

2.9 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per la crescita e l'inflazione nel prossimo biennio presentate in questo Bollettino prefigurano un progressivo rafforzamento della ripresa ciclica avviatasi nel primo trimestre di quest'anno e una riduzione, peraltro ancora modesta, del rischio che la dinamica dei prezzi rimanga molto bassa per un periodo prolungato (tav. 8). Tale scenario si basa sull'ipotesi che permangano condizioni esterne favorevoli, legate in particolare all'evoluzione dell'economia mondiale, all'andamento dei prezzi delle materie prime e all'efficacia degli interventi di politica monetaria.

Le prospettive in Italia dipendono dal rafforzamento della crescita mondiale...

In linea con le valutazioni delle principali istituzioni internazionali, si assume che l'attività e gli scambi mondiali acquisiscano progressivamente vigore, dopo un temporaneo indebolimento all'inizio del 2015. La domanda estera rivolta alle merci italiane accelererebbe già da quest'anno, grazie soprattutto a quella proveniente dai nostri partner europei, sospinta dal consolidamento della ripresa nell'area dell'euro.

... dagli effetti delle recenti decisioni di politica monetaria...

L'allentamento delle condizioni monetarie, e in particolare il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, ha sospinto al ribasso i rendimenti dei titoli di Stato, pur con una parziale correzione a partire da aprile, confinata sulla parte a medio e a lungo termine della curva; tale allentamento si è inoltre tradotto in un marcato deprezzamento del cambio, che sosterebbe la ripresa delle esportazioni grazie al recupero di competitività di prezzo sui mercati esterni all'area. Nello scenario si ipotizza che il rendimento dei BTP decennali, dopo aver toccato un minimo pari all'1,1 in marzo, resti attorno al 2 per cento nell'anno in corso e raggiunga il 2,9 nel 2016, come attualmente implicito nelle quotazioni prevalenti sui mercati finanziari (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche*).

... e dalle condizioni del mercato del credito

L'orientamento eccezionalmente espansivo della politica monetaria e la ripresa dell'attività economica favorirebbero il miglioramento delle condizioni creditizie, in linea con le indicazioni provenienti dai sondaggi (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*). Il tasso medio sui prestiti alle imprese scenderebbe progressivamente, anche a fronte della minore rischiosità della clientela. Alla fine del periodo di proiezione il differenziale fra i tassi bancari e i rendimenti a tre mesi sul mercato monetario rimarrebbe tuttavia più elevato di circa 30 punti base rispetto ai valori medi precedenti la crisi, segnalando condizioni non ancora completamente distese. Il credito alle imprese tornerebbe a espandersi all'inizio del 2016; quello alle famiglie migliorerebbe più rapidamente, soprattutto nella componente meno rischiosa dei mutui.

Tavola 8

| Scenario macroeconomico in Italia (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione) | | | | |
|--|------|------|------|------|
| | VOCI | 2014 | 2015 | 2016 |
| PIL (1) | | -0,4 | 0,7 | 1,5 |
| Consumi delle famiglie | | 0,3 | 0,6 | 1,1 |
| Consumi collettivi | | -1,0 | -0,7 | 0,2 |
| Investimenti fissi lordi | | -3,2 | 2,2 | 2,6 |
| di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto | | -1,6 | 4,5 | 3,3 |
| Esportazioni totali | | 2,4 | 4,3 | 6,9 |
| Importazioni totali | | 1,7 | 4,5 | 6,2 |
| Variazione delle scorte (2) | | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| IPCA | | 0,2 | 0,2 | 1,1 |
| IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici | | 0,7 | 0,7 | 1,0 |
| Occupazione (3) | | 0,2 | 0,7 | 0,8 |
| Tasso di disoccupazione (4) | | 12,6 | 12,2 | 11,9 |
| Competitività all'export (5) | | -1,1 | 4,8 | 0,2 |
| Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6) | | 1,9 | 2,2 | 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.

