inflazione risulta più elevato nelle valutazioni della Commissione europea e dell'FMI.

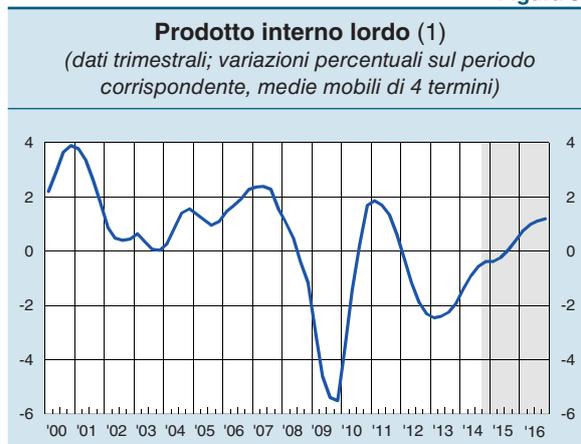
**Resta elevata l'incertezza**

Lo scenario descritto continua a essere soggetto a elevata incertezza (fig. 37). Sull'andamento dell'attività economica potrebbero incidere al ribasso il riacutizzarsi di tensioni sui mercati finanziari internazionali, connesso con l'evolversi della situazione politica in Grecia e con la crisi in Russia, e un indebolimento delle economie emergenti. I rischi sull'inflazione risentono dell'eventualità di un'ulteriore flessione delle aspettative. Il quadro è anche sensibile a deviazioni della politica fiscale dal profilo ipotizzato (cfr. il riquadro: *La sensibilità del quadro macroeconomico alle ipotesi sul profilo di consolidamento dei conti pubblici*).

**Un quadro più favorevole potrebbe risultare dall'espansione del bilancio dell'Eurosistema...**

Misure aggressive di sostegno monetario potrebbero contrastare la bassa inflazione e la debolezza dell'attività economica nell'area dell'euro e in Italia. Nelle nostre valutazioni un'espansione del bilancio dell'Eurosistema che si riflettesse in una riduzione dei tassi di interesse sui titoli di Stato a lungo termine pari a 50 punti base e in un deprezzamento dell'euro del 5 per cento nei confronti delle principali valute internazionali, potrebbe determinare, nel biennio 2015-16, un livello del PIL complessivamente superiore di

**Figura 36**



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 2014; proiezioni per i trimestri successivi.

