

2.9 LE PROSPETTIVE

Lo scenario 2018-2020 ipotizza un contesto esterno ancora favorevole...

Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia¹ si basano sull'ipotesi di una prosecuzione della crescita della domanda estera nel corso del triennio 2018-2020, in linea con gli andamenti prefigurati dai principali previsori. Le ipotesi relative ai tassi di interesse, desunte dalle aspettative incorporate nelle recenti quotazioni di mercato, includono una graduale risalita dei rendimenti a lungo termine; il tasso Euribor a tre mesi raggiungerebbe lo 0,1 per cento nel 2020, da -0,3 nella media del 2017; il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali salirebbe al 3,5 per cento, da 2,1 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

...condizioni del credito distese...

Lo scenario presuppone che le condizioni di offerta del credito rimangano distese. I tassi di interesse sui prestiti bancari non si discosterebbero significativamente da quelli praticati nell'area dell'euro lungo tutto l'orizzonte di proiezione. La domanda di finanziamenti da parte delle imprese, in ripresa nell'ultimo semestre dopo un prolungato ristagno, continuerebbe a espandersi.

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro previsivo per l'economia italiana elaborato dagli esperti della Banca d'Italia nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema viene pubblicato all'inizio dei mesi di giugno e dicembre, simultaneamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro¹. Le proiezioni macroeconomiche per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 15 giugno scorso² sulla base delle informazioni più recenti, tra le quali i nuovi conti nazionali trimestrali diffusi dall'Istat lo scorso 1° giugno, successivamente alla data di chiusura del precedente esercizio previsivo. Anche le ipotesi tecniche sono state riviste, alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data del 6 luglio.

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

- a) la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni cresce di poco più del 4 per cento nella media del triennio 2018-2020;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari in media a 1,19 nel 2018, rimane stabile a 1,17 nel biennio 2019-2020³;

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 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 Banca centrale europea nel documento *Giugno 2018: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*.

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 il 6 luglio.

¹ Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema, basato sulle informazioni disponibili fino al 22 maggio, alla luce degli andamenti osservati successivamente a quella data. Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 giugno 2018.

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

VOCI	2017	2018	2019	2020
Domanda estera potenziale	4,1	4,3	4,5	3,9
Dollaro/euro (1)	1,13	1,19	1,17	1,17
Cambio effettivo nominale (2)	-1,3	-0,4	0,4	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	54,3	73,7	73,5	69,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	-0,2	0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,3	0,0	0,4	0,7
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,1	2,6	3,3	3,5

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

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

c) il prezzo del greggio (qualità Brent), fissato sulla base delle quotazioni dei contratti futures, è pari a circa 74 dollari al barile nel 2018-19 (54 nel 2017) e si riduce a poco più di 69 dollari nel 2020;

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento nel biennio 2017-18, risale gradualmente fino a 0,1 nella media del 2020;

e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a dieci anni è pari al 2,6 per cento nel 2018, al 3,3 nel 2019 e al 3,5 nel 2020, in linea con i valori dei tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

f) come il quadro tendenziale del *Documento di economia e finanza 2018* (DEF) dello scorso aprile, lo scenario incorpora le misure delineate nelle passate manovre di bilancio, inclusa quella per il triennio 2018-2020. Tuttavia, diversamente rispetto al DEF, per il biennio 2019-2020 si assume che le clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise non vengano attivate; coerentemente con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema, il quadro macroeconomico non incorpora misure alternative di recupero del mancato gettito. Non si tiene conto di provvedimenti che, sebbene annunciati, non sono ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio né inclusi nella legislazione.

**...e un assetto
monetario
accomodante**

Lo scenario tiene conto delle decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE nella riunione del 14 giugno (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate nel giugno 2018* del capitolo 1). Le condizioni monetarie si mantengono ampiamente espansive. Secondo le nostre valutazioni, il contributo alla crescita del PIL delle misure di politica monetaria attuate a partire dal 2014, pur riducendosi, resterebbe rilevante, pari a circa mezzo punto percentuale all'anno in media nel biennio 2018-19 (poco meno della metà di quanto stimato per il biennio precedente; cfr. il riquadro: *Le determinanti dell'attività economica nel 2017 secondo il modello della Banca d'Italia* del capitolo 4 nella *Relazione annuale* sul 2017). Come il quadro tendenziale del *Documento di economia e finanza 2018* (DEF) dello scorso aprile, lo scenario tiene conto delle misure di bilancio già approvate. Coerentemente con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema si basa, come in passato, sull'ipotesi tecnica di abolizione delle clausole di salvaguardia senza prefigurare misure alternative di recupero del conseguente mancato gettito; non si tiene conto di provvedimenti che non sono ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio né inclusi nella legislazione. Questo quadro è compatibile con una graduale riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto.

