

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema¹, che era stato formulato sulla base delle informazioni disponibili al 27 novembre. Da allora sono stati diffusi dati congiunturali sul commercio internazionale, sull'attività economica e sulle opinioni delle imprese in Italia e nell'area dell'euro, che nel complesso configurano un'evoluzione dell'economia globale e di quella italiana meno favorevole rispetto a quanto suggerito dalle informazioni disponibili a fine novembre. Il Governo ha inoltre ridefinito la dimensione dell'espansione di bilancio prefigurata per l'anno in corso con la manovra di finanza pubblica (cfr. il par. 2.9); a tale ridefinizione si è accompagnata una riduzione dei rendimenti sovrani, di circa 75 punti base rispetto ai massimi di fine novembre per i titoli a scadenza decennale.

Le proiezioni incorporano un rallentamento del commercio globale

Lo scenario qui presentato ipotizza andamenti degli scambi internazionali che riflettono le tensioni commerciali, le più modeste prospettive di crescita dell'economia cinese e l'andamento meno favorevole degli ordini esteri delle imprese (cfr. il par. 2.4). Si assume una crescita della domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, poco al di sopra del 3 per cento nel 2019 e attorno al 3,5 in media in ciascuno dei successivi due anni; tali proiezioni risultano complessivamente inferiori di circa due punti percentuali (di cui 1,4 nel 2019)

rispetto a quanto ipotizzato nell'esercizio previsivo di luglio (cfr. *Bollettino economico*, 3, 2018). L'incertezza sulle prospettive di medio termine dell'economia globale rimane molto elevata.

Le condizioni monetarie rimangono accomodanti, ma la volatilità finanziaria è elevata

Lo scenario presuppone che le condizioni monetarie si mantengano molto accomodanti, coerentemente con gli orientamenti manifestati dal Consiglio direttivo della BCE nella riunione di dicembre; sulla base di quanto attualmente atteso dai mercati finanziari i tassi a breve termine, negativi quest'anno e il prossimo, salirebbero nel 2021 allo 0,1 per cento.

Nelle ultime settimane, con il parziale rientro dell'incertezza legata alla discussione con la Commissione europea sui saldi di bilancio per i prossimi anni, sono diminuiti i premi per il rischio sui rendimenti dei titoli di Stato italiani, pur restando superiori a quelli medi osservati nel biennio 2016-17. Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato nelle dieci giornate lavorative terminanti l'11 gennaio, i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a scadenza decennale sarebbero pari al 3,2 per cento nella media di quest'anno e aumenterebbero lievemente nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*). Il rialzo dei rendimenti sovrani si trasmetterebbe gradualmente alle condizioni di finanziamento del settore privato. Il costo medio del credito alle imprese salirebbe di circa 100 punti base nel triennio.

LE IPOTESI SOTTOSTANTI ALLO SCENARIO MACROECONOMICO

Il quadro macroeconomico 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 di dicembre simultaneamente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro¹. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle basate sui dati disponibili fino alla data del 27 novembre e fanno

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.

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 14 dicembre 2018.

seguito alla pubblicazione di informazioni più recenti, tra le quali i nuovi dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat lo scorso 30 novembre, successivamente alla data di chiusura del precedente esercizio di proiezione. Anche le ipotesi tecniche sono state riviste, alla luce degli andamenti delle variabili esogene alla data dell'11 gennaio.

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 in media del 3,4 per cento nel triennio 2019-2021;

b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari in media a 1,18 nel 2018, si colloca a 1,15 nel triennio 2019-2021²;

c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a 72 dollari al barile nella media del 2018, scende a 58 nel 2019 per risalire leggermente fino a 59 nel 2021 (alla data dell'11 gennaio era pari a 58,9);

d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,3 per cento quest'anno, risale allo 0,1 nella media del 2021;

e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a dieci anni, pari al 2,6 per cento nel 2018, aumenta al 3,2 per cento nel 2019, al 3,5 nel 2020 e al 3,8 nel 2021, in linea con i valori dei tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;

f) lo scenario tiene conto delle misure delineate nella manovra economica per il 2019. Come in occasione dei precedenti esercizi di proiezione macroeconomica, si assume che le clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise nel biennio 2020-21 non vengano attivate. Coerentemente con i principi guida sottostanti alle previsioni dell'Eurosistema, che non consentono di tenere conto di interventi non ancora definiti con un sufficiente grado di dettaglio, il quadro macroeconomico non incorpora misure alternative di recupero del mancato gettito.