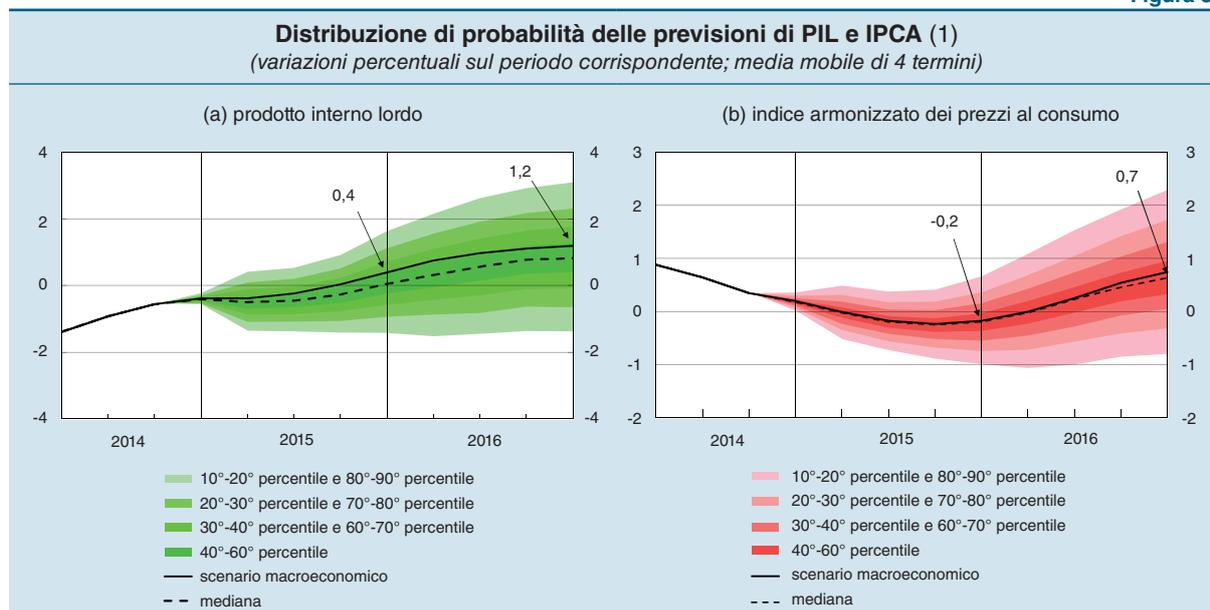
**Tavola 11**

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

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2015	2016	2015	2016
FMI (ottobre)	0,8	1,3	0,5	1,1
OCSE (novembre)	0,2	1,0	0,0	0,6
Commissione europea (novembre)	0,6	1,1	0,5	2,0
Consensus Economics (dicembre)	0,4	...	0,4	...

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2014; OCSE, *Economic Outlook*, n. 96, novembre 2014; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2014*, novembre 2014; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2014.

(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.



(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», n. 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.

0,5 punti percentuali per l'Italia e di un ammontare non dissimile per l'area dell'euro; i prezzi al consumo sarebbero più elevati, complessivamente, di circa mezzo punto percentuale sia in Italia sia nell'area dell'euro. Oltre ai due canali diretti qui considerati, ne sarebbero verosimilmente attivati anche altri, non meno importanti ma di difficile quantificazione, quali ad esempio gli effetti sulla fiducia e sulle aspettative di inflazione delle famiglie e delle imprese.

**... e da una ripresa più accentuata della domanda estera o da un miglioramento della fiducia**

La ripresa dell'attività economica potrebbe rivelarsi più accentuata di quanto prefigurato se il prezzo del petrolio si mantenesse sui valori osservati negli ultimi giorni e nel caso di una maggiore elasticità della domanda estera rispetto al PIL mondiale; questa dipende dalla composizione merceologica degli scambi e dalla fase ciclica, ed è attualmente al di sotto di quanto, in media, storicamente osservato.

Si valuta che in tal caso l'impatto sul prodotto possa raggiungere mezzo punto percentuale nel biennio 2015-16. Un effetto più contenuto (due decimi di punto) si avrebbe qualora la riduzione dell'incertezza sulle prospettive di domanda consentisse un recupero più rapido della fiducia di imprese e famiglie, tale da riportarla su valori in linea con la media storica, determinando una ripresa più forte degli investimenti e dei consumi.

**LA SENSIBILITÀ DEL QUADRO MACROECONOMICO ALLE IPOTESI SUL PROFILO DI CONSOLIDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI**

Il consolidamento dei conti pubblici e, in particolare, la riduzione dell'elevato livello del rapporto tra debito pubblico e PIL restano obiettivi cruciali per il nostro paese (cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*). Con la *Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza 2014* e con la legge di stabilità per il 2015, il Governo ha confermato l'impegno a mantenere il disavanzo entro il 3 per cento del prodotto e a procedere nella riduzione dell'incidenza

del debito sul PIL; tenendo conto dell'eccezionale durata e profondità della recessione e per evitare una spirale recessiva della domanda, ha prefigurato un processo di riequilibrio più graduale di quanto in precedenza previsto (cfr. *Bollettino economico*, n. 4, 2014).

