

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per la crescita e per l'inflazione presentate in questo Bollettino prefigurano un consolidamento della ripresa dell'economia italiana (tav. 11), la cui realizzazione presuppone che a un minore impulso proveniente dagli scambi con l'estero, indotto dal rallentamento dell'economia globale, si sostituisca un maggiore contributo della domanda interna e di quella proveniente dall'area dell'euro. Condizioni affinché ciò si verifichi sono la prosecuzione degli effetti del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema, l'intonazione non restrittiva della politica di bilancio, il miglioramento delle condizioni del credito. Restano rischi al ribasso per l'attività economica, provenienti dalle prospettive delle economie emergenti, dalle tensioni geopolitiche e dalla conseguente incertezza delle imprese che potrebbe frenare la propensione all'investimento.

Lo scenario presuppone una graduale ripresa nell'area dell'euro Nel quadro previsivo, in linea con le valutazioni delle principali istituzioni internazionali, si assume che il commercio mondiale, indebolitosi nel 2015, torni a crescere progressivamente nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche*); tuttavia, a fronte di un rallentamento dei paesi emergenti, la crescita della domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, beneficerebbe soprattutto del consolidamento della ripresa nell'area dell'euro. Il prezzo del greggio, seguendo il profilo implicito nelle quotazioni dei futures negli ultimi dieci giorni, resterebbe su bassi livelli, riflettendo sia la

Tavola 11

Scenario macroeconomico in Italia				
<i>(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)</i>				
VOCI	2015	2016	2017	
PIL (1)	0,7 (1)	1,5	1,4	
Consumi delle famiglie	0,9	1,6	1,4	
Consumi collettivi	0,4	0,6	-0,3	
Investimenti fissi lordi	0,5	2,7	2,2	
<i>di cui:</i> investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	2,1	5,4	3,1	
Esportazioni totali	3,8	3,9	5,6	
Importazioni totali	5,5	4,7	5,1	
Variazione delle scorte (2)	0,4	0,1	0,0	
Prezzi al consumo (IPCA)	0,1	0,3	1,2	
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,7	0,7	0,9	
Occupazione (3)	0,8	0,9	0,9	
Tasso di disoccupazione (4)	11,9	11,1	10,7	
Competitività all'export (5)	3,9	1,4	0,4	
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,0	2,1	2,3	

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

(1) Variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. Senza considerare questa correzione, che non si applica ai dati annuali, la crescita stimata nel 2015 è pari allo 0,8 per cento. – (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.

debole dinamica delle economie emergenti sia l'atteso aumento dell'offerta da parte dell'Iran, dopo la rimozione delle sanzioni (cfr. il par. 1.1).

LE IPOTESI TECNICHE

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

- gli scambi internazionali, dopo aver rallentato all'1,5 per cento nella media del 2015, crescono del 3,5 nel 2016 e del 4,2 nel 2017; l'espansione della domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni è più elevata, di poco meno di 0,5 punti percentuali all'anno, in media, nel prossimo biennio (1);
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari all'1,11 nella media del 2015, è pari all'1,09 nel biennio 2016-17 (2);
- il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 53 dollari al barile nella media del 2015, resta sotto i 40 dollari nella media del 2016 e risale a 46 dollari nel 2017, in linea con le quotazioni dei futures;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) rimane pressoché nullo nel prossimo biennio;
- il tasso di interesse sui BTP a dieci anni, pari all'1,7 per cento nel 2015, sale all'1,9 nel 2016 e al 2,2 nel 2017, in linea con le aspettative dei mercati;
- lo scenario tiene conto delle misure di sostegno all'attività economica contenute nell'ultima legge di stabilità (cfr. il par. 2.9) e in quelle precedentemente disposte dal Governo. In particolare sono inclusi: l'eliminazione della Tasi sull'abitazione principale e gli altri sgravi sulla tassazione immobiliare; il sostegno ai redditi medio-bassi; le misure di decontribuzione sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato; la riduzione dell'Ires e dell'IRAP; gli incentivi agli investimenti in beni strumentali.