Tavola

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

VOCI	2018	2019	2020	2021
Domanda estera potenziale	3,6	3,1	3,5	3,5
Dollaro/euro (1)	1,18	1,15	1,15	1,15
Cambio effettivo nominale (2)	-1,1	0,8	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	71,8	58,2	58,9	59,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,1	0,4	0,6	0,9
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,6	3,2	3,5	3,8

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Medie annue. – (2) Variazioni positive indicano un deprezzamento. – (3) Dollari per barile, qualità Brent.

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 fino all'11 gennaio.

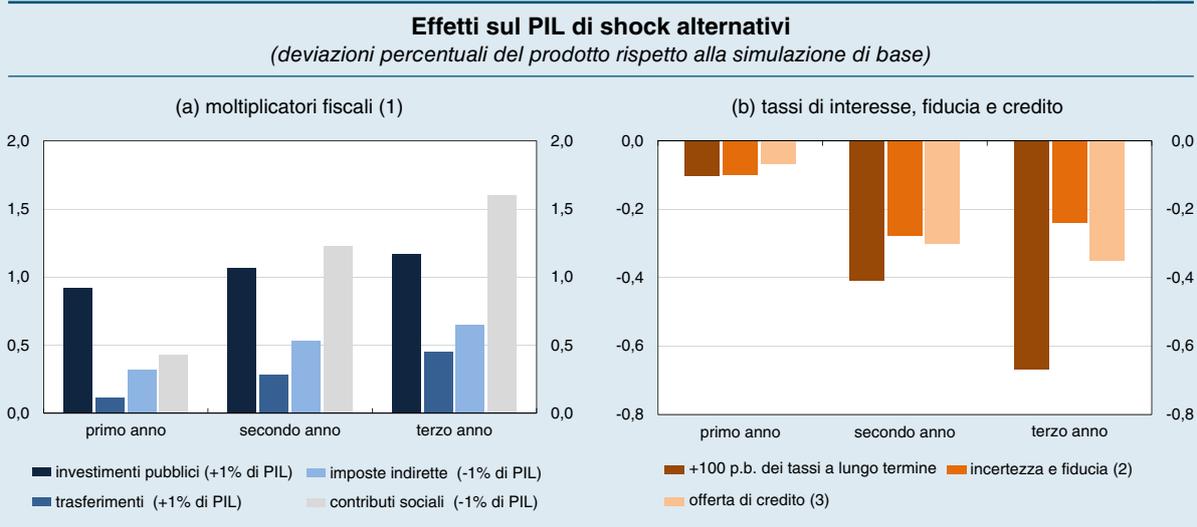
Le ipotesi alla base dello scenario tengono conto della manovra di finanza pubblica approvata a fine dicembre. Ai diversi interventi programmati dal Governo sono associati effetti sull'attività economica coerenti con le regolarità storiche stimate con il modello econometrico della Banca d'Italia; rispetto a queste si è tuttavia ipotizzato che i trasferimenti interessino famiglie con propensione al consumo più elevata della media (cfr. il riquadro: *Effetti sulle proiezioni di variazioni delle ipotesi*).

EFFETTI SULLE PROIEZIONI DI VARIAZIONI DELLE IPOTESI

Le proiezioni presentate in questo Bollettino si basano su ipotesi tecniche relative al contesto esterno, agli andamenti delle variabili finanziarie, alle politiche economiche, alla fiducia di famiglie e imprese. Per i tassi di interesse, i premi al rischio, i prezzi del petrolio e i cambi, si tiene conto delle attese incorporate nelle quotazioni dei mercati finanziari; per le misure di politica economica, dei provvedimenti già approvati o definiti con sufficiente grado di dettaglio; per lo stato della fiducia e le condizioni di offerta del credito, delle informazioni tratte dalle indagini. Nell'attuale contesto queste ipotesi devono essere valutate con particolare cautela, in considerazione dell'ampia incertezza che le circonda, ma anche del fatto che gli andamenti di tali variabili non sono tra loro indipendenti; la loro evoluzione congiunta, soprattutto in fasi cicliche caratterizzate da elevata volatilità e incertezza, può amplificarne o attenuarne l'impatto sull'attività economica.