LE IPOTESI TECNICHE

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

- a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni accelera nel biennio 2015-16, espandendosi in media del 4,3 per cento l'anno¹;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,33 nella media del 2014, scende a 1,11 nel biennio 2015-16²;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 100 dollari al barile nella media del 2014 e a 57 in luglio, è posto a 60 dollari nel 2015 e a 65 nel 2016, come indicato dai contratti futures;

- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) rimane pressoché nullo nel prossimo biennio;
- e) il tasso di interesse sui BTP a dieci anni, pari al 2,9 per cento nel 2014, scende al 2,1 per cento nel 2015 e risale al 2,9 l'anno successivo, in linea con le aspettative dei mercati;
- f) lo scenario incorpora le misure contenute nella legge di stabilità. In particolare sono inclusi: il sostegno ai redditi da lavoro dipendente 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 assumano dipendenti con contratto a tempo indeterminato. Le proiezioni tengono conto della rinuncia all'inasprimento delle aliquote IVA a partire dal 2016, programmata nel *Documento di economia e finanza 2015*. Si includono infine gli effetti sui conti pubblici dei rimborsi pensionistici disposti dal Governo in ottemperanza alla recente sentenza della Corte costituzionale.

Gli effetti del programma ampliato di acquisto di titoli dell'Eurosistema sono in gran parte incorporati nelle ipotesi tecniche sui tassi di cambio e di interesse.

¹ Le valutazioni 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 nel *Bollettino economico* della BCE dello scorso giugno, aggiornate per tener conto dei più recenti andamenti congiunturali.

² Le ipotesi tecniche su tassi di interesse, tasso di cambio e prezzo del petrolio sono calcolate sulla base delle quotazioni osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 10 luglio.

Tavola

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

| VOCI | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------|------|------|------|
| Domanda estera potenziale | 2,3 | 3,6 | 5,0 |
| Dollaro/euro (1) | 1,33 | 1,11 | 1,11 |
| Cambio effettivo nominale (2) | -0,2 | 4,9 | 0,1 |
| Prezzo del greggio (3) | 99,0 | 60,3 | 65,4 |
| Tasso Euribor a 3 mesi (1) | 0,2 | 0,0 | 0,1 |
| Tasso BOT a 1 anno (1) | 0,5 | 0,1 | 0,3 |
| Tasso BTP a 10 anni (1) | 2,9 | 2,1 | 2,9 |

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

(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

L'attività economica beneficerebbe anche delle basse quotazioni del petrolio...

Lo scenario presuppone che, stante il permanere di un eccesso di offerta sul mercato del petrolio, il livello dei prezzi delle materie prime energetiche resti basso, come attualmente implicito nelle quotazioni dei futures (cfr. il par. 1.1), sostenendo il reddito disponibile reale e l'espansione dei consumi delle famiglie; si stima che la discesa delle quotazioni in euro del greggio osservata dalla metà del 2014 possa contribuire per circa un punto percentuale all'aumento del PIL nel complesso del triennio 2014-16.

**... e dell'orientamento
neutrale della politica
di bilancio**

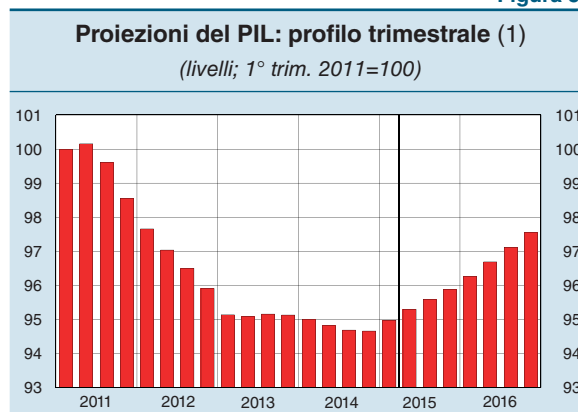
Dopo la forte correzione del biennio 2012-13 la politica di bilancio rimarrebbe sostanzialmente neutrale, in linea con i programmi del Governo. Al netto delle coperture, gli interventi espansivi disposti da quest'ultimo nel 2014 sosterranno il prodotto nel biennio 2015-16 per circa lo 0,2 per cento. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si ridurrebbe nello stesso biennio. Il rapporto tra debito pubblico e PIL tornerebbe a scendere dal prossimo anno.

