

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo *Bollettino economico* aggiornano quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema dello scorso dicembre sulla base degli andamenti osservati successivamente. Questi ultimi non modificano in modo significativo le prospettive per il prossimo triennio, con l'eccezione dell'inflazione al consumo, che nel 2017 sarebbe più elevata di quasi mezzo punto percentuale, soprattutto per effetto dei prezzi dei beni energetici importati.

Le fluttuazioni negli indici di borsa e nei rendimenti dei titoli di Stato sono risultate complessivamente contenute, nonostante il picco di volatilità osservato in novembre. L'accordo del 30 novembre sui tagli alla produzione del greggio, cui hanno aderito i paesi OPEC e alcuni paesi non OPEC, ha determinato un forte aumento delle quotazioni del petrolio. Le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE dell'8 dicembre scorso, che hanno confermato il mantenimento di condizioni espansive, hanno avuto un impatto limitato sui tassi di interesse; il cambio dell'euro rispetto al dollaro, calcolato come media dei valori osservati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 5 gennaio, si è invece deprezzato di circa il 4 per cento rispetto ai valori sottostanti allo scenario pubblicato in dicembre.

Lo scenario assume condizioni del credito distese

Il quadro previsivo per il triennio 2017-19 assume il mantenimento di condizioni monetarie molto espansive, riflesse nelle ipotesi sui tassi a lungo termine tedeschi (che rimarrebbero inferiori allo 0,5 per cento nell'anno in corso e crescerebbero solo moderatamente in seguito), pur incorporando l'aumento dello spread sovrano italiano registrato negli ultimi mesi del 2016 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*). Il quadro è anche basato sull'ipotesi che vengano mantenute condizioni del credito complessivamente favorevoli: la differenza tra i tassi sugli impieghi bancari in Italia e nel resto dell'area dell'euro rimarrebbe contenuta, non superando i 30 punti base nel triennio 2017-19; le condizioni dell'offerta di credito, desunte dai sondaggi, si manterrebbero distese.

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Dal 2016 il quadro previsivo per l'economia italiana elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema viene pubblicato sul sito internet dell'Istituto all'inizio dei mesi di giugno e di dicembre¹. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 9 dicembre² sulla base di ipotesi tecniche sugli andamenti delle variabili esogene che tengono conto delle informazioni disponibili al 5 gennaio.

Le principali ipotesi alla base dello scenario sono le seguenti (tavola):

- a) gli scambi internazionali aumentano dell'1,7 per cento nel 2016, accelerano al 3,2 nel 2017 e al 4 in media nel 2018-19, un tasso di crescita significativamente inferiore a quello medio registrato tra il 1990 e il 2015 (5,7 per cento all'anno). Nel 2016 la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni è cresciuta più della domanda mondiale (2,4 per cento), in virtù della quota relativamente elevata dell'export italiano verso l'area dell'euro (che ha

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, dove sono disponibili le proiezioni sinora pubblicate nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema.

² Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 9 dicembre 2016.

registrato condizioni di domanda migliori in media rispetto al resto del mondo)³; nel triennio 2017-19 segue un profilo analogo a quello del commercio mondiale;

b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,11 nella media del 2016, scende a 1,04 nel triennio 2017-19⁴;

c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 43,6 dollari al barile nella media dello scorso anno, raggiunge circa 58 dollari nel 2017, livello dal quale non si discosta in maniera significativa nel restante orizzonte di previsione;

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2016-17, risale gradualmente fino a -0,1 nella media del 2019;

e) il tasso di interesse sui BTP a dieci anni, pari all'1,5 per cento nel 2016, aumenta al 2,1 per cento nel 2017, al 2,5 nel 2018 e raggiunge il 2,9 nel 2019, in linea con le aspettative dei mercati;

f) lo scenario tiene conto delle misure contenute nella manovra di bilancio per il 2017. Si assume inoltre che non abbia luogo l'incremento delle aliquote IVA e delle accise previsto a legislazione vigente nel biennio 2018-19.

³ Le valutazioni sull'attività economica globale e sulle prospettive per la domanda estera sono coerenti con quelle sottostanti al quadro previsionale 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 dicembre 2016*.

⁴ 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 5 gennaio.

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene

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

VOCI	2016	2017	2018	2019
Commercio internazionale	1,7	3,2	3,9	4,0
Domanda estera potenziale	2,4	3,3	3,9	3,9
Dollaro/euro (1)	1,11	1,04	1,04	1,04
Cambio effettivo nominale (2)	0,3	1,8	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	43,6	57,7	57,8	57,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,5	2,1	2,5	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.