Un'analisi degli effetti sulle proiezioni di crescita di variazioni delle ipotesi relative alla composizione della politica di bilancio, alle condizioni dei mercati finanziari e del credito, e alla fiducia delle imprese può essere ricavata mediante simulazioni condotte con il modello econometrico della Banca d'Italia¹. I risultati degli esercizi sono riportati nella figura.

Figura



(1) Effetti sul livello del PIL di interventi alternativi di aumenti di spesa o di riduzione di entrate di entità pari all'1 per cento del PIL. – (2) Aumento dell'incertezza e caduta dell'indice del clima di fiducia pari a circa metà di quanto osservato nella crisi del 2008-09; shock temporaneo della durata di due anni. – (3) Shock all'offerta di credito, pari a circa metà di quanto osservato nella crisi del 2008-09.

L'impatto sull'attività economica di una manovra di bilancio dipende in misura rilevante dalla sua composizione e dai dettagli delle singole misure. Nel pannello (a) della figura sono riportate le variazioni del PIL tipicamente associate a interventi di bilancio che comportano aumenti di spesa o riduzioni di entrate pubbliche di entità pari all'1 per cento di PIL (moltiplicatori)².

¹ G. Bulligan, F. Buseti, M. Caivano, P. Cova, D. Fantino, A. Locarno e L. Rodano, *The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1130, 2017.

² Le stime dei moltiplicatori qui riportate presuppongono che il disegno e le modalità di attuazione degli interventi siano simili a quanto osservato in media in passato e non contengano elementi specifici in grado, occasionalmente, di rafforzarne o indebolirne l'impatto.

Tra gli interventi che determinano un incremento di spesa, un impatto più elevato sul prodotto è associato agli investimenti pubblici, il cui moltiplicatore è prossimo all'unità già dal primo anno; tale dimensione del moltiplicatore presuppone che essi siano attuati con procedure efficienti e celeri e contribuiscano efficacemente alla crescita della produttività dell'economia³.

I trasferimenti alle famiglie normalmente hanno un effetto meno intenso, con un moltiplicatore pari a poco meno di 0,5 dopo tre anni. Nelle proiezioni macroeconomiche presentate in questo Bollettino si è ipotizzato che i trasferimenti connessi con il reddito e le pensioni di cittadinanza interessino prevalentemente famiglie caratterizzate da una propensione al consumo elevata, che implicherebbe un moltiplicatore pari a circa 0,7 dopo tre anni. Il moltiplicatore potrebbe risultare superiore qualora le misure fossero definite in modo da essere dirette a nuclei familiari soggetti a stringenti vincoli di liquidità.

Tra gli interventi che comportano una diminuzione delle entrate, uno stimolo particolarmente elevato, anche se graduale, si può ottenere con misure volte ad abbassare il cuneo contributivo a carico delle imprese sul costo del lavoro, che favoriscono la competitività all'esportazione e sostengono i redditi reali delle famiglie; ne deriverebbe un moltiplicatore superiore all'unità dopo due anni. Una riduzione delle imposte indirette ha invece un impatto più contenuto, con un moltiplicatore di poco superiore a 0,5 dopo tre anni.

Agli effetti di un'espansione o di una restrizione fiscale possono tuttavia associarsi, in alcuni casi compensandoli ampiamente, quelli di variazioni nelle condizioni finanziarie, nella fiducia delle imprese o nelle condizioni del credito, che potrebbero essere indotte da modifiche nell'orientamento delle politiche economiche. Nel pannello (b) della figura si considerano gli effetti sul PIL di: (a) una crescita di 100 punti base dei premi per il rischio sui rendimenti dei titoli di Stato a medio e a lungo termine; (b) un aumento dell'incertezza economica e un peggioramento della fiducia delle imprese, di entità pari a circa la metà di quelli – particolarmente marcati – registrati nel corso della crisi finanziaria globale sulla base dei principali indici; (c) una restrizione quantitativa dell'offerta di prestiti bancari (razionamento del credito) pari alla metà di quella stimata per la crisi del 2008-09, misurata sulla base della *Bank Lending Survey*⁴.