(1) 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 nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre 2015*, 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, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 12 gennaio.

Tavola

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

VOCI	2015	2016	2017
Commercio internazionale	1,5	3,5	4,2
Domanda estera potenziale	2,0	3,9	4,4
Dollaro/euro (1)	1,11	1,09	1,09
Cambio effettivo nominale (2)	4,6	0,3	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	52,6	39,7	46,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	0,0	-0,2	-0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,1	-0,1	0,1
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,7	1,9	2,2

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

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

...effetti espansivi della politica monetaria...

Si assume che le condizioni sui mercati finanziari e valutari rimangano favorevoli, grazie alle politiche espansive poste in atto dal Consiglio direttivo della BCE. Il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani resterebbe non discosto dai livelli attuali (era pari a circa l'1,5 per cento all'inizio di gennaio); il cambio dell'euro con il dollaro si manterrebbe sulle quotazioni correnti (deprezzate di circa il 13 per cento rispetto all'inizio di novembre del 2014, quando è stato annunciato il programma di acquisto di titoli).

...e condizioni favorevoli del credito

Si ipotizza inoltre che l'orientamento espansivo della politica monetaria e la graduale ripresa dell'attività economica continuino a favorire il miglioramento del

mercato del credito. Il tasso medio sui prestiti alle imprese, inclusi i finanziamenti in conto corrente, sceso di quasi un punto percentuale nel corso del 2015 al 2,7 per cento (dal 3,6 del 2014), si ridurrebbe ulteriormente, fino a toccare il 2,4 per cento nel 2017, anche per effetto di una progressiva minore rischiosità dei prestatori. In questo contesto il prossimo anno i tassi di ingresso in sofferenza per famiglie e imprese si riporterebbero sui livelli osservati prima che la crisi del debito sovrano investisse il Paese. I prestiti alle aziende, in espansione nel trimestre in corso, accelererebbero gradualmente in quelli successivi; il credito alle famiglie continuerebbe a rafforzarsi.

Lo scenario tiene conto delle misure di bilancio

Lo scenario tiene conto degli effetti delle misure di sostegno all'attività economica contenute nell'ultima legge di stabilità (cfr. il par. 2.9) e in quelle precedentemente disposte dal Governo: l'eliminazione della Tasi sull'abitazione principale e gli altri sgravi sulla tassazione immobiliare; il sostegno ai redditi medio-bassi; le misure di decontribuzione sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato; la riduzione dell'Ires e dell'IRAP; gli incentivi agli investimenti in beni strumentali.

Il PIL dell'Italia, cresciuto moderatamente nel 2015, si rafforza nel biennio 2016-17...

Secondo nostre stime, nel 2015 il PIL sarebbe cresciuto dello 0,8 per cento; sulla base dei dati trimestrali, che sono corretti per il numero di giorni lavora-

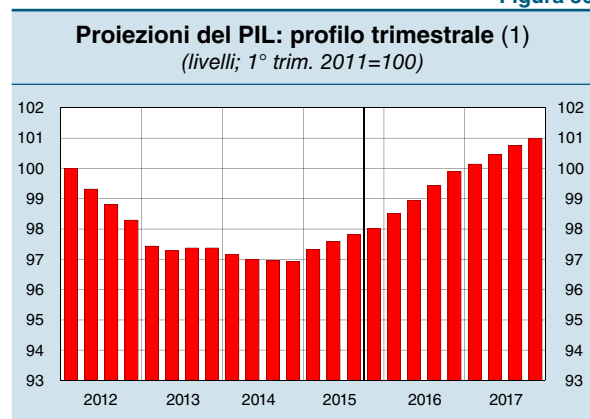
tivi, l'incremento rispetto all'anno precedente sarebbe dello 0,7 per cento (tav. 11). La crescita riflette il contributo delle componenti interne della domanda solo in parte compensato da quello di segno opposto degli scambi con l'estero. Si stima che la ripresa acquisti vigore nel biennio 2016-17 (fig. 36), sospinta principalmente dall'andamento della domanda interna, a fronte di un più graduale rafforzamento degli scambi con l'estero. Nel complesso il prodotto aumenterebbe dell'1,5 per cento nel 2016; la crescita proseguirebbe con intensità simile nel 2017 (fig. 37), malgrado l'esaurirsi degli incentivi agli investimenti disposti dalla legge di stabilità.

