

## PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'ECONOMIA ITALIANA (ESERCIZIO COORDINATO DELL'EUROSISTEMA)

14 dicembre 2018

Questa nota presenta le proiezioni macroeconomiche per l'Italia nel quadriennio 2018-21 elaborate dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema. Le proiezioni per l'area dell'euro sono state rese note il 13 dicembre in occasione della conferenza stampa successiva alla riunione del Consiglio direttivo della BCE; quelle per i singoli paesi saranno rese disponibili sul sito della BCE due settimane più tardi. Le proiezioni, come concordato nell'ambito dell'esercizio dell'Eurosistema, sono basate sulle informazioni disponibili al 21 novembre (per la formulazione delle ipotesi tecniche) o al 27 novembre (per i dati congiunturali). Una più ampia e aggiornata discussione del quadro previsivo per l'economia italiana – con le modifiche rese nel frattempo necessarie – verrà presentata, come di consueto, nel Bollettino economico della Banca d'Italia in uscita il prossimo 18 gennaio.

Le proiezioni si basano sulle ipotesi di natura tecnica concordate dall'Eurosistema per l'esercizio congiunto. Il profilo dei tassi di interesse sui titoli di Stato e del prezzo del greggio è quello implicito nelle quotazioni dei mercati nelle dieci giornate lavorative terminanti il 21 novembre. Le misure di finanza pubblica incorporate nello scenario sono quelle delineate nella manovra di bilancio per il triennio 2019-2021 nella sua versione originale presentata in Parlamento; non considerano, come di consueto, l'aumento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia per il biennio 2020-2021<sup>1</sup>.

Sulla base di queste ipotesi, la crescita dell'economia italiana si manterrebbe attorno all'1,0 per cento annuo in tutto il triennio 2019-2021<sup>2</sup>. Gli effetti sull'attività economica delle misure espansive contenute nella manovra di bilancio<sup>3</sup> sarebbero contrastati dai più elevati tassi di interesse fin qui registrati e attesi, che conterrebbero l'espansione della domanda interna.

Lo scenario per costruzione non tiene conto di informazioni successive al 27 novembre. Dopo la chiusura dell'esercizio previsivo, sono stati diffusi dall'Istat i conti nazionali trimestrali, con una revisione al ribasso della crescita del PIL nel terzo trimestre che – a parità di altre condizioni – implicherebbe una riduzione marginale delle proiezioni di crescita per l'anno in corso<sup>4</sup>.

Rispetto alle nostre precedenti proiezioni, pubblicate nel Bollettino economico di luglio, la stima di crescita è più bassa per 2 decimi di punto nel 2018 ed è invariata nel prossimo biennio. La revisione per l'anno in corso riflette il rallentamento del prodotto finora osservato. Nel biennio

---

<sup>1</sup> Il governo ha manifestato l'intenzione di sostituire in futuro tali clausole con interventi di riduzione della spesa e con il potenziamento dell'attività di riscossione delle imposte. L'effetto di queste misure e di eventuali altre modifiche attualmente in discussione dipenderà sia dalla loro composizione sia dalle ripercussioni sulle attese degli investitori e quindi sui tassi d'interesse.

<sup>2</sup> Il valore marginalmente superiore stimato per la crescita annua del 2020 (1,1 per cento) dipende da effetti di trascinamento statistico favorevoli, in presenza di un profilo trimestrale in rallentamento.

<sup>3</sup> Ai diversi interventi programmati dal governo, in assenza di informazioni dettagliate alla data di chiusura delle previsioni, sono associati effetti sull'attività economica in larga misura coerenti con le regolarità storiche stimate con il modello econometrico della Banca d'Italia; si veda Bulligan G., Busetto F., Caivano M., Cova P., Fantino D., Locarno A. e L. Rodano, "Il modello econometrico della Banca d'Italia: un aggiornamento delle principali equazioni ed elasticità", Banca d'Italia, *Temi di discussione*, n. 1130, luglio 2017.

<sup>4</sup> L'incorporazione dei nuovi dati di contabilità nazionale, diffusi dall'Istat il 30 novembre, implicherebbe, a parità di altre condizioni, una minor crescita annuale di un decimo di punto percentuale nel 2018. Un aggiornamento completo delle previsioni che tiene conto delle informazioni più aggiornate sarà presentato nel prossimo Bollettino economico.