Nel quadro macroeconomico per il prossimo triennio...

Il PIL aumenterebbe in media dell'1,0 per cento all'anno nel triennio 2017-19 (tav. 11 e fig. 38). L'attività economica verrebbe sospinta dalla domanda interna e dal progressivo rafforzamento di quella estera (fig. 39). Il livello del prodotto nel 2019 sarebbe inferiore di circa quattro punti percentuali rispetto al 2007.

...l'espansione degli investimenti beneficia delle misure di sostegno...

In presenza di condizioni finanziarie che si mantengono favorevoli, l'espansione degli investimenti in capitale produttivo contribuirebbe a sostenere l'attività economica; benché frenati dall'incertezza sulle prospettive di crescita, tali investimenti beneficerebbero sino alla prima metà del 2018 degli incentivi disposti dal Governo. Sulla base dei nostri sondaggi, le imprese forniscono nel

complesso una valutazione positiva di queste misure, rinnovate e ampliate con la legge di bilancio per il 2017 (cfr. il riquadro: *La crescita e gli investimenti in Italia*, in *Bollettino economico*, 4, 2016). Secondo nostre stime, l'impulso fornito da tali agevolazioni, in larga misura riconducibile a un anticipo dei piani di spesa delle imprese, ammonterebbe complessivamente a circa 3,5 punti percentuali di maggiori investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto nel triennio 2016-18. L'esaurirsi di questi effetti comporterebbe un deciso ma temporaneo rallentamento

dell'accumulazione di capitale alla fine del periodo di previsione. Gli investimenti residenziali aumenterebbero a ritmi mediamente più contenuti.

La spesa in capitale produttivo in rapporto al PIL si riporterebbe nel 2018 in prossimità dei livelli medi registrati nel decennio pre-crisi (fig. 40), mentre quella in costruzioni rimarrebbe inferiore di oltre tre punti percentuali.

...la crescita dei consumi e dell'occupazione prosegue...

I consumi crescerebbero a ritmi prossimi a quelli del prodotto. Il rallentamento rispetto allo scorso biennio sarebbe attribuibile prevalentemente agli effetti dei recenti aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche sulla capacità di spesa delle famiglie. Il tasso di risparmio salirebbe lievemente nel corso del triennio di previsione, mostrando il consueto andamento prociclico. L'occupazione continuerebbe a espandersi, pur se a ritmi temporaneamente inferiori rispetto all'ultimo anno, in seguito al venir meno degli sgravi contributivi a favore dei nuovi assunti a tempo indeterminato (cfr. il par. 2.5). Il tasso di disoccupazione scenderebbe solo gradualmente, portandosi al di sotto dell'11 per cento nel 2019 (dall'11,9 del 2015): a rallentarne il calo contribuirebbe l'incremento della partecipazione al

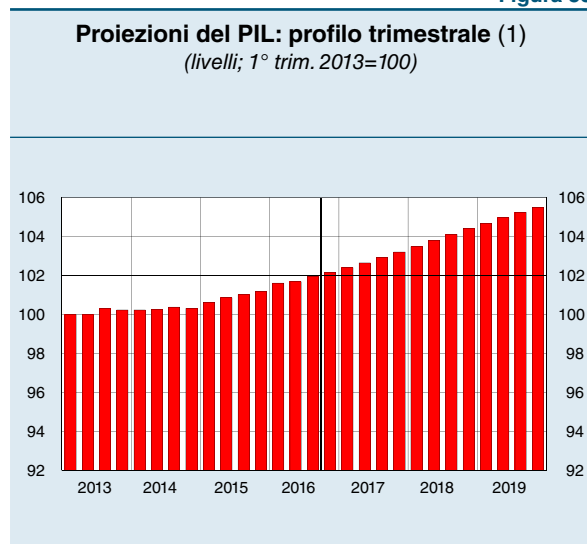
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