...con il contributo delle misure espansive

La ripresa del PIL nel biennio sarebbe dipendente in larga misura dagli effetti delle politiche espansive.

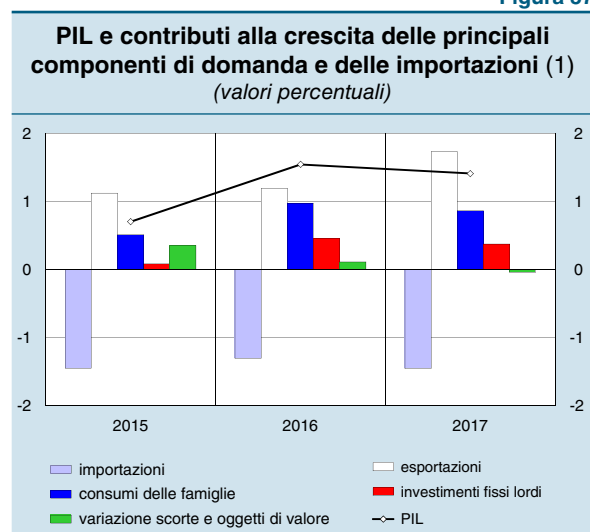
Alla crescita del prodotto nell'arco del biennio 2016-17 contribuirebbero il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema per circa 1,5 punti percentuali (attraverso il suo impatto sul cambio, sui tassi di interesse, sulle condizioni del credito) e la politica di bilancio per circa 0,4 punti. Gli effetti positivi degli sgravi alle famiglie e degli interventi a favore delle imprese (decontribuzione sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato, riduzione Ires e IRAP, incentivi agli investimenti in beni strumentali) verrebbero solo in parte com-

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 2015; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 37



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

pensati dall'impatto delle misure di copertura finanziaria. La flessione del prezzo del petrolio osservata a partire dal 2014 contribuirebbe positivamente all'aumento del prodotto per circa 0,8 punti percentuali nel biennio 2016-17. L'impulso alla crescita del PIL proveniente dall'andamento degli scambi internazionali sarebbe sensibilmente inferiore a quello medio storico e in marcata riduzione rispetto a quanto prefigurato nel *Bollettino* dello scorso luglio.

Le esportazioni risentono del rallentamento globale, ma sono favorite dal cambio

Le esportazioni, che hanno risentito dell'indebolimento della domanda estera nella seconda metà del 2015, accelererebbero gradualmente fino a raggiungere una crescita superiore al 5 per cento nell'ultimo anno di previsione (dal 3,8 del 2015). Nel complesso il ritmo di espansione delle vendite all'estero sarebbe superiore a quello della domanda proveniente dai nostri partner commerciali, per effetto dei guadagni di competitività associati al consistente deprezzamento dell'euro a partire dalla metà del 2014.

Agli investimenti contribuiscono domanda e misure di sostegno

Gli investimenti, ancora deboli nella seconda metà del 2015, si rafforzerebbero nel prossimo biennio, espandendosi in media di oltre il

2 per cento. La ripresa rifletterebbe prevalentemente la componente di macchinari e attrezzature, che trarrebbe vantaggio dagli effetti delle misure di stimolo disposte dal Governo, oltre che da prospettive di domanda e condizioni di finanziamento più favorevoli. Si valuta che gli incentivi agli investimenti in beni strumentali, riducendo il costo del capitale delle imprese e incoraggiando l'anticipo delle decisioni di spesa, possano contribuire all'accumulazione di capitale produttivo complessivamente per circa 2,5 punti percentuali. Gli investimenti in costruzioni, in particolare quelli di edilizia residenziale, rimarrebbero invece più deboli a causa del lento recupero del mercato delle abitazioni: dopo essersi contratti nel 2015, ristagnerebbero quest'anno e tornerebbero a espandersi solo nel 2017. Alla fine dell'orizzonte di previsione il rapporto tra investimenti e PIL si avvicinerrebbe alla media del decennio pre-crisi (1998-2007) per la componente in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, mentre rimarrebbe ancora inferiore per la spesa totale (fig. 38).