**Le proiezioni
di crescita sono
lievemente più elevate
rispetto a gennaio**

In queste proiezioni il PIL si espanderebbe dello 0,7 per cento nel 2015 e accelererebbe all'1,5 nel 2016, grazie principalmente al progressivo rafforzamento della domanda interna (fig. 33). Al termine dell'orizzonte di proiezione il prodotto avrebbe recuperato circa un quarto di quanto perduto nel corso della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani.

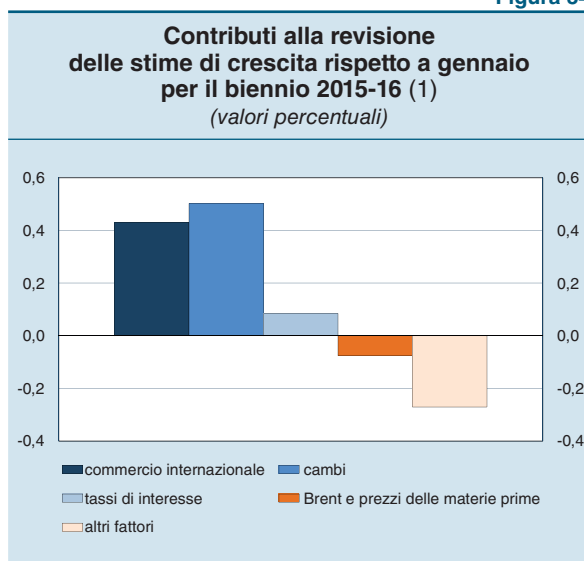
Le proiezioni di crescita per il complesso del biennio 2015-16 sono più favorevoli di quelle pubblicate in gennaio, prima dell'avvio del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, di oltre mezzo punto percentuale. Alla revisione ha concorso soprattutto l'evoluzione più positiva del contesto esterno, in larga misura riconducibile agli effetti delle decisioni di politica monetaria; l'aumento del commercio mondiale, in parte proveniente dagli altri paesi dell'area dell'euro, contribuirebbe per 0,4 punti, il deprezzamento del cambio per 0,5, la riduzione dei tassi per 0,1 punti. Fra gli altri fattori che hanno parzialmente compensato tali effetti, il peso maggiore è attribuibile ai prezzi praticati dai concorrenti esteri, inferiori a quanto ipotizzato in gennaio (fig.34). Tra le componenti della domanda, le maggiori revisioni riguardano gli investimenti – cresciuti nel primo trimestre dell'anno più rapidamente di quanto prefigurato in gennaio – e le vendite all'estero (fig. 35).

Figura 33



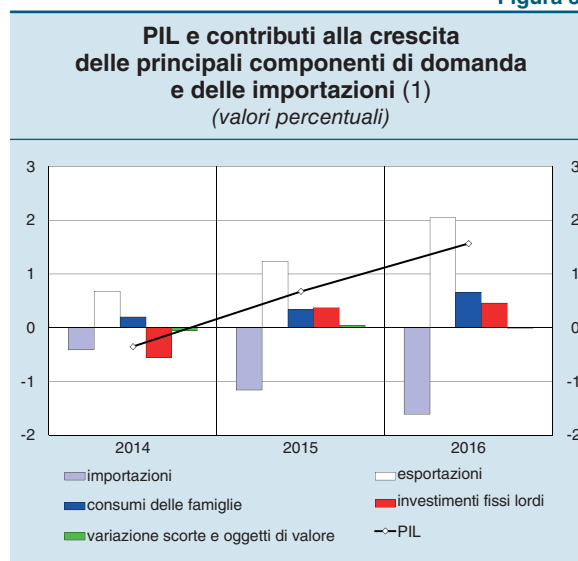
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre del 2015; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 34



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

Figura 35



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

**Cambio e domanda
estera sostengono
le esportazioni**

Le esportazioni aumenterebbero a un tasso superiore al 5 per cento all'anno nel biennio 2015-16. Si stima che le vendite all'estero, dopo aver ristagnato nel primo trimestre a causa della debolezza dell'attività economica nei paesi esterni all'area dell'euro, tornino a espandersi a un ritmo più elevato di quello della domanda estera, grazie ai guadagni di competitività associati al forte deprezzamento dell'euro registrato dalla metà dello scorso anno.