Tavola 11

Scenario macroeconomico (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2016	2017	2018	2019	
PIL (1)	0,9	0,9	1,1	1,1	
Consumi delle famiglie	1,4	0,9	0,8	0,8	
Consumi collettivi	0,8	0,4	-0,1	-0,3	
Investimenti fissi lordi	2,1	2,8	2,7	0,8	
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	3,1	4,6	3,0	0,1	
Esportazioni totali	1,2	3,8	4,4	4,0	
Importazioni totali	1,8	4,9	3,9	2,4	
Variazione delle scorte (2)	-0,3	0,0	0,0	0,0	
Prezzi (IPCA)	-0,1	1,3	1,3	1,5	
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,8	1,4	1,6	
Occupazione (unità standard) (3)	1,0	0,8	0,9	1,0	
Tasso di disoccupazione (4)	11,6	11,6	11,3	10,9	
Competitività all'export (5)	-1,3	1,6	0,1	-0,5	
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	2,4	1,7	1,9	2,2	

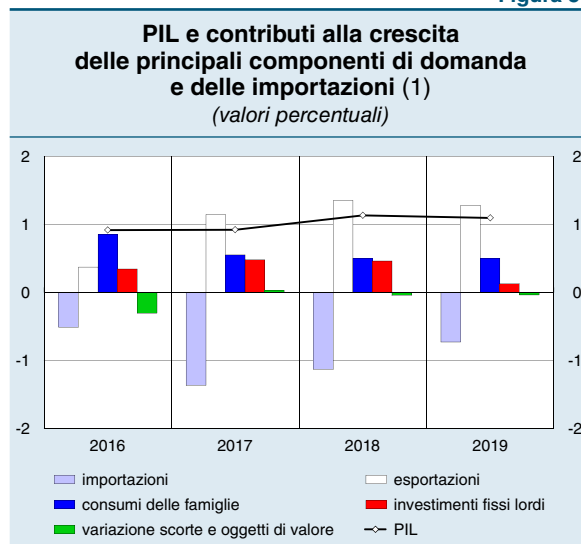
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. - (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del 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 38



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 2016; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 39



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

mercato del lavoro, indotta dal miglioramento delle prospettive cicliche e da fattori strutturali, tra cui l'innalzamento dell'età di pensionamento.

...e il contributo delle esportazioni si rafforza

Le vendite all'estero aumenterebbero a un tasso maggiore di quello del commercio internazionale, beneficiando tra l'altro del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti delle principali valute. Anche le importazioni accelererebbero, sospinte dall'andamento delle componenti di domanda a maggiore contenuto di beni importati (investimenti produttivi ed esportazioni). Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, che secondo nostre stime avrebbe raggiunto il 2,4 per cento nel 2016, si manterrebbe prossimo al 2 per cento nell'orizzonte di previsione (fig. 41).

L'inflazione sale nel 2017 risentendo dell'aumento delle quotazioni petrolifere

L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, risalirebbe all'1,3 per cento nella media di quest'anno e del prossimo (da -0,1 del 2016) e all'1,5 per cento nel 2019 (fig. 42). Al significativo rialzo previsto per il 2017 concorrerebbero in primo luogo i più elevati prezzi dei beni energetici importati; al netto delle componenti più volatili l'indice aumenterebbe in maniera più graduale nel corso dell'orizzonte di previsione. La moderazione delle dinamiche retributive previste sulla base dei recenti rinnovi contrattuali (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*) contribuirebbe però a frenare la crescita dei prezzi. I margini di profitto del settore privato continuerebbero a espandersi in maniera contenuta, riflettendo il graduale miglioramento delle prospettive di crescita; alla fine dell'orizzonte previsivo avrebbero recuperato poco più della metà della caduta registrata tra il 2008 e il 2012.

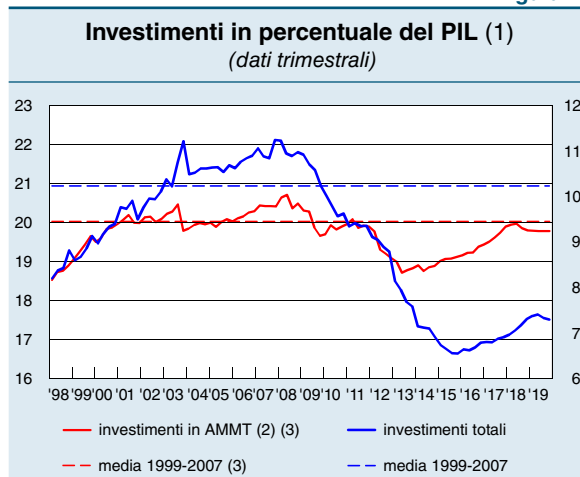
Le previsioni di crescita sono in linea con le valutazioni formulate in luglio...