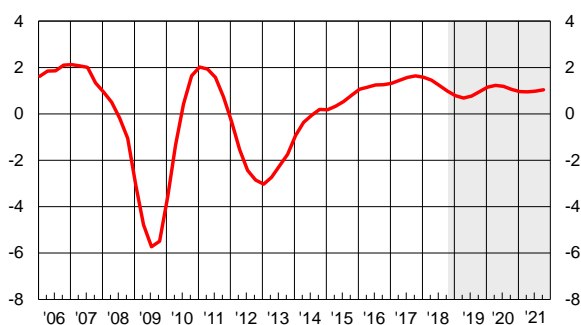
2019-2020 gli effetti negativi sull'attività economica derivanti dal profilo più elevato dei tassi di interesse osservati e attesi, oltre che da un'espansione più contenuta della domanda estera, compensano quelli di segno opposto riconducibili agli interventi contenuti nella manovra di bilancio e al calo delle quotazioni del greggio.

Nello scenario resterebbe moderata l'espansione della domanda interna. I consumi aumenterebbero in linea con il prodotto. La spesa per investimenti rallenterebbe nel prossimo triennio, risentendo dell'aumento dei costi di finanziamento. Le esportazioni, dopo la battuta d'arresto registrata nella prima metà di quest'anno, tornerebbero a crescere a ritmi prossimi a quelli della domanda estera.

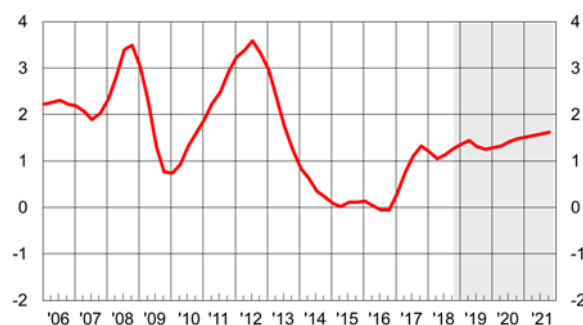
Continuerebbe, ma a ritmi inferiori a quanto stimato in precedenza, la graduale risalita dell'inflazione. I prezzi al consumo aumenterebbero dell'1,3 per cento sia quest'anno sia il prossimo, dell'1,5 nel 2020 e dell'1,6 nel 2021. La componente di fondo salirebbe all'1,0 per cento nel 2019, per poi accelerare gradualmente in linea con il rafforzamento della dinamica retributiva. Rispetto alle nostre precedenti proiezioni, pubblicate nel Bollettino economico dello scorso luglio, la stima di inflazione è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali nel 2019, principalmente a fronte delle più basse quotazioni delle materie prime energetiche.

I rischi al ribasso che circondano queste proiezioni sono però assai elevati. Quelli provenienti dal contesto internazionale sono associati principalmente a ulteriori irrigidimenti delle politiche commerciali. Sul piano interno, resta elevata l'incertezza connessa agli interventi della politica di bilancio e alle possibili ripercussioni sui mercati finanziari e sulla fiducia di famiglie e imprese: ulteriori aumenti dei tassi di interesse sui titoli pubblici, una più rapida trasmissione alle condizioni di finanziamento del settore privato o un più marcato deterioramento della propensione all'investimento delle imprese metterebbero a rischio la prosecuzione della crescita. Per contro, ritmi di crescita più elevati di quelli prefigurati in questo scenario potrebbero essere conseguiti se gli spread sovrani tornassero verso i valori medi registrati nel secondo trimestre dell'anno.