Le implicazioni per il quadro economico del sentiero di aggiustamento di bilancio programmato dal Governo possono essere valutate mediante simulazioni controfattuali; a titolo illustrativo viene qui presa in esame una più pronunciata correzione del saldo strutturale nel 2015, pari allo 0,5 per cento del prodotto a partire da un quadro previsivo che incorpora le misure incluse nella legge di stabilità per il 2015 (fatte le dovute proporzioni, le conclusioni valgono anche per manovre di importi differenti)<sup>1</sup>.

L'impatto delle misure di bilancio sul PIL (il cosiddetto moltiplicatore fiscale) non è una costante, ma può variare significativamente in funzione, in primo luogo, della composizione della manovra, ma anche della fase ciclica. Durante i periodi recessivi le misure possono avere effetti indiretti sulla fiducia e sulle condizioni di liquidità di famiglie e imprese, fattori che negli anni scorsi hanno contribuito ad aggravare l'intensità della recessione<sup>2</sup>; inoltre l'impatto di un rallentamento dell'attività economica sui prezzi e sul deflatore del PIL può essere particolarmente pronunciato<sup>3</sup>.

Data questa incertezza, sono state condotte simulazioni con diverse composizioni delle misure di consolidamento delle finanze pubbliche, cui corrispondono valori dei moltiplicatori di bilancio compresi tra un minimo relativamente basso (0,3 nel primo anno e 0,5 nel secondo)<sup>4</sup> e un massimo pari a 1,1 e 1,3, rispettivamente nel primo e nel secondo anno<sup>5</sup>. Considerando lo stato della congiuntura, è verosimile che la dimensione effettiva dei moltiplicatori sia in questo momento relativamente elevata; il valore più basso dell'intervallo considerato sarebbe plausibile se, ad esempio, la manovra fosse composta da aumenti della tassazione concentrati su contribuenti non soggetti a vincoli di liquidità.

I risultati per i due casi estremi sono mostrati nella tavola e nella figura. In presenza di un'accelerazione della correzione dei conti pubblici della dimensione ipotizzata, l'economia italiana si troverebbe quest'anno ancora in recessione o rimarrebbe, nella migliore delle ipotesi, pressoché ferma: il prodotto nel 2015 si contrarrebbe di 0,2 punti percentuali con un moltiplicatore elevato; sarebbe poco più che stagnante con un moltiplicatore basso. Si ridurrebbe ulteriormente l'inflazione, già ben al di sotto del valore coerente con la definizione di stabilità dei prezzi: la crescita cumulata del deflatore del PIL risulterebbe inferiore di circa tre decimi di punto percentuale nel biennio 2015-16 in presenza di un moltiplicatore elevato, mentre sarebbe inferiore di circa uno con un moltiplicatore basso.

Aggravando la debolezza ciclica, le misure correttive potrebbero non consentire di ridurre il rapporto tra il debito e il prodotto nel biennio 2015-16. Nel caso di moltiplicatore elevato, tale rapporto si innalzerebbe nel 2015 al 134,4 per cento (rispetto al 133,8) e rimarrebbe ben al di sopra dello scenario di riferimento anche l'anno successivo; nel caso più favorevole, il rapporto tra debito e PIL

<sup>1</sup> Lo scenario macroeconomico di base è quello presentato in questo Bollettino; il profilo del debito pubblico e dell'indebitamento coincide con quello incorporato nelle previsioni della Commissione europea nello *European Economic Forecasts. Autumn 2014*.

<sup>2</sup> Cfr. F. Buseti e P. Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, Banca d'Italia, «*Questioni di economia e finanza*», n. 201, 2013.

<sup>3</sup> Cfr. M. Riggi e F. Venditti, *Surprise! Euro area inflation has fallen*, Banca d'Italia, «*Questioni di economia e finanza*», n. 237, 2014.

<sup>4</sup> In condizioni cicliche normali questi valori corrispondono a una correzione attuata principalmente con un aumento dell'imposizione fiscale o una riduzione dei trasferimenti.