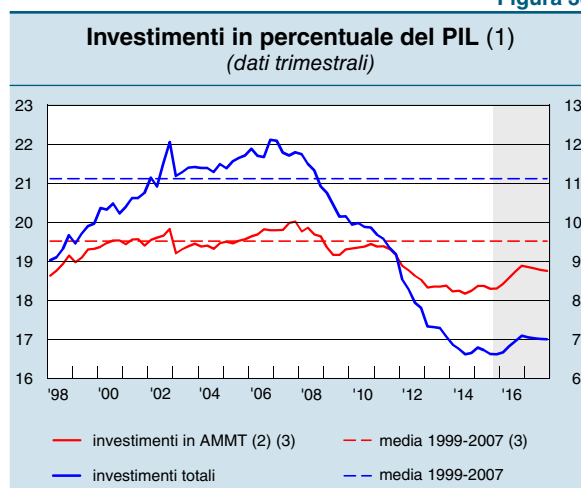
I consumi recuperano progressivamente...

I consumi delle famiglie continuerebbero ad aumentare, grazie alla ripresa del reddito disponibile reale, che beneficerebbe del miglioramento del mercato del lavoro e delle misure di stimolo disposte dal Governo. Il sostegno ai redditi medio-bassi, insieme agli sgravi sulla tassazione immobiliare, fornirebbe un impulso al PIL di circa 0,6 punti percentuali nel prossimo biennio. Al rafforzamento della spesa delle famiglie contribuirebbero i bassi tassi di interesse. I consumi, cresciuti di quasi l'1 per cento nel 2015, aumenterebbero a tassi intorno all'1,5 in media quest'anno e il prossimo. La spesa in beni durevoli continuerebbe a salire, seppure a ritmi più contenuti di quelli osservati nel corso del 2015. Il tasso di risparmio delle famiglie si assesterebbe intorno al 10 per cento nell'orizzonte di previsione.

...anche a seguito del rafforzamento del mercato del lavoro

Nel prossimo biennio l'occupazione, misurata in unità standard, continuerebbe ad aumentare a un tasso medio annuo dello 0,9 per cento, per effetto delle migliori prospettive di domanda e, in parte, delle misure di riduzione del costo del

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.

lavoro introdotte dal Governo. Si stima che i provvedimenti di sgravio contributivo sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato, oltre a tradursi in una forte ricomposizione a favore di queste forme contrattuali, possano generare nuova occupazione per circa 0,3 punti percentuali nel triennio di previsione. Il tasso di disoccupazione si ridurrebbe ulteriormente nel corso del medesimo orizzonte temporale, portandosi sotto l'11 per cento nel 2017.

I conti con l'estero rimangono positivi nonostante l'aumento delle importazioni

Le importazioni crescerebbero in media di quasi il 5 per cento all'anno, sospinte dalle componenti della domanda aggregata a maggior

contenuto di beni importati (investimenti produttivi ed esportazioni). Il surplus di parte corrente della bilancia dei pagamenti, stimato al 2,0 per cento del PIL nel 2015, aumenterebbe fino al 2,3 per cento nel 2017 (fig. 39); gran parte del miglioramento sarebbe riconducibile al minor disavanzo della bilancia energetica.