Le previsioni di crescita del PIL sono in linea con la valutazione aggiornata formulata nel *Bollettino economico* di luglio. Le previsioni di inflazione sono più elevate di 0,4 punti percentuali quest'anno, per effetto soprattutto dell'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche, e lievemente inferiori nel 2018, rispecchiando in larga misura la più moderata dinamica salariale risultante dagli ultimi rinnovi contrattuali.

...e con le stime più recenti degli altri previsori

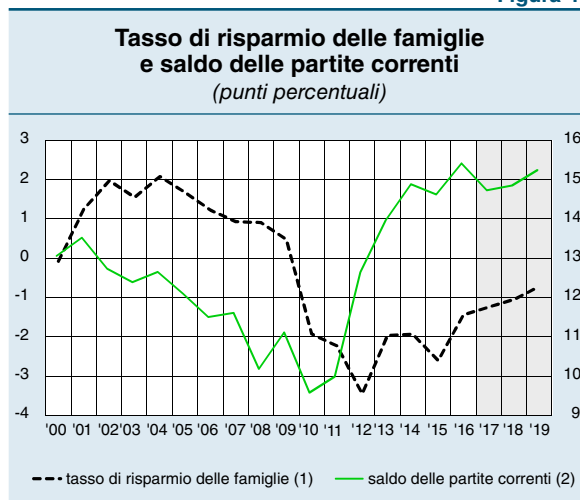
Le nostre proiezioni di crescita sono nel complesso in linea con quelle più recenti diffuse dall'OCSE e dalla Commissione europea (tav. 12). Il Fondo monetario internazionale e gli analisti privati censiti in gennaio da Consensus Economics

Figura 40



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 41



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

prefigurano invece una dinamica più contenuta del prodotto sia per quest'anno sia per il prossimo.

Le stime di inflazione sono più elevate rispetto alla maggior parte dei previsori, riflettendo in larga misura i recenti andamenti delle quotazioni delle materie prime energetiche.

Il rafforzamento dell'attività economica presuppone politiche accomodanti e la prosecuzione delle riforme

Nel complesso l'orientamento estremamente accomodante della politica monetaria e la prosecuzione di un graduale rafforzamento della dinamica del credito, coerentemente con le indicazioni

provenienti dagli ultimi sondaggi disponibili (cfr. il par. 2.7 e il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*), continuano a costituire il presupposto del rafforzamento dell'attività economica. Il mantenimento di condizioni distese sui mercati finanziari, incorporate nelle attuali quotazioni di mercato, poggia inoltre sull'ipotesi che non venga meno la determinazione nel portare a termine il processo di riforma avviato nel nostro paese. La politica di bilancio rimarrebbe moderatamente espansiva nel triennio 2017-19 (cfr. il par. 2.9).

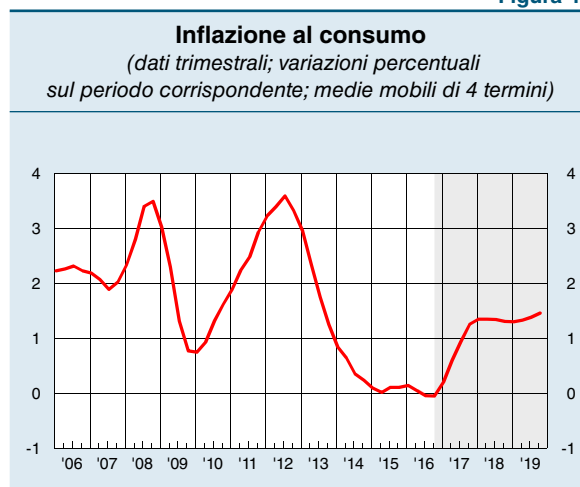
I rischi per la crescita riguardano principalmente il ciclo globale...

Il principale rischio per la ripresa dell'economia globale è costituito dall'eventuale insorgere e dal successivo diffondersi di spinte protezionistiche, oltre che da possibili turbolenze nelle economie emergenti associate alla normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti e dalla perdurante incertezza sulle trattative che definiranno i nuovi rapporti commerciali tra Unione europea e Regno Unito (cfr. il riquadro: *Le possibili ripercussioni del referendum del Regno Unito sul quadro previsivo*, in *Bollettino economico*, 3, 2016). Un sostegno alla domanda mondiale potrebbe invece derivare, nel breve periodo, dall'adozione da parte della nuova amministrazione statunitense di politiche espansive, i cui effetti dipenderanno tuttavia dalle modalità di attuazione. Un'eventuale maggiore crescita statunitense potrebbe contribuire a un aumento più sostenuto dei prezzi delle materie prime e a un ulteriore deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro, con pressioni al rialzo sui prezzi al consumo.