**La crescita
del PIL prosegue**

Sulla base delle ipotesi e degli andamenti congiunturali più recenti, in questo scenario il tasso di crescita del prodotto, non corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, sarebbe pari all'1,3 per cento quest'anno, all'1,0 per cento nel 2019 e all'1,2

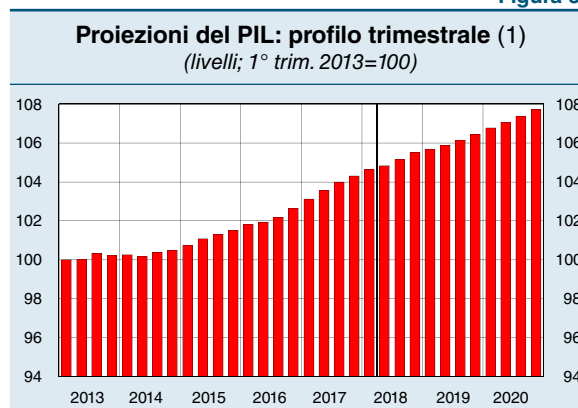
Tavola 9

Scenario macroeconomico (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)				
VOCI	2017	2018	2019	2020
PIL (1)	1,5	1,3	1,0	1,2
PIL (2)	1,6	1,2	1,0	1,1
Consumi delle famiglie	1,4	1,1	0,8	0,8
Consumi collettivi	0,1	0,2	0,0	0,2
Investimenti fissi lordi	3,9	3,4	1,5	0,9
di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto	6,1	4,8	1,5	0,7
Esportazioni totali	6,0	1,9	4,1	3,7
Importazioni totali	5,7	2,6	3,8	2,6
Variazione delle scorte (3)	-0,1	0,1	0,0	0,0
Prezzi (IPCA)	1,3	1,3	1,5	1,5
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,8	0,8	1,3	1,5
Occupazione (unità standard) (4)	0,9	0,9	0,8	0,7
Tasso di disoccupazione (5)	11,2	10,9	10,6	10,4
Competitività all'export (6)	0,1	0,5	0,4	0,4
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	2,7	2,1	2,1	2,3

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

(1) Non corretto per le giornate lavorative; definizione coerente con i conti nazionali annuali dell'Istat. – (2) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni risultanti dalla somma dei dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (3) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (4) Unità di lavoro. – (5) Medie annue; valori percentuali. – (6) 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. – (7) In percentuale del PIL.

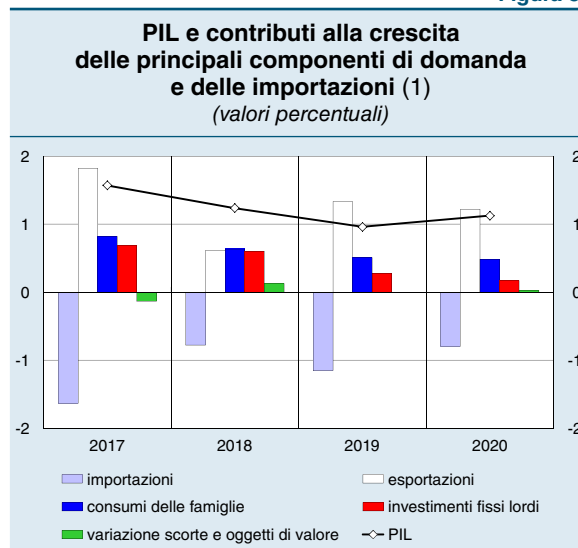
Figura 37



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 2018; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 38



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

nel 2020 (tav. 9 e fig. 37)². Sulle proiezioni incide, nel breve termine, l'andamento dell'attività nel secondo trimestre (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel secondo trimestre sulla base degli indicatori congiunturali*) che, secondo le informazioni disponibili, risulta meno favorevole di quanto precedentemente atteso. Al graduale rallentamento della domanda interna si contrapporrebbe, dal prossimo anno, un contributo positivo e crescente delle esportazioni nette (fig. 38). Nell'orizzonte previsivo non si completerebbe il riassorbimento dei margini inutilizzati di capacità produttiva (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*).