L'inflazione sale molto gradualmente

L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, salirebbe molto

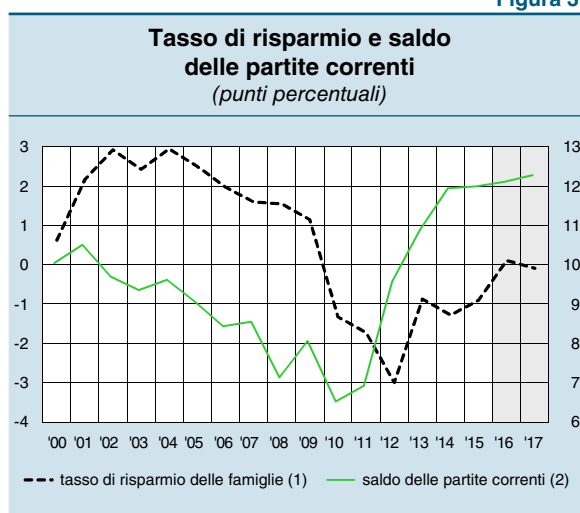
gradualmente, dallo 0,1 per cento del 2015 allo 0,3 quest'anno e all'1,2 nel prossimo (fig. 40). Al netto delle componenti più volatili, i prezzi crescerebbero dello 0,7 per cento nel 2016 e dello 0,9 nel 2017. Anche l'inflazione interna, calcolata sulla base del deflatore del PIL, risalirebbe gradualmente nel corso dell'orizzonte di previsione, raggiungendo l'1,2 per cento nel 2017. Alla modesta dinamica dell'inflazione contribuisce anche la contenuta crescita dei salari nominali, che riflette gli esiti dei contratti rinnovati e di quelli che verranno siglati nel corso del biennio, per i quali si ipotizzano aumenti in linea con le previsioni di inflazione al netto di quella attribuibile ai beni energetici importati. I margini di profitto del settore privato tornerebbero a crescere, in media di circa l'1 per cento l'anno, beneficiando dell'accelerazione ciclica e delle ridotte pressioni competitive dall'estero.

Le proiezioni di crescita sono in linea con quelle di luglio...

Le proiezioni sono nel complesso in linea con quelle contenute nel [Bollettino](#) di luglio, anche se il contributo alla crescita dei diversi fattori si è in parte modificato. A un contesto esterno complessivamente meno favorevole si contrappone un rafforzamento di quello interno. Gli effetti delle revisioni al ribasso della domanda estera (che sottrarrebbero circa 0,6 punti percentuali di crescita lungo l'intero

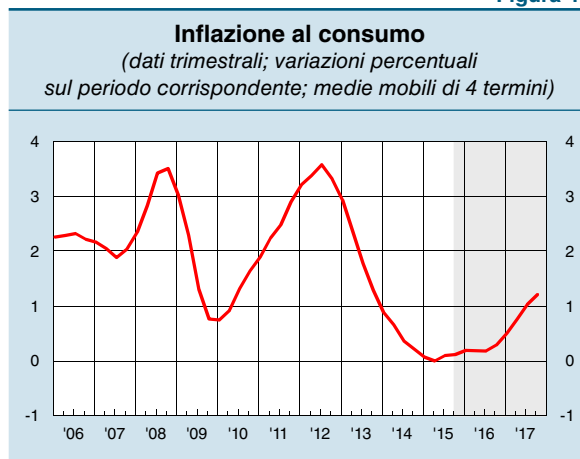
orizzonte) sono pressoché compensati dall'andamento più favorevole dei tassi di interesse e delle quotazioni del greggio, nonché dal contributo proveniente dalle ulteriori misure espansive incluse nella legge di stabilità. Le proiezioni di inflazione sono riviste al ribasso di circa otto decimi di punto nel 2016, soprattutto a causa della diminuzione dei prezzi delle materie prime energetiche.

Figura 39



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

Figura 40



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

...e con quelle degli altri previsori

Le proiezioni di crescita del PIL riportate in questo scenario sono sostanzialmente in linea con quelle formulate dagli altri previsori (tav. 12). L'aumento dell'inflazione nel 2016 è in media inferiore a quello previsto dagli altri analisti.

I fattori di rischio per la crescita...

