

2.9 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana, predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, sono state pubblicate all'inizio dello scorso giugno. Dopo il referendum britannico è aumentata considerevolmente l'incertezza attorno allo scenario previsivo delineato. Gli sviluppi osservati sui mercati finanziari non sono finora tali da modificarlo in modo significativo: gli effetti, diretti e indiretti, di un rallentamento dell'economia del Regno Unito potrebbero essere non trascurabili, ma comunque limitati, e tradursi in una crescita poco al di sotto dell'1 per cento quest'anno e attorno all'1 il prossimo; sono tuttavia notevolmente aumentati i rischi derivanti da un'estensione delle tensioni finanziarie e bancarie o da un calo della fiducia, i cui effetti sul quadro macroeconomico possono essere comunque, più che nel recente passato, attenuati dal pieno utilizzo delle misure di politica monetaria in essere.

Il quadro pubblicato in giugno Lo scenario per l'economia italiana pubblicato all'inizio di giugno (cfr. il riquadro: *Lo scenario macroeconomico pubblicato in giugno*), coerentemente con le informazioni sui programmi di accumulazione fornite finora dalle imprese nell'ambito dei nostri sondaggi, è caratterizzato da: investimenti in aumento, sospinti dalla ripresa della domanda, dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dalle agevolazioni fiscali (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*), pur se alla fine dell'orizzonte di previsione sarebbero, in rapporto al PIL, ancora inferiori di oltre due punti percentuali alla media del decennio pre-crisi (1998-2007); consumi delle famiglie in crescita, grazie al sostegno fornito dal recupero del reddito disponibile reale e dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro; un andamento delle vendite all'estero che riflette soprattutto l'aumento delle esportazioni destinate agli altri paesi dell'area dell'euro; un graduale ma significativo incremento dell'occupazione. L'inflazione risulterebbe solo gradualmente, risentendo del permanere di ampie risorse produttive non utilizzate.

Il mantenimento di condizioni espansive è presupposto della crescita Nel quadro di inizio giugno il proseguimento della crescita presuppone che: il Consiglio direttivo della BCE continui a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione per assicurare la stabilità dei prezzi; vengano mantenute condizioni ordinate sui mercati finanziari e non emergano ulteriori tensioni; si consolidi il miglioramento in atto del mercato del credito, in linea con le indicazioni provenienti dagli ultimi sondaggi disponibili (cfr. il par. 2.7); l'orientamento della politica di bilancio resti moderatamente espansivo. A contenere i costi di finanziamento delle imprese contribuiscono le nuove operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine dell'Eurosistema, introdotte dal Consiglio direttivo della BCE lo scorso marzo (cfr. il riquadro: *Gli effetti delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine* del capitolo 1).

Gli effetti della Brexit... Gli effetti della Brexit su questo scenario sono tuttora di difficile valutazione e dipendono dal verificarsi di conseguenze ancora ampiamente ipotetiche. I possibili canali di trasmissione, la cui entità è discussa nel riquadro: *Le possibili ripercussioni del referendum del Regno Unito sul quadro previsivo*, dipendono dai movimenti dei mercati finanziari, dalle conseguenze indotte attraverso i flussi commerciali, dall'evoluzione dell'incertezza delle imprese e dei mercati bancari.

LE POSSIBILI RIPERCUSSIONI DEL REFERENDUM DEL REGNO UNITO SUL QUADRO PREVISIVO

L'esito del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea ha prodotto una situazione di cui è difficile valutare gli effetti macroeconomici, in particolare di lungo periodo, che risentiranno soprattutto delle scelte di natura politica adottate dalla UE e dai suoi Stati membri. Molto dipenderà da come ne risulterà condizionato il processo di integrazione europea, che potrebbe subire una battuta

d'arresto, qualora dovesse prevalere lo scetticismo nei confronti del progetto comune, o che potrebbe invece rafforzarsi, per arginare i rischi di una frammentazione economica e politica.

Il Regno Unito dovrà avviare una fase di negoziazione di nuovi accordi commerciali, verosimilmente di durata prolungata e con esiti incerti (cfr. il riquadro: *Le conseguenze del referendum sui rapporti tra Regno Unito e Unione europea* del capitolo 1), che potrebbe determinare conseguenze rilevanti per l'economia britannica e anche, seppure in misura minore, per l'area dell'euro. Nel breve e medio periodo i contraccolpi di questa transizione si potranno trasmettere all'economia italiana attraverso diversi canali: i legami commerciali con il Regno Unito; un'accresciuta volatilità sui mercati finanziari; il generalizzato aumento dell'incertezza economica; le ripercussioni sul sistema bancario.