In ciascuno di questi tre casi gli effetti negativi sul prodotto derivano principalmente da una compressione della spesa per gli investimenti privati e risultano crescenti nel tempo. Nella prima simulazione, l'incremento dei premi per il rischio si trasmette al costo del capitale delle imprese – che riducono i piani d'investimento – e innalza la propensione al risparmio delle famiglie; ne discende una contrazione del PIL pari complessivamente a circa sette decimi di punto percentuale dopo tre anni. Nella seconda simulazione, il deterioramento del clima di fiducia e l'aumento dell'incertezza sulle prospettive di crescita inducono una maggiore cautela nelle decisioni di investimento delle imprese, sottraendo quasi tre decimi di punto di prodotto nell'arco di un triennio. Nel terzo caso, le restrizioni nell'erogazione del credito si traducono in una caduta dell'investimento privato, con una diminuzione del PIL complessivamente pari a oltre tre decimi di punto percentuale⁵.

³ *Investimenti pubblici per lo sviluppo dell'economia*, intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, 64° Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 22 settembre 2018; cfr. anche: F. Busetti, C. Giorgiantonio, G. Ivaldi, S. Mocetti, A. Notarpietro e P. Tommasino, *Capitale e investimenti pubblici in Italia: misurazione, effetti macroeconomici, criticità procedurali*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

⁴ L'impatto macroeconomico dell'incertezza e delle condizioni di credito è ottenuto sulla base delle stime dell'equazione degli investimenti del modello econometrico della Banca d'Italia; cfr. F. Busetti, C. Giordano e G. Zevi, *The drivers of Italy's investment slump during the double recession*, "Italian Economic Journal", 2, 2, 2016, pp. 143-165. Queste simulazioni non ipotizzano quindi ripercussioni dirette sui consumi derivanti da un calo della fiducia delle famiglie.

⁵ In queste simulazioni l'effetto sull'attività economica di ciascun fattore è valutato separatamente dagli altri. È possibile tuttavia che interdipendenze e non linearità, di cui in questi esercizi non si tiene conto, amplifichino gli effetti complessivi dei fattori stessi.

Tavola 10

Scenario macroeconomico					
<i>(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)</i>					
VOCI	2018	2019	2020	2021	
PIL (1)	0,9	0,6	0,9	1,0	
Consumi delle famiglie	0,6	0,6	1,0	0,9	
Consumi collettivi	0,2	0,3	0,0	-0,2	
Investimenti fissi lordi	3,8	0,6	0,2	0,8	
di cui: investimenti in beni strumentali	5,2	-0,3	-1,2	0,5	
Esportazioni totali	0,8	3,0	3,3	3,5	
Importazioni totali	1,7	2,8	2,5	2,5	
Variazione delle scorte (2)	0,1	-0,1	0,0	0,0	
per memoria: PIL (3)	1,0	0,6	1,0	1,0	
Prezzi (IPCA)	1,2	1,0	1,3	1,6	
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,6	0,8	1,2	1,5	
Occupazione (unità standard) (4)	0,6	0,4	0,6	0,7	
Tasso di disoccupazione (5)	10,5	10,3	10,3	10,0	
Competitività all'export (6)	-1,1	1,7	0,9	0,3	
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	2,5	2,8	2,8	2,9	

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) Non corretto per le giornate lavorative. – (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.

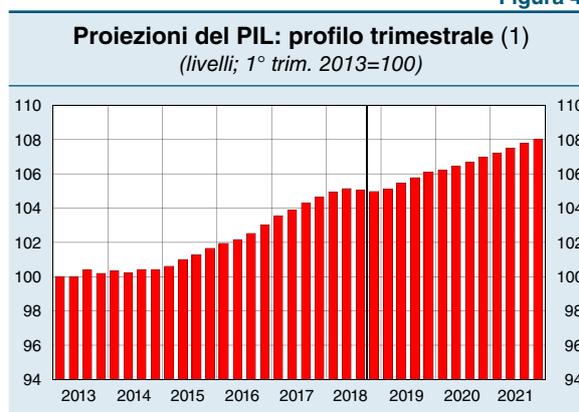
In questo scenario la crescita prosegue a ritmi modesti

Sulla base di queste ipotesi e degli andamenti congiunturali più recenti, la proiezione centrale della crescita del PIL è pari allo 0,6 per cento nel 2019 e allo 0,9 e all'1,0 per cento nel 2020 e nel 2021, rispettivamente² (tav. 10 e figg. 41 e 42); la dispersione della distribuzione di probabilità attorno a questi valori è nelle attuali condizioni particolarmente ampia.