I rischi per la crescita sono però orientati prevalentemente al ribasso (fig. 41). I principali fattori di rischio per l'attività economica derivano dal quadro internazionale. Il rallentamento in Cina e nelle economie emergenti potrebbe rivelarsi più marcato e duraturo rispetto alle ipotesi. Una decelerazione più accentuata del previsto del commercio globale potrebbe avere ripercussioni anche sulla domanda interna se un aumento dell'incertezza circa gli sviluppi delle esportazioni inducesse decisioni di investimento più caute. Le tensioni di carattere geopolitico, dovute soprattutto all'instabilità della situazione in Medio Oriente e acuitesi con i recenti episodi terroristici, potrebbero ripercuotersi sulla fiducia di famiglie e imprese.

...e per l'inflazione

Per l'inflazione i rischi al ribasso sono connessi sia con i possibili effetti sulle quotazioni delle materie prime di un rallentamento delle economie emergenti più marcato del previsto, sia con una crescita della domanda inferiore alle aspettative, che manterrebbe ampi margini di capacità produttiva inutilizzata per un periodo prolungato. Vi è anche il rischio che flessioni

Tavola 12

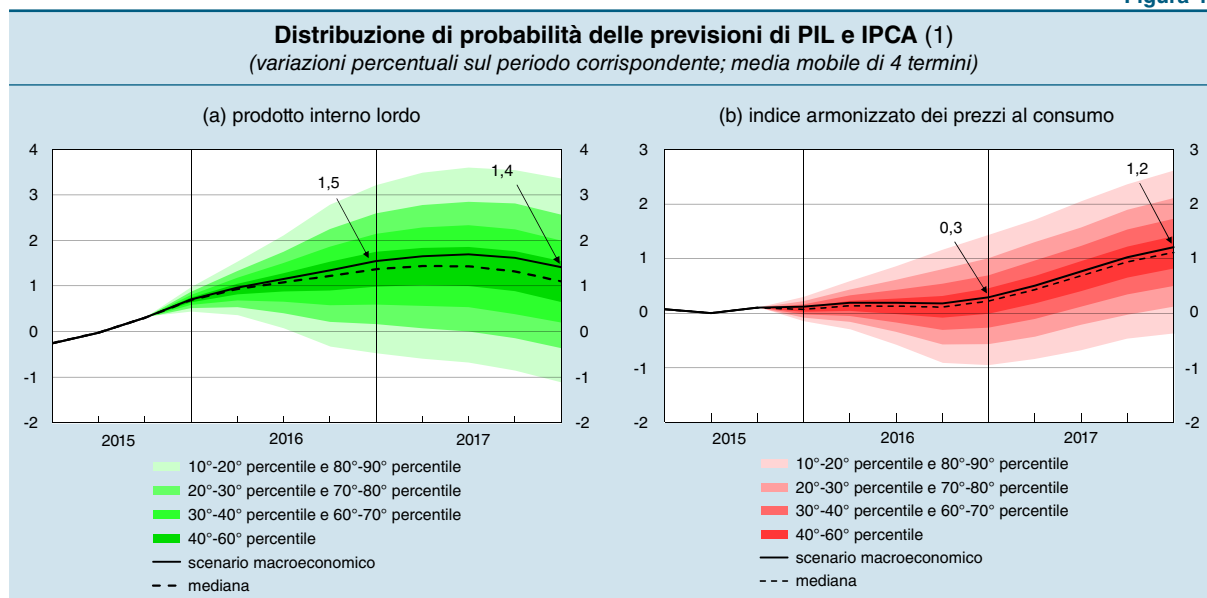
Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2016	2017	2016	2017
FMI (ottobre)	1,3	1,2	0,7	1,0
OCSE (novembre)	1,4	1,4	0,8	1,1
Commissione europea (novembre)	1,5	1,4	1,0	1,9
Consensus Economics (dicembre)	1,3	...	0,8	...

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2015; OCSE, *OECD Economic Outlook*, 98, novembre 2015; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2015*, novembre 2015; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 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.

Figura 41



(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.