**Nel quadro
gli investimenti
tornano a espandersi...**

Dopo il lieve aumento osservato nell'ultimo trimestre del 2014, l'accumulazione di capitale ha accelerato significativamente nei primi tre mesi dell'anno in corso, in parte sospinta da incentivi fiscali. Nel quadro gli investimenti tornano a crescere a un tasso medio annuo superiore al 2 per cento nel 2015 e nel 2016. Tale andamento rifletterebbe soprattutto quello più sostenuto della componente dei macchinari e delle attrezzature, che beneficerebbe della ripresa delle prospettive di domanda, del miglioramento del clima di fiducia e delle più favorevoli condizioni di finanziamento. Il mercato delle abitazioni rimarrebbe ancora debole, nonostante i modesti segnali di ripresa osservati nei primi mesi del 2015, frenando il recupero degli investimenti in edilizia residenziale. Alla fine dell'orizzonte di proiezione il rapporto tra investimenti e PIL rimarrebbe ancora inferiore alla media degli anni pre-crisi (1999-2007; fig. 36), soprattutto per la componente delle costruzioni.

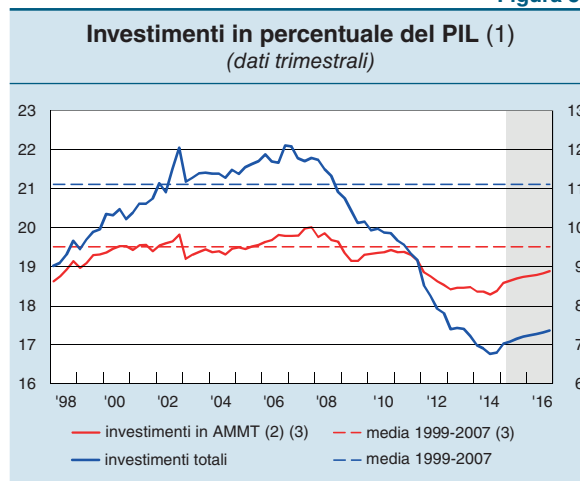
**...e i consumi
riprendono
gradualmente...**

I consumi delle famiglie accelererebbero gradualmente lungo l'orizzonte di proiezione, grazie alla ripresa del reddito disponibile reale, che beneficerebbe delle misure di sostegno disposte dal Governo e del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Vi contribuirebbero anche i bassi tassi di interesse, che scoraggerebbero il risparmio, stimolando in particolare gli acquisti di beni durevoli. Nel complesso i consumi delle famiglie crescerebbero attorno al mezzo punto percentuale nell'anno in corso, di oltre un punto nel prossimo. La spesa in beni durevoli, diminuita di quasi il 30 per cento tra il 2007 e il 2013, è tornata a crescere nel 2014 e continuerebbe a espandersi nel biennio 2015-16.

**... anche grazie
al miglioramento
del mercato del lavoro**

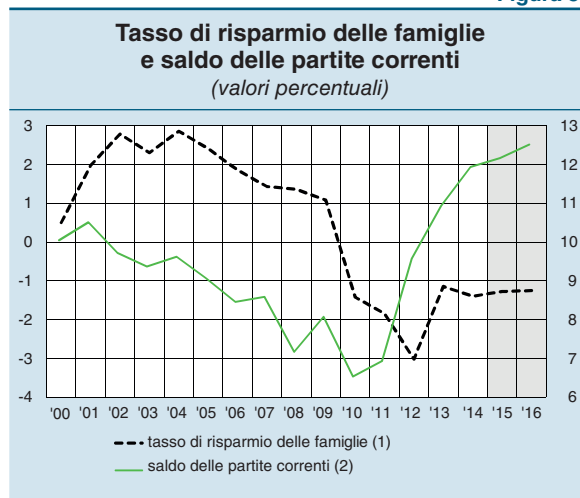
Le condizioni del mercato del lavoro seguirebbero a migliorare, in sincronia con la ripresa dell'attività produttiva. L'occupazione misurata in unità standard, in moderata espansione dall'inizio del 2014, accelererebbe allo 0,7 per cento in media nel prossimo biennio, beneficiando del miglioramento del ciclo e, soprattutto nel corso di quest'anno, delle misure di riduzione del cuneo fiscale

Figura 36



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 37



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

introdotte dal Governo nell'ultima legge di stabilità. Si stima che tali misure possano accrescere l'occupazione complessivamente dello 0,2 per cento. Gli effetti del Jobs Act, di difficile quantificazione, non sono inclusi in queste proiezioni; essi potrebbero indurre un aumento della domanda di lavoro superiore a quanto qui stimato. Il tasso di disoccupazione scenderebbe di circa mezzo punto percentuale, portandosi sul livello ancora elevato dell'11,9 per cento nel 2016.

