

2.9 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano il quadro predisposto nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema pubblicato lo scorso 7 giugno¹, che era stato formulato sulla base delle informazioni disponibili al 22 maggio.

Lo scenario incorpora un rallentamento del commercio globale...

In linea con le valutazioni dei principali previsori, le proiezioni si basano sull'ipotesi di un indebolimento del commercio mondiale, in un contesto di marcate tensioni commerciali internazionali e di rallentamento dell'attività globale (cfr. il par. 1.1); il commercio recupererebbe gradualmente nel prossimo biennio. La domanda estera di prodotti italiani, ponderata per i mercati di destinazione, si espanderebbe a ritmi molto più contenuti che in precedenza, del 2 per cento nell'anno in corso (dal 3,3 nel 2018), per poi accelerare gradualmente nel biennio 2020-21 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

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 contestualmente alla diffusione delle proiezioni per l'area dell'euro¹ da parte della Banca centrale europea. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse il 7 giugno alla luce delle informazioni più recenti; tra queste, i nuovi dati relativi ai conti nazionali trimestrali diffusi dall'Istat lo scorso 31 maggio, successivamente alla data di chiusura del precedente esercizio di proiezione, hanno rivisto al ribasso la crescita del prodotto nel primo trimestre dell'anno e comportano, a parità di altre condizioni, una minore espansione del PIL nel complesso del 2019. Anche le ipotesi tecniche sono state aggiornate, a seguito delle informazioni disponibili alla data del 5 luglio.

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

- la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni rallenta al 2 per cento nel 2019; torna a espandersi in media intorno al 3 per cento all'anno nel biennio 2020-21;
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari in media a 1,18 nel 2018, si colloca a 1,12 nel triennio 2019-2021²;

Tavola

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

VOCI	2018	2019	2020	2021
Domanda estera potenziale	3,3	2,0	2,9	3,2
Dollaro/euro (1)	1,18	1,13	1,12	1,12
Cambio effettivo nominale (2)	-1,4	1,5	0,2	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	71,1	65,0	62,1	60,5
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,2	0,0	-0,1	0,0
Tasso BTP a 10 anni (1)	2,6	2,4	2,4	2,7

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

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

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 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 luglio.

¹ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema)*, 7 giugno 2019.

- c) il prezzo del greggio (qualità Brent) è pari a circa 65 dollari nella media di quest'anno (71 nel 2018) e scende gradualmente nel biennio successivo;
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,4 per cento quest'anno, rimane sostanzialmente invariato nel biennio successivo;
- e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, pari al 2,4 per cento nel 2019, aumenta gradualmente al 2,7 nel 2021, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;
- f) lo scenario incorpora le misure delineate nelle passate manovre di bilancio, inclusa quella per il triennio 2019-2021, e gli ulteriori interventi delineati dal Governo nel DL 34/2019 dello scorso 30 aprile ("decreto crescita"). Come in occasione dei precedenti esercizi di proiezione macroeconomica, diversamente dal *Documento di economia e finanza 2019* dello scorso 9 aprile, le ipotesi tecniche non includono l'attivazione delle clausole di salvaguardia relative all'incremento delle aliquote IVA e delle accise nel biennio 2020-21. 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.

...e condizioni monetarie accomodanti, ma rendimenti sovrani ancora elevati

Lo scenario presuppone che le condizioni monetarie si mantengano molto accomodanti, coerentemente con l'orientamento manifestato dal Consiglio direttivo della BCE (cfr. il par. 1.2).

Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato nelle dieci giornate lavorative antecedenti il 5 luglio, i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a scadenza decennale sarebbero pari al 2,4 per cento nella media di quest'anno e aumenterebbero progressivamente nel prossimo biennio. Si ipotizza, in linea con quanto osservato negli ultimi 12 mesi, che il livello dei rendimenti sovrani si trasmetta gradualmente alle condizioni di finanziamento del settore privato (cfr. il par. 2.7).

Il quadro previsivo tiene conto delle misure delineate nelle passate manovre di bilancio, inclusa quella per il triennio 2019-2021, e degli ulteriori interventi delineati dal Governo nel DL 34/2019 dello scorso 30 aprile ("decreto crescita"). In conformità con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema lo scenario si basa, come in passato, su ipotesi tecniche che non includono gli aumenti dell'IVA previsti dalle clausole di salvaguardia, né misure alternative di recupero del conseguente mancato gettito; non si tiene inoltre conto di provvedimenti non ancora definiti con sufficiente grado di dettaglio.

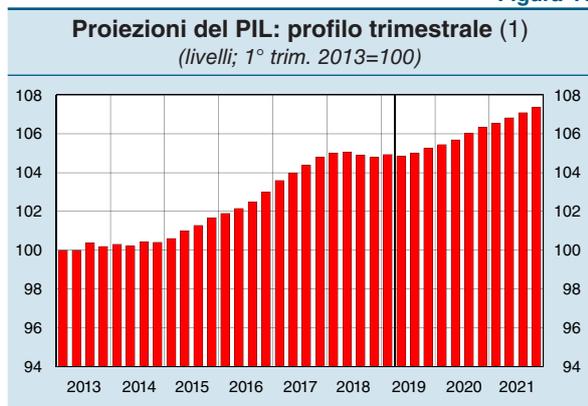
Tavola 14

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

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.