Il giorno successivo alla consultazione referendaria si sono osservati: un impatto non trascurabile sui mercati finanziari, con cali significativi soprattutto negli indici di borsa (assai marcati per il settore bancario, le cui prospettive reddituali vengono giudicate particolarmente esposte ai contraccolpi della Brexit) e un forte deprezzamento della sterlina britannica; un incremento molto moderato dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi più vulnerabili; una discesa delle quotazioni delle materie prime e un aumento dei prezzi delle attività ritenute più sicure.

L'effetto sui mercati finanziari è stato tuttavia in gran parte riassorbito nelle settimane successive. Rispetto ai valori osservati in media nella settimana precedente il referendum, i dati più recenti (aggiornati all'8 luglio) indicano che in Italia le quotazioni azionarie sono diminuite di circa il 6 per cento; i rendimenti dei titoli di Stato decennali si sono ridotti di 25 punti base; l'euro si è apprezzato di poco più dell'8 per cento rispetto alla sterlina e deprezzato del 2 nei confronti al dollaro (in termini effettivi si è mantenuto pressoché invariato); il prezzo del petrolio è diminuito di circa il 7 per cento.

L'impatto di queste variazioni sul prodotto dell'Italia è sostanzialmente nullo.

Permane nondimeno il rischio che nei prossimi mesi si verifichino ulteriori ripercussioni del referendum britannico, dalle quali potrebbe discendere una contrazione dell'attività economica nel Regno Unito, che avrebbe effetti negativi sugli scambi internazionali e sulle scelte delle imprese.

Gli analisti privati e le organizzazioni internazionali valutano in genere che i costi per il Regno Unito in termini di minore crescita economica – che dipenderanno anche dai tempi e dagli esiti attesi delle trattative sui nuovi accordi commerciali – potrebbero essere significativi, ma difficili da quantificare. La maggior parte degli analisti prefigura una possibile perdita di prodotto nell'economia britannica compresa tra due e cinque punti percentuali, distribuita nell'arco dei prossimi anni. Qualora si registrasse un calo del livello delle importazioni del Regno Unito di dieci punti percentuali (un valore compatibile con i livelli massimi dell'intervallo delle stime dei principali analisti), ne deriverebbe una riduzione della domanda estera rivolta ai prodotti italiani di circa l'1 per cento, in virtù dei legami commerciali diretti dell'Italia con il Regno Unito (cfr. il riquadro: *I rapporti commerciali e finanziari tra Italia e Regno Unito*) e di quelli indiretti con le aree coinvolte in relazioni di scambio con l'economia britannica; ne risulterebbe un impatto negativo sul livello del PIL italiano pari a circa un quarto di punto percentuale, distribuito nel corso del triennio 2016-18. A ciò potrebbe aggiungersi una riduzione degli investimenti delle imprese che esportano verso questi mercati.

Rischi più elevati potrebbero materializzarsi in scenari estremi, caratterizzati da: un irrigidimento delle condizioni dei mercati finanziari; un più ampio diffondersi di aspettative sfavorevoli sul futuro dell'Unione; un aggravarsi delle tensioni sui titoli bancari o dei rischi per la stabilità finanziaria che,

se non contrastati dall'azione delle politiche economiche, si potrebbero ripercuotere sull'offerta di credito, a seguito di una minore capacità delle banche di reperire risorse finanziarie sul mercato.

In presenza di un aumento non transitorio del differenziale di rendimento fra i titoli di Stato italiani e tedeschi, analogo ad esempio a quanto osservato durante la fase più intensa delle negoziazioni del governo greco con le autorità europee nell'estate del 2015 (pari a circa 35 punti base per la scadenza decennale), il livello del prodotto dell'Italia al termine del triennio 2016-18 potrebbe risultare più basso di circa due decimi di punto percentuale.

L'entità degli effetti di un peggioramento della fiducia e delle tensioni bancarie, che si è dimostrata assai rilevante nel recente passato, è di difficile valutazione. Un aumento dell'incertezza e un calo della fiducia delle imprese pari a quelli, molto ampi, osservati nel corso della crisi del debito sovrano (in quella occasione l'indice del clima di fiducia delle imprese era diminuito di circa il 19 per cento; l'incertezza desunta dalle loro valutazioni era cresciuta in misura simile), riflettendosi sugli investimenti, implicherebbero una riduzione del livello del PIL dell'Italia nell'ordine di un punto percentuale. Un effetto analogo sarebbe associato a restrizioni quantitative del credito pari a quelle, assai elevate, registrate durante la crisi del debito sovrano (quando l'indice di restrizione del credito ricavato dalla *Bank Lending Survey*, che è attualmente negativo, era aumentato fino al massimo storico di 0,5; cfr. la figura A nel riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

L'ampio ventaglio di strumenti di politica monetaria ora disponibile, che include il programma di acquisto di titoli e le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, se utilizzato con decisione può contribuire a contrastare sostanzialmente questi rischi, la cui entità dipende però anche dalla risposta delle politiche macroprudenziali e di bilancio e dal successo delle autorità europee nel dissolvere i timori sulla coesione dell'Unione.