I consumi e l'occupazione continuano a espandersi...

La crescita dei consumi proseguirebbe nel triennio di previsione, ma a un ritmo inferiore rispetto al 2017. Alla prosecuzione della fase ciclica positiva si accompagnerebbe un progressivo incremento della propensione al risparmio delle famiglie che tornerebbe in prossimità dell'8,5 per cento (fig. 39). Il numero di

² Sommando i dati trimestrali, corretti per le giornate lavorative, si valuta che la crescita del PIL sarebbe pari all'1,2 per cento nell'anno in corso, all'1,0 nel 2019 e all'1,1 nel 2020.

LE STIME DELL'OUTPUT GAP IN ITALIA

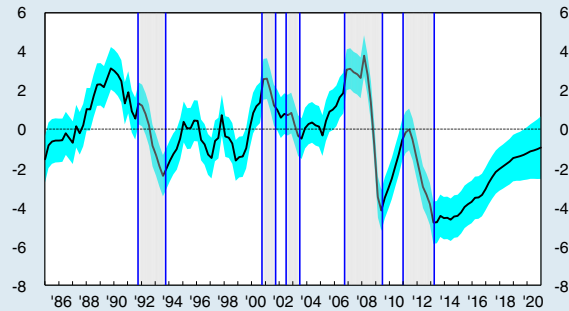
Secondo nostre valutazioni lo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (*output gap*) si colloca in Italia su valori ancora ampiamente negativi¹ (le bande di confidenza riportate nella figura colgono l'incertezza che circonda le stime). Si valuta che nella media di quest'anno l'*output gap* sarebbe compreso tra -2,8 e -0,5 per cento, con valore centrale pari a -1,7. Sulla base delle proiezioni macroeconomiche presentate in questo Bollettino si ritiene che la prosecuzione della fase di crescita del PIL consentirà un graduale riassorbimento dell'*output gap*, la cui stima centrale per la fine del 2020 è tuttavia ancora negativa.

La presenza di un *output gap* che rimane negativo contribuisce alla perdurante debolezza dell'inflazione di fondo. Le valutazioni del Fondo monetario internazionale prefigurano un riassorbimento dell'*output gap* a partire dal 2020, quelle della Commissione europea e dell'OCSE già dal prossimo anno.

¹ Le stime della Banca d'Italia sono ottenute combinando i risultati di: (a) un approccio basato sul metodo della funzione di produzione; (b) un VAR strutturale; (c) un modello a componenti non osservabili; (d) un modello autoregressivo a parametri variabili. Tale metodologia è descritta in A. Bassanetti, M. Caivano e A. Locarno, *Modelling Italian potential output and the output gap*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 771, 2010.

Figura

Output gap (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat fino al 2017, nostre previsioni per il 2018-2020.

(1) L'*output gap* è misurato in percentuale del prodotto potenziale. L'area di colore grigio rappresenta le recessioni datate dall'Istat. L'area di colore azzurro rappresenta le bande di confidenza del 90 per cento calcolate utilizzando l'incertezza derivante dal modello a componenti non osservabili.

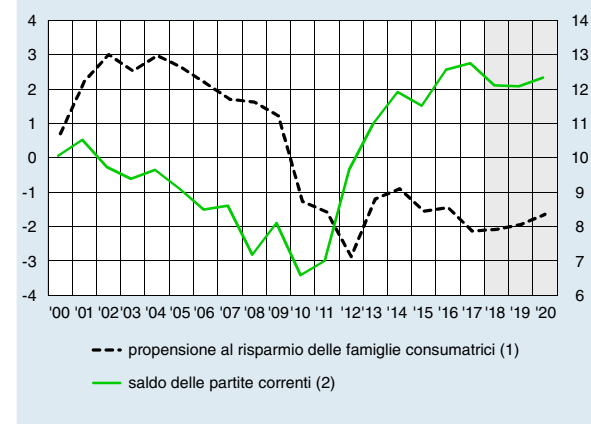
occupati, che in maggio ha superato i livelli massimi pre-crisi, continuerebbe a espandersi, in media dello 0,8 per cento all'anno. Il tasso di disoccupazione diminuirebbe in misura contenuta, portandosi al 10,4 per cento nel 2020 (dall'11,2 del 2017), per effetto dell'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, in parte connesso con il miglioramento delle prospettive occupazionali.