...mentre quelli per l'inflazione sono connessi anche con l'andamento dei salari

Rischi al ribasso sulle previsioni di inflazione sono connessi con gli effetti dei rinnovi dei contratti di lavoro nel settore privato (cfr. il riquadro: *I rinnovi contrattuali nel settore privato durante il 2016*), che in alcuni comparti implicano un'indicizzazione della dinamica salariale all'inflazione passata e rimuovono ogni legame con quella attesa, rendendo più inerziale la dinamica dei prezzi.

Figura 42



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

Tavola 12

Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

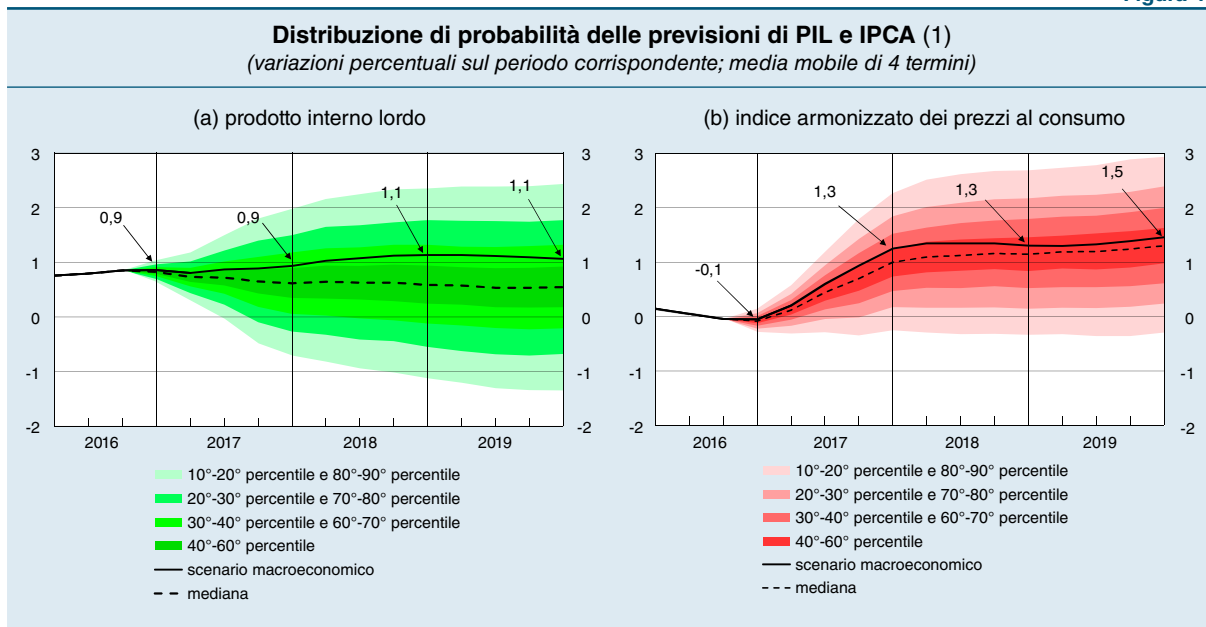
VOCI	PIL (1)			Inflazione (2)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
FMI	0,7	0,8	....	0,5	0,8	1,0
OCSE	0,9	1,0	....	0,8	1,2	....
Commissione europea	0,9	1,0	....	1,2	1,4	....
Consensus Economics	0,7	0,9	....	0,9	1,1	....

Fonte: per il PIL, FMI, *World Economic Outlook, Update*, gennaio 2017; OCSE, *OECD Economic Outlook*, 100, novembre 2016; Commissione europea, *European Economic Forecast, Autumn 2016*, novembre 2016; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 9 gennaio 2017. Per l'inflazione, FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2016; OCSE, *OECD Economic Outlook*, 100, novembre 2016; Commissione europea, *European Economic Forecast, Autumn 2016*, novembre 2016; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, 9 gennaio 2017.

(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.

Nel complesso si valuta che i rischi relativi allo scenario dello scorso dicembre siano ancora orientati prevalentemente al ribasso per la crescita e siano sostanzialmente bilanciati per l'inflazione (fig. 43).

Figura 43



(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.