Figura 41



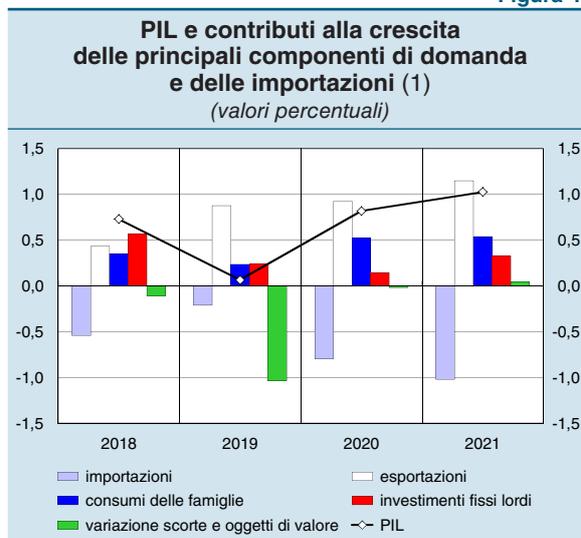
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 1° trimestre 2019; proiezioni per i trimestri successivi.

In questo scenario l'attività rallenta nel 2019, poi recupera gradualmente

Sulla base di queste ipotesi e alla luce degli andamenti congiunturali più recenti il PIL, corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, crescerebbe dello 0,1 per cento nella media del 2019, dello 0,8 per cento nel 2020 e dell'1,0 per cento nel 2021 (tav. 14 e fig. 41). Entro l'orizzonte di proiezione l'attività economica

sarebbe trainata prevalentemente dalla spesa delle famiglie e dalle esportazioni (fig. 42). Nel triennio di previsione non si completerebbe il riassorbimento dei margini inutilizzati di capacità produttiva (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*).

Figura 42



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

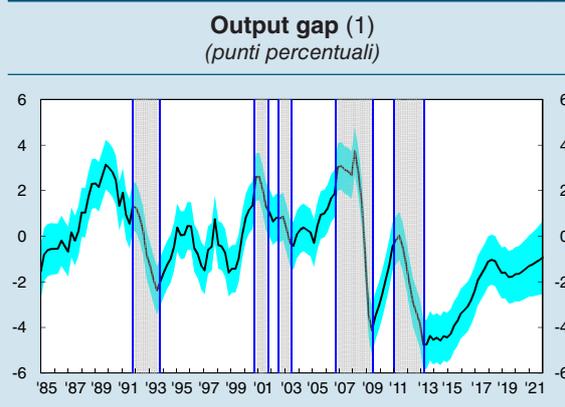
LE STIME DELL'OUTPUT GAP IN ITALIA

Le stime della Banca d'Italia sul prodotto potenziale italiano sono ottenute combinando i risultati di diversi modelli. Tra questi un ruolo prevalente, sulla base delle loro performance passate, è rappresentato da modelli in forma ridotta e a componenti non osservabili¹.

Secondo le nostre valutazioni lo scostamento tra il livello effettivo del prodotto e quello potenziale (output gap) si colloca in Italia su valori ancora ampiamente negativi (figura; le bande di confidenza colgono l'incertezza che circonda le stime). Si valuta che nella media di quest'anno l'output gap sia compreso tra -2,9 e -0,5 per

¹ Tali stime sono ottenute combinando, con pesi variabili legati alle performance passate, i risultati di un approccio basato sul metodo della funzione di produzione con: (a) un modello autoregressivo vettoriale (VAR) di tipo strutturale; (b) un modello a componenti non osservabili; (c) un modello autoregressivo a parametri variabili. La 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



Fonte: elaborazioni su dati Istat fino al 2018, nostre previsioni per il triennio 2019-2021.

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

cento, con valore centrale pari a -1,7. Sulla base delle proiezioni macroeconomiche presentate in questo Bollettino lo squilibrio tra prodotto effettivo e potenziale si ridurrebbe progressivamente nel prossimo biennio, portandosi su un valore centrale di circa -1 per cento alla fine del 2021.

L'output gap, rimanendo ampiamente negativo nel triennio 2019-2021, contribuirebbe alla perdurante debolezza dell'inflazione di fondo.

La nostra stima centrale dell'output gap è sostanzialmente in linea con quella dell'OCSE e simile a quella del Fondo monetario internazionale, che ne prefigura una progressiva diminuzione nel triennio, fino a raggiungere un livello ancora lievemente negativo nel 2021. La nostra stima è invece sensibilmente più ampia di quella della Commissione europea, che prevede un livello più contenuto del prodotto potenziale e di conseguenza un pieno riassorbimento dell'output gap già dal prossimo anno.

Approcci più strutturali, basati sulla funzione di