...così come gli investimenti

L'accumulazione di capitale, nonostante la battuta d'arresto registrata nel primo trimestre di quest'anno (presumibilmente collegata all'incertezza circa il rinnovo delle agevolazioni fiscali, che avrebbe determinato un anticipo alla fine del 2017 delle decisioni di spesa; cfr. il par. 2.2), tornerebbe a crescere nel corso dell'anno, sostenuta dal proseguimento della fase ciclica espansiva e da

Figura 39

Propensione al risparmio delle famiglie consumatrici e saldo delle partite correnti
(punti percentuali)



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

(1) Scala di destra. - (2) In rapporto al PIL.

condizioni finanziarie accomodanti. Con l'esaurirsi degli incentivi fiscali per gli acquisti di macchinari, attrezzature e prodotti a tecnologia avanzata, attualmente stabilito per la fine del 2018, lo scenario incorpora un rallentamento degli investimenti produttivi nel biennio 2019-2020. La componente residenziale continuerebbe a espandersi a ritmi moderati, seguendo la ripresa ciclica del mercato immobiliare.

Il rapporto tra investimenti nominali in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (AMMT) e PIL si assesterebbe sui livelli medi antecedenti la doppia recessione; per la componente in costruzioni, nel 2020 tale rapporto rimarrebbe invece ancora inferiore di quasi quattro punti percentuali al valore pre-crisi (fig. 40).

I conti con l'estero restano in avanzo

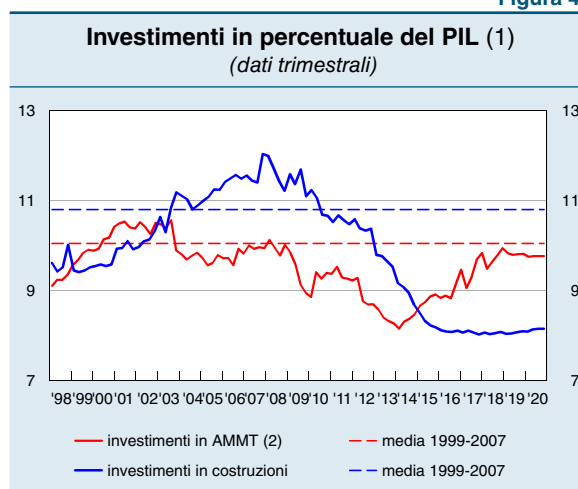
Le esportazioni, diminuite nel primo trimestre dopo il forte incremento osservato nella seconda parte del 2017, rallenterebbero nella media di quest'anno, ma nel prossimo biennio tornerebbero a espandersi a un passo pressoché in linea con quello della domanda estera ponderata per i mercati di destinazione, in media di circa il 4 per cento l'anno. La crescita delle importazioni sarebbe complessivamente meno pronunciata, anche per effetto della decelerazione della domanda interna. Nel biennio 2019-2020 il contributo delle esportazioni nette sarebbe positivo, in media pari a 0,3 punti percentuali l'anno.

Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti in rapporto al PIL resterebbe stabilmente positivo; si ridurrebbe nel 2018, in conseguenza del peggioramento delle ragioni di scambio indotto dall'aumento delle quotazioni delle materie prime, ma recupererebbe in seguito. Il saldo rimarrebbe superiore al 2 per cento nell'intero triennio 2018-2020 (fig. 39).

L'inflazione risale gradualmente...