...mediante i tassi di interesse e il cambio sono finora trascurabili...

Le implicazioni per le proiezioni dei movimenti dei mercati finanziari finora osservati sono trascurabili: le variazioni dei tassi di interesse, pur in un contesto di elevata volatilità, sono state contenute, grazie all'assetto espansivo delle politiche monetarie; le variazioni del tasso di cambio effettivo, risultato dell'apprezzamento dell'euro rispetto alla sterlina e del deprezzamento nel confronto con le altre valute, sono state anch'esse nel complesso modeste.

...quelli attraverso i flussi commerciali sarebbero sfavorevoli ma limitati...

Conseguenze sull'attività economica nell'orizzonte di previsione potrebbero aversi attraverso gli scambi commerciali. Negli scenari che esplorano i possibili effetti, così come oggi valutabili, di una forte caduta dell'attività nel Regno Unito, anche nell'ipotesi più estrema, l'impatto negativo sul livello del prodotto italiano sarebbe di entità relativamente contenuta, nell'ordine di un quarto di punto percentuale;

l'effetto potrebbe essere marginalmente maggiore considerando anche l'aumentata incertezza delle imprese sulle prospettive di questi mercati di sbocco. In tale ipotesi, e tenendo conto inoltre delle informazioni diffuse nelle ultime settimane sul secondo trimestre del 2016 (cfr. il par. 2.1), il prodotto potrebbe crescere poco al di sotto dell'1 per cento quest'anno, attorno all'1 il prossimo anno.

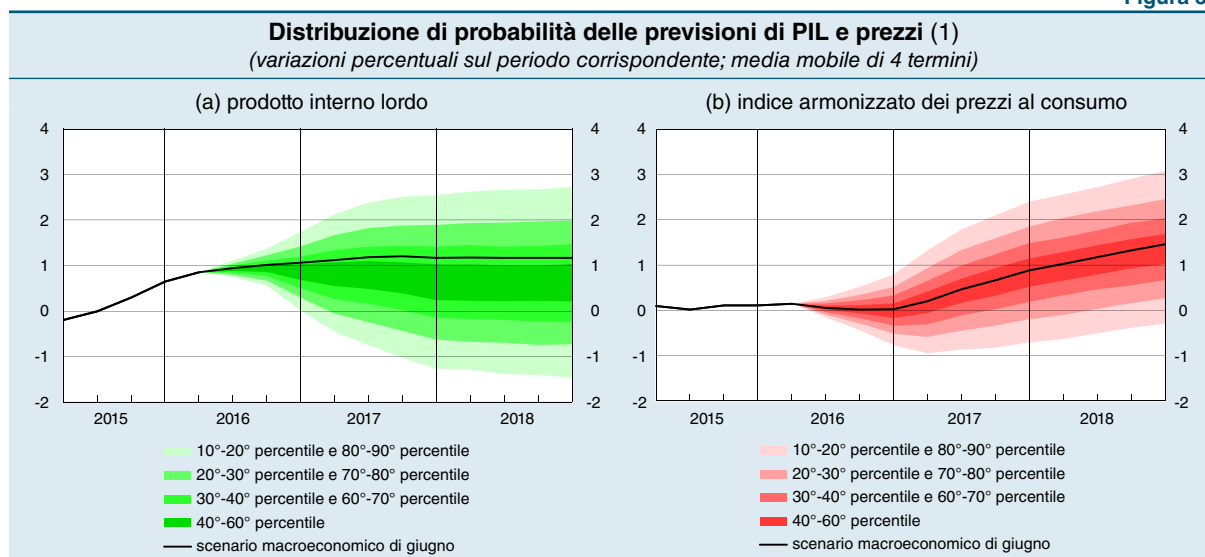
...tuttavia aumentano decisamente i rischi in caso di sviluppi disordinati

Queste stime presuppongono che non si verifichino effetti di contagio sui mercati europei e che non si aggravi l'incertezza; sono però aumentati i rischi per l'economia europea e per quella italiana. Tali rischi potrebbero materializzarsi con: l'emergere di turbolenze sui mercati finanziari, che tuttavia possono essere contrastate dagli strumenti di politica monetaria; un aggravarsi delle tensioni

bancarie che dia luogo a una restrizione delle condizioni del credito, nel caso in cui non si facesse

fronte ai rischi per la stabilità finanziaria; un calo della fiducia delle imprese, qualora le autorità europee non fossero in grado di dissipare i timori sulla coesione e sulla governance della UE, che potrebbe indebolire i piani di investimento. L'entità di tali effetti si è dimostrata molto rilevante nel recente passato e comporta un deciso aumento dei rischi verso il basso per la crescita, la cui distribuzione è ora fortemente asimmetrica (fig. 36); questi possono essere ridotti da una adeguata risposta delle politiche economiche.