I consumi delle famiglie si espanderebbero in linea con il prodotto e il reddito disponibile, beneficiando delle misure di sostegno incluse nella manovra di bilancio. Pur in presenza di condizioni monetarie ancora accomodanti, nel triennio 2019-2021 gli investimenti risentirebbero dell'incremento dei costi di finanziamento e del deterioramento della fiducia delle imprese, connessi anche con le peggiori prospettive del commercio internazionale. Alla decelerazione della componente in beni strumentali contribuirebbe inoltre la rimodulazione degli incentivi fiscali, inferiori rispetto a quelli del triennio precedente. La spesa in costruzioni crescerebbe a ritmi moderati, sostenuta dal graduale rafforzamento del mercato immobiliare e dall'apporto degli investimenti pubblici. Il rapporto tra gli investimenti in beni strumentali e il PIL, riportatosi lo scorso anno in prossimità dei valori antecedenti alla doppia

² Proiezioni su dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative.

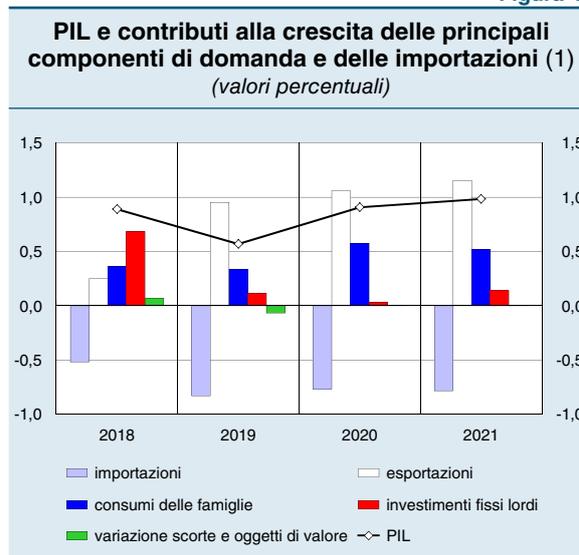
Figura 41



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 2018; proiezioni per i trimestri successivi.

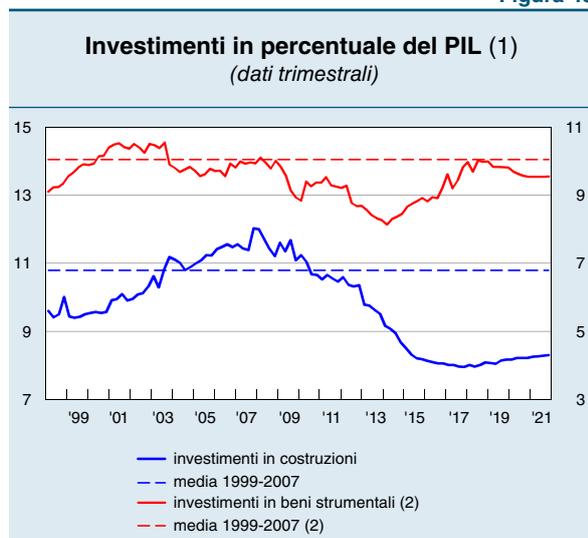
Figura 42



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

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

Figura 43



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. – (2) Scala di destra.

recessione, non aumenterebbe ulteriormente; per la componente in costruzioni nel 2021 tale rapporto sarebbe più basso di circa 3,5 punti percentuali ai livelli pre-crisi (fig. 43).