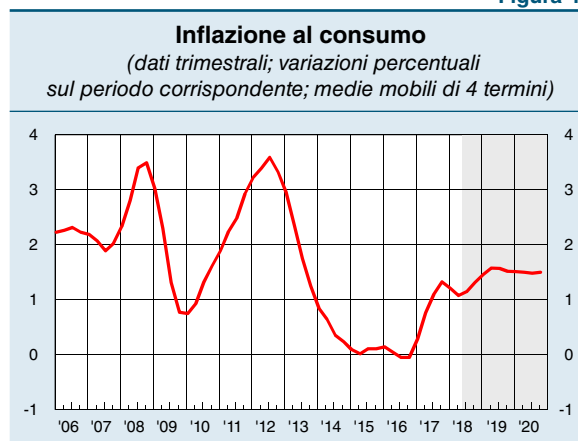
I prezzi al consumo salirebbero dell'1,3 per cento nella media di quest'anno e dell'1,5 nel biennio 2019-2020, sospinti soprattutto dal rialzo delle quotazioni del greggio (fig. 41). L'inflazione di fondo si manterrebbe bassa nel 2018 (0,8 per cento), risentendo principalmente dell'impatto del forte rallentamento della componente dei servizi avvenuto alla fine del 2017 (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2018), i cui effetti sui tassi di crescita annuali si riassorbiranno alla fine dell'estate; salirebbe all'1,4 per cento nella media del prossimo biennio, riflettendo anche la graduale accelerazione delle retribuzioni nel settore privato. L'inflazione interna, misurata col deflatore del PIL, si manterrebbe in media attorno all'1,5 per cento nell'orizzonte di previsione; l'andamento nell'anno in corso rispecchierebbe in parte anche l'aumento dei salari pubblici.

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).

Figura 41



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

...a seguito di un lento miglioramento delle aspettative incorporate nei salari

Le retribuzioni del settore privato accelererebbero solo marginalmente nel triennio 2018-2020, a seguito di un graduale miglioramento delle aspettative di inflazione incorporate nei contratti collettivi, misurate per lo più dalle previsioni diffuse di recente dall'Istat sull'andamento dell'indice dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici importati (cfr. il riquadro: *Aspettative di inflazione e dinamica dei salari*). Il costo del lavoro per unità di prodotto

aumenterebbe in misura più contenuta, per effetto della ripresa ciclica della produttività. Nel triennio di previsione i margini di profitto del settore privato si espanderebbero complessivamente di poco più di 1,5 punti percentuali; nel 2020 avrebbero recuperato circa due terzi della caduta registrata tra il 2008 e il 2012.

Le proiezioni di crescita sono marginalmente più basse rispetto a quelle di gennaio

Le proiezioni di crescita del prodotto sono lievemente più basse rispetto a quelle del *Bollettino economico* dello scorso gennaio, per 0,2 punti percentuali in ciascun anno nel biennio 2018-19 e per 0,1 nel 2020. La revisione risente principalmente dei rincari del greggio e, per l'anno in corso, dalla dinamica più debole dell'attività nel secondo trimestre, come suggerito dai principali indicatori congiunturali; l'impatto dei più elevati tassi di interesse sarebbe

invece compensato dall'indebolimento del cambio dell'euro e dal più favorevole andamento degli scambi con l'estero nel prossimo biennio³.

Le proiezioni di inflazione sono riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali nel 2018, al ribasso di 0,1 punti percentuali nel 2020. Tali revisioni sono dovute principalmente alle quotazioni delle materie prime più elevate quest'anno a cui nel 2020 si contrapporrebbero gli effetti di una crescita più moderata delle retribuzioni.

Per il biennio 2018-19 le nostre proiezioni di crescita risultano lievemente inferiori a quelle del Fondo monetario internazionale (FMI) e dell'OCSE, che sono tuttavia meno aggiornate e non tengono conto delle informazioni relative al secondo trimestre; sono invece sostanzialmente in linea con quelle della Commissione europea pubblicate in luglio (tav. 10). Le proiezioni di inflazione sono leggermente più contenute di quelle della Commissione europea e mediamente più elevate rispetto agli altri principali previsori.

Si valuta che i rischi che circondano il quadro previsivo qui descritto siano orientati prevalentemente al ribasso per la crescita e bilanciati per l'inflazione (fig. 42).

I rischi al ribasso per la crescita derivano soprattutto dalle tensioni protezionistiche...