Figura 36



(1) Distribuzione di probabilità attorno allo scenario previsto di giugno (linea continua); incorpora i rischi discussi nel testo. 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.

Per l'inflazione il quadro resta bilanciato: i rischi al ribasso provengono dalla possibilità che gli adeguamenti delle retribuzioni nel prossimo biennio risentano in misura maggiore della bassa inflazione e dell'ancora elevata disoccupazione; un nuovo stimolo alla crescita dei prezzi e delle aspettative di inflazione potrebbe però provenire dalle misure di politica monetaria adottate.

LO SCENARIO MACROECONOMICO PUBBLICATO IN GIUGNO

Da quest'anno l'elaborazione del quadro previsionale completo per l'economia italiana è stata anticipata all'inizio di giugno e all'inizio di dicembre, in concomitanza con gli esercizi coordinati dell'Eurosistema e con la pubblicazione dei relativi risultati per l'area dell'euro. Le proiezioni per l'economia italiana pubblicate il 6 giugno scorso, prima dell'esito del referendum britannico, sono riportate nella tavola¹.

Le principali ipotesi alla base di quello scenario macroeconomico erano:

- a) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) si colloca su valori negativi (-0,3 per cento) nel triennio di previsione;

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 6 giugno 2016.

b) il tasso di interesse sui BTP a dieci anni è pari a 1,3 per cento nel 2016 e risale gradualmente nel successivo biennio (2,0 nel 2017 e 2,4 nel 2018), in linea con le aspettative dei mercati;

c) gli scambi internazionali aumentano del 2,7 per cento nel 2016, accelerano al 4,0 nel 2017 e al 4,3 nel 2018, espandendosi in misura contenuta rispetto alla crescita registrata in media negli ultimi vent'anni (5,7 per cento all'anno). La domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce a tassi analoghi²;

d) il prezzo del greggio (qualità Brent) è pari a 43,4 dollari al barile nella media di quest'anno, a 49 dollari nel 2017 e a circa 51 nel 2018;

e) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro è pari a 1,13 nell'anno in corso e a 1,14 nel successivo biennio³;

f) lo scenario incorpora le misure contenute nella legge di stabilità per il 2016. In particolare si assume che le clausole di salvaguardia relative all'aumento delle aliquote IVA e delle accise nel biennio 2017-18 vengano disattivate, come indicato nel *Documento di economia e finanza 2016* (DEF) approvato lo scorso aprile. Diversamente dal quadro programmatico riportato nel DEF, non si tiene conto delle misure che compenseranno il venir meno degli inasprimenti delle imposte indirette, poiché tali interventi non sono specificati con un sufficiente grado di dettaglio; questa ipotesi è in linea con la metodologia di proiezione macroeconomica concordata nell'ambito dell'Eurosistema.

² 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 BCE nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno 2016*.

³ 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 l'11 maggio.

**Lo scenario macroeconomico
pubblicato il 6 giugno**
(variazioni percentuali sull'anno precedente,
salvo diversa indicazione)

VOCI	2015	2016	2017	2018
PIL (1)	0,6	1,1	1,2	1,2
Consumi delle famiglie	0,9	1,5	1,4	1,1
Consumi collettivi	-0,7	0,2	-0,5	-0,4
Investimenti fissi lordi	0,6	2,9	2,7	2,3
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	2,2	4,4	3,9	2,5
Esportazioni totali	4,1	2,3	4,2	4,1
Importazioni totali	5,8	4,1	4,8	3,8
Variazione delle scorte (2)	0,5	0,1	0,0	0,0
Prezzi (IPCA)	0,1	0,0	0,9	1,5
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,7	0,7	1,0	1,5
Occupazione (unità standard) (3)	0,8	0,7	0,7	0,7
Tasso di disoccupazione (4)	11,9	11,4	11,1	10,8
Competitività all'export (5)	3,5	0,7	0,3	-0,6
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,2	2,0	1,5	1,7

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) 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.