<sup>5</sup> Questi valori, sempre in condizioni cicliche normali, si ottengono nel caso di aggiustamento basato principalmente su tagli alle spese dirette (acquisti di beni e servizi e investimenti).

si ridurrebbe marginalmente. Nell'insieme le simulazioni indicano che, tenendo conto anche degli effetti sulla dinamica dei deflatori, in presenza di un moltiplicatore anche poco superiore a 0,5, interventi correttivi sui conti pubblici non sarebbero in grado di ridurre l'incidenza del debito sul prodotto nel biennio<sup>6</sup>.

Un quadro più completo può essere ottenuto con una serie di simulazioni stocastiche, basate sull'analisi dei rischi presentata in questo Bollettino (cfr. il par. 2.10). I risultati indicano che la probabilità che l'economia italiana rimanga in recessione anche nel 2015 sarebbe pari a circa il 50 per cento nel caso di un intervento correttivo con moltiplicatore relativamente basso e quasi il 60 nel caso di moltiplicatore meno favorevole. La probabilità che il consolidamento abbia un effetto controproducente sul rapporto tra debito e PIL nel prossimo biennio sarebbe pari al 50 per cento nello scenario più favorevole e aumenterebbe al 65 in quello più sfavorevole.

Tavola

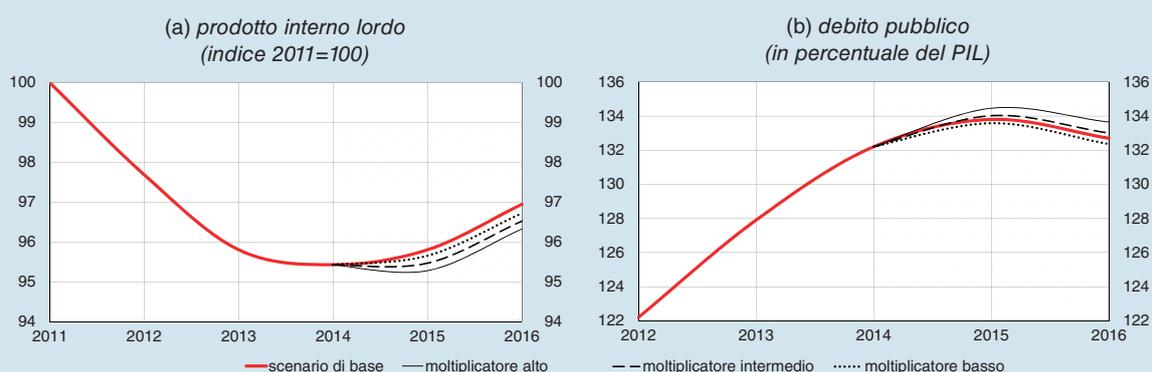
**Previsioni macroeconomiche con e senza misure correttive aggiuntive**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

	Scenario di base		Correzione di bilancio dello 0,5%			
	2015	2016	moltiplicatore basso		moltiplicatore alto	
			2015	2016	2015	2016
PIL	0,4	1,2	0,2	1,1	-0,2	1,1
Occupazione	0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	0,0
Deflatore dei consumi	-0,2	0,7	-0,2	0,6	-0,2	0,5
Deflatore del PIL	0,6	1,0	0,6	0,9	0,5	0,8
Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (1)	2,7	2,2	2,3	1,8	2,4	2,1
Debito delle Amministrazioni pubbliche (1)	133,8	132,7	133,7	132,4	134,4	133,5

(1) In percentuale del PIL; il profilo del debito pubblico e dell'indebitamento nello scenario di base coincide con quello incorporato nelle previsioni della Commissione europea, *European Economic Forecasts. Autumn 2014*.

Figura

**Livello del PIL e del debito pubblico**



<sup>6</sup> Va comunque rilevato che estendendo l'orizzonte temporale dell'analisi oltre i cinque anni, un aggiustamento di bilancio dovrebbe ridurre il rapporto tra debito e prodotto in tutti i casi in cui il moltiplicatore è inferiore a 1,5.