Prosegue il miglioramento dei conti con l'estero

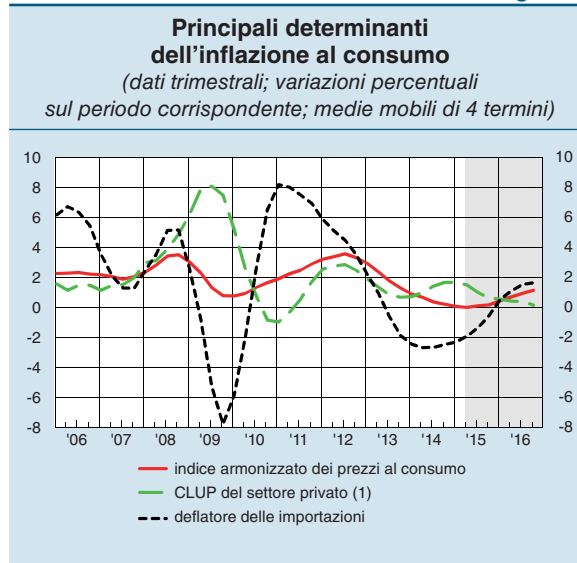
Le importazioni tornerebbero a crescere tra il 4 e il 6 per cento, trainate dall'accelerazione delle componenti della domanda a maggior contenuto di beni importati (esportazioni e investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto). Proseguirebbe il miglioramento del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, che raggiungerebbe il 2,2 per cento del PIL quest'anno (1,9 nel 2014), e aumenterebbe al 2,5 nel 2016 (fig. 37); l'incremento sarebbe in parte attribuibile all'andamento favorevole delle ragioni di scambio indotto dalla riduzione dei corsi petroliferi.

L'inflazione aumenta gradualmente, più di quanto stimato in gennaio

Il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema contribuirebbe a una graduale ripresa dell'inflazione rispetto ai bassi livelli raggiunti alla fine del 2014, anche se la crescita dei prezzi rimarrebbe nel complesso modesta lungo l'orizzonte di previsione. L'inflazione al consumo si attesterebbe allo 0,2 per cento nella media dell'anno, per salire all'1,1 nel 2016 (fig. 38). Al netto delle componenti più volatili, i prezzi salirebbero dello 0,7 per cento quest'anno (come nel 2014) e accelererebbero all'1,0 nel 2016. Le pressioni di origine interna si rafforzerebbero: il deflatore del valore aggiunto del settore privato aumenterebbe in media dell'1 per cento nel biennio 2015-16, riflettendo principalmente la ripresa dei margini di profitto. Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) crescerebbe in misura assai contenuta, grazie al recupero ciclico della produttività e alle misure di riduzione del cuneo fiscale. Rispetto al *Bollettino economico* di gennaio, l'andamento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è stato rivisto al rialzo di mezzo punto percentuale quest'anno e il prossimo, soprattutto per effetto del deprezzamento del cambio.

Le stime di crescita sono sostanzialmente in linea con quelle formulate dalle principali organizzazioni internazionali sia per il 2015 sia per il 2016. Il profilo dell'inflazione risulta più elevato nelle valutazioni della Commissione europea e, marginalmente, dell'OCSE (tav. 9).

Figura 38



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.