Le vendite all'estero, dopo la battuta d'arresto registrata nei primi mesi del 2018, in parte connessa con gli effetti ritardati dell'apprezzamento del cambio nel corso del 2017, tornerebbero a espandersi a ritmi moderati, prossimi a quelli della domanda estera. La dinamica delle importazioni sarebbe leggermente meno sostenuta, risentendo in parte del rallentamento della domanda interna. L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti si manterrebbe stabilmente al di sopra del 2,5 per cento del PIL (fig. 44).

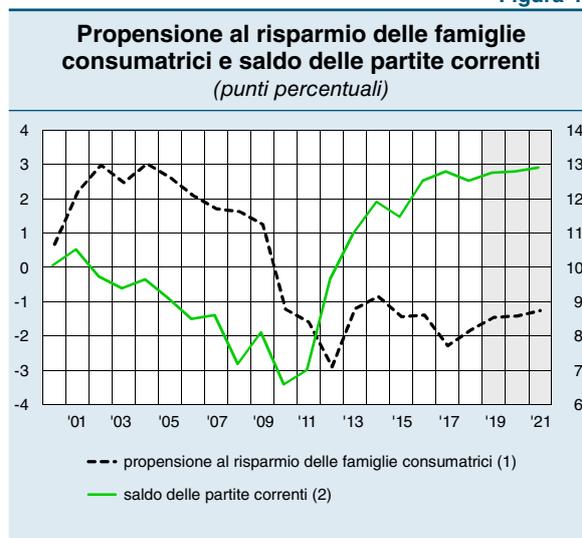
L'inflazione sale gradualmente

L'inflazione, misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, sarebbe pari all'1,0 per cento nel 2019, lievemente inferiore allo scorso anno (fig. 45). Salirebbe in media all'1,5 per cento nel biennio successivo, sospinta soprattutto dalla dinamica della componente di fondo. Vi contribuirebbe principalmente l'accelerazione delle retribuzioni private, sostenuta dal graduale miglioramento delle attese di inflazione incorporate nei nuovi contratti. I margini di profitto del settore privato aumenterebbero complessivamente di circa mezzo punto percentuale nel triennio 2019-2021.

Le proiezioni di crescita sono riviste al ribasso

Le proiezioni di crescita del PIL sono inferiori a quelle basate sui dati di fine novembre per 0,4 punti percentuali nel 2019, per 0,2 nel 2020. Quelle di inflazione sono inferiori alle stime precedenti in media di 0,2 punti percentuali nel biennio 2019-2020, riflettendo principalmente i più bassi corsi petroliferi; per il 2021 sono pressoché invariate.

Figura 44



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

Figura 45



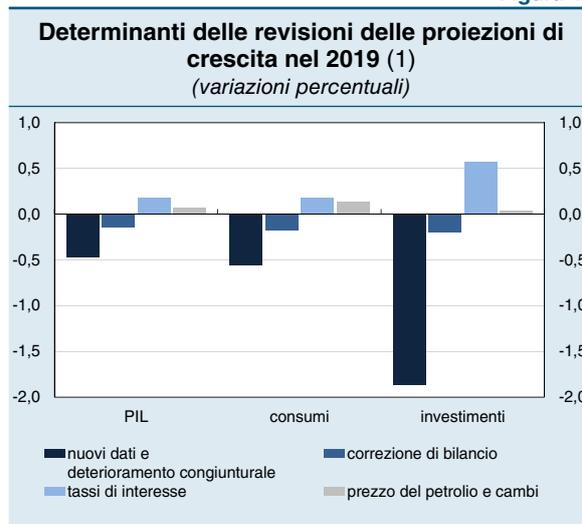
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

La minore crescita del prodotto nel 2019 è in larga misura riconducibile alle nuove informazioni disponibili (fig. 46), che indicano un più accentuato rallentamento congiunturale (cfr. il riquadro: *L'attività economica nel quarto trimestre del 2018*), una minore domanda estera e un ridimensionamento dei piani di investimento, indicato anche dal sondaggio trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita, condotto a dicembre (cfr. il riquadro: *Gli investimenti delle imprese italiane nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita*). Lo stimolo favorevole associato ai più bassi tassi di interesse a lungo termine, dopo l'accordo raggiunto con la Commissione europea, compensa invece ampiamente gli effetti diretti della revisione della manovra di bilancio (cfr. il riquadro: *Effetti sulle proiezioni di variazioni delle ipotesi*).