Sulla ripresa dell'economia mondiale gravano rischi sostanziali, derivanti dalla possibilità di un'accentuazione dell'orientamento protezionistico delle politiche commerciali, con ripercussioni negative sulla fiducia delle imprese, sull'espansione

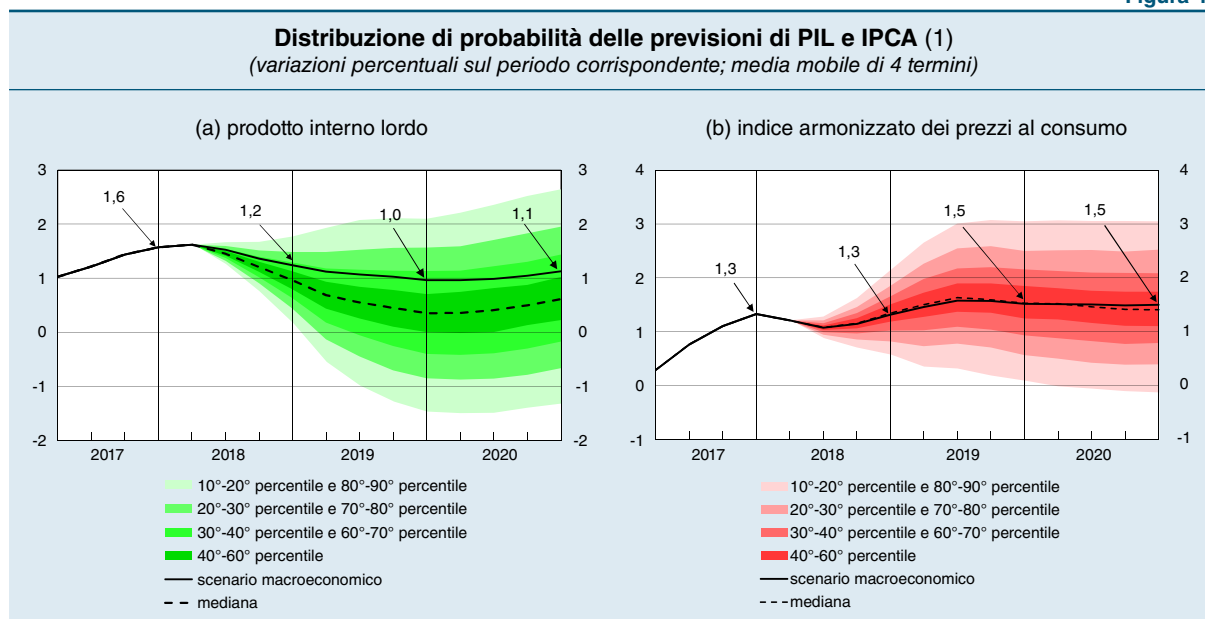
Tavola 10

Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali su periodo precedente)				
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2018	2019	2018	2019
FMI (aprile)	1,5	1,1	1,1	1,3
OCSE (maggio)	1,4	1,1	1,2	1,7
Commissione europea (luglio)	1,3	1,1	1,4	1,6
Consensus Economics (giugno)	1,3	1,2	1,2	1,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2018; OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2018; Commissione europea, *European Economic Forecast Summer 2018*, luglio 2018; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2018.

(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.

³ Le proiezioni si discostano in misura lieve da quelle pubblicate alla metà di giugno nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema (cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 15 giugno 2018), riflettendo le informazioni congiunturali divenute nel frattempo disponibili sull'attività economica nel secondo trimestre dell'anno in corso e l'aggiornamento delle ipotesi tecniche.



(1) Dati trimestrali corretti per il numero di giorni lavorativi. 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.

degli scambi commerciali e della domanda globale. Non si possono inoltre escludere aumenti repentini della volatilità sui mercati finanziari, in connessione con un riaccendersi dell'incertezza sulle politiche economiche, che si potrebbe ripercuotere sulle condizioni di finanziamento e sulla fiducia di famiglie e imprese, incidendo negativamente sull'attività economica.

**...quelli
per l'inflazione
sono più bilanciati**

Per l'inflazione i rischi al ribasso sono soprattutto legati a quelli che gravano sull'attività economica, che potrebbero tradursi in un andamento delle retribuzioni più debole di quanto qui prefigurato (cfr. il riquadro: *Aspettative di inflazione e dinamica dei salari*). Pressioni al rialzo potrebbero invece derivare da nuovi aumenti nelle quotazioni delle materie prime energetiche.