Tavola 9

Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali sul periodo precedente)

| VOCI | PIL (1) | | Inflazione (2) | |
|------------------------------|---------|------|----------------|------|
| | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| FMI (luglio e aprile) | 0,7 | 1,2 | 0,0 | 0,8 |
| OCSE (giugno) | 0,5 | 1,5 | 0,2 | 1,3 |
| Commissione europea (maggio) | 0,6 | 1,4 | 0,2 | 1,8 |
| Consensus Economics (giugno) | 0,7 | 1,2 | 0,2 | 0,9 |

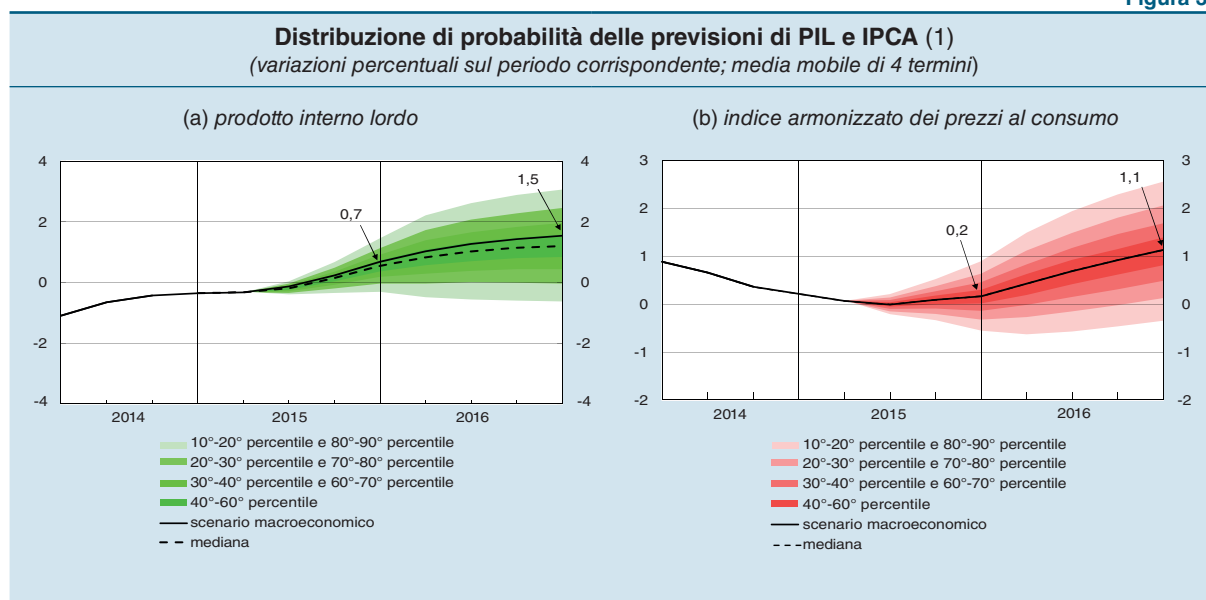
Fonte: FMI, *World Economic Outlook: Update*, luglio 2015, per la crescita; FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2015, per l'inflazione; OCSE, *Economic Outlook*, 97, giugno 2015; Commissione europea, *European Economic Forecast Spring 2015*, maggio 2015; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2015.

(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.

I fattori di rischio

Il quadro descritto in questo Bollettino riflette condizioni favorevoli del contesto esterno e un miglioramento graduale della fiducia di famiglie e imprese. Il venir meno di tali condizioni comporterebbe effetti negativi non trascurabili sull'attività economica. Un riacutizzarsi delle tensioni legate alla situazione greca avrebbe un impatto diretto assai modesto, per il tramite dei legami commerciali e finanziari, ma potrebbe ripercuotersi negativamente sui mercati dei capitali. Rischi potrebbero derivare da un rallentamento delle economie emergenti più marcato e duraturo di quello implicito nelle ipotesi sul commercio internazionale, soprattutto se la normalizzazione della politica monetaria statunitense fosse accompagnata da nuove turbolenze sul mercato dei cambi e nei flussi di capitale. Un aumento dell'incertezza delle imprese ostacolerebbe la ripresa degli investimenti, ove si percepisse un indebolimento nella determinazione a proseguire l'azione di riforma. Nel complesso si valuta che i rischi per la crescita siano bilanciati nell'anno in corso, e orientati al ribasso nella parte restante dell'orizzonte di proiezione; quelli per l'inflazione appaiono complessivamente bilanciati (fig. 39).

Figura 39



(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.