I rischi per la crescita restano al ribasso

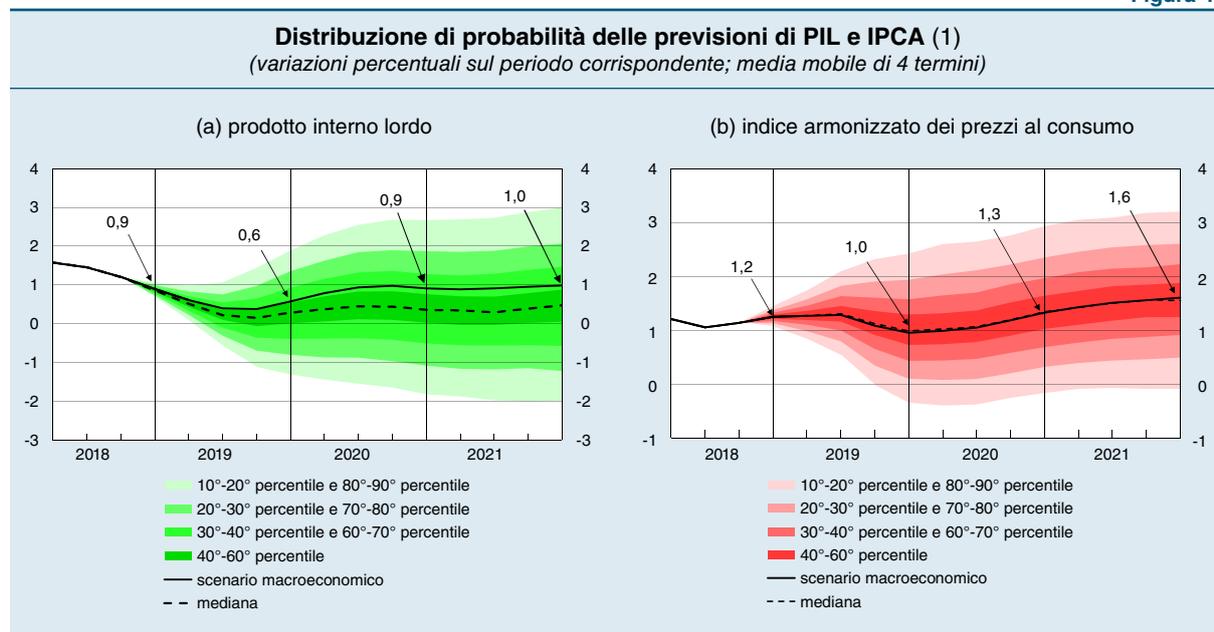
I rischi rispetto a queste proiezioni sono al ribasso (fig. 47). Quelli di origine internazionale rispecchiano le tensioni sulle politiche commerciali, che oltre a frenare l'attività economica mondiale potrebbero alimentare nuovi episodi di volatilità finanziaria e tradursi in un più accentuato deterioramento delle aspettative delle imprese. Sul piano interno, nuovi rialzi dei

Figura 46



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
 (1) Revisioni delle proiezioni di crescita di PIL, consumi e investimenti rispetto al quadro basato sui dati di fine novembre. Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

Figura 47



(1) Dati trimestrali corretti per le giornate lavorative. 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.

tassi di interesse sui titoli pubblici, una più rapida trasmissione dei loro attuali livelli alle condizioni di finanziamento del settore privato o un più marcato deterioramento della propensione all'investimento delle imprese metterebbero a rischio la prosecuzione dell'espansione. Per contro, ritmi di crescita più sostenuti di quelli prefigurati in questo scenario potrebbero essere conseguiti nel medio termine se si riducessero ancora gli spread sovrani.

Per l'inflazione i rischi al rialzo derivanti da pressioni connesse con gli aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche sono compensati dagli effetti di un possibile indebolimento dell'attività economica interna e internazionale e dall'eventualità che, in un contesto di domanda relativamente debole, la trasmissione ai prezzi degli incrementi salariali fin qui osservati sia più lenta che in analoghi episodi verificatisi in passato.