**Figura 1**  
**Prodotto interno lordo**  
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili di 4 termini)



**Figura 2**  
**Indice armonizzato dei prezzi al consumo**  
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili di 4 termini)



**Tavola – Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

|  | Dicembre 2018 |      |      |      | Luglio 2018 |      |      |
|--|---------------|------|------|------|-------------|------|------|
|  | 2018          | 2019 | 2020 | 2021 | 2018        | 2019 | 2020 |
| PIL (1)  | 1,0 (*)       | 1,0  | 1,1  | 1,0  | 1,2         | 1,0  | 1,1  |
| Consumi delle famiglie                         | 0,8           | 1,0  | 1,1  | 1,0  | 1,1         | 0,8  | 0,8  |
| Consumi collettivi                             | 0,0           | 0,2  | 0,0  | -0,3 | 0,2         | 0,0  | 0,2  |
| Investimenti fissi lordi                       | 4,4           | 2,1  | 0,8  | 1,0  | 3,4         | 1,5  | 0,9  |
| di cui: Investimenti in a.m.m.t.               | 6,4           | 1,9  | -0,3 | 1,1  | 4,8         | 1,5  | 0,7  |
| Investimenti in costruzioni                    | 2,0           | 2,4  | 2,3  | 0,9  | 1,7         | 1,5  | 1,2  |
| Esportazioni totali                            | 0,0           | 3,1  | 3,9  | 3,6  | 1,9         | 4,1  | 3,7  |
| Importazioni totali                            | 1,3           | 3,2  | 3,4  | 2,8  | 2,6         | 3,8  | 2,6  |
| Variazione delle scorte (2)                    | 0,1           | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0,1         | 0,0  | 0,0  |
| Prezzi al consumo (IPCA)                       | 1,3           | 1,3  | 1,5  | 1,6  | 1,3         | 1,5  | 1,5  |
| IPCA al netto dei beni energetici e alimentari | 0,6           | 1,0  | 1,3  | 1,6  | 0,8         | 1,3  | 1,5  |
| Occupazione                                    | 0,7           | 0,4  | 0,8  | 0,7  | 0,9         | 0,8  | 0,7  |
| Tasso di disoccupazione (3)                    | 10,4          | 10,3 | 10,1 | 9,9  | 10,9        | 10,6 | 10,4 |

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. Proiezioni per l'Italia incluse nell'esercizio dell'Eurosistema pubblicato il 13 dicembre, che include informazioni aggiornate al 21 novembre.

(\*) La stima non include le informazioni di contabilità nazionale diffuse il 30 novembre, dopo la chiusura dell'esercizio previsivo; considerando queste informazioni la stima di crescita per il 2018 è pari allo 0,9 per cento.

(1) Per il PIL e le sue componenti, variazioni stimate su dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. –

(2) Contributi alla crescita del PIL, valori percentuali. – (3) Medie annue, valori percentuali.

## LE IPOTESI

Le ipotesi sottostanti al quadro previsivo sono state concordate nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema (cfr. *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>). Le ipotesi sui tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e i tassi di interesse hanno natura tecnica; riflettono gli andamenti impliciti nelle quotazioni di mercato osservate in media nelle dieci giornate lavorative terminanti il 21 novembre.

Lo scenario incorpora le misure di finanza pubblica delineate nella manovra di bilancio per il triennio 2019-2021. In accordo con le linee guida dell'Eurosistema e come nelle più recenti proiezioni della Commissione europea, lo scenario esclude l'aumento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia per il biennio 2020-2021 e non ipotizza interventi sostitutivi.

### Ipotesi sulle principali variabili esogene

|                                |          | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------------------------------|----------|------|------|------|------|
| Domanda estera ponderata       | (1)      | 3,7  | 3,4  | 3,8  | 3,5  |
| Dollaro/Euro                   | (2)      | 1,18 | 1,14 | 1,14 | 1,14 |
| Cambio effettivo nominale      | (1), (3) | -1,1 | 1,0  | 0,0  | 0,0  |
| Prezzi manufatti esteri        | (1)      | 1,9  | 2,2  | 2,2  | 2,2  |
| Prezzo del greggio             | (4)      | 71,8 | 67,5 | 66,8 | 65,9 |
| Tasso Euribor a tre mesi       | (2)      | -0,3 | -0,2 | 0,1  | 0,4  |
| Tasso di interesse (media BTP) | (2),(5)  | 2,0  | 3,5  | 3,9  | 4,2  |

(1) Variazioni percentuali. – (2) Medie annue. – (3) Variazioni positive indicano deprezzamento. – (4) Dollari per barile, qualità Brent – (5) Durata finanziaria: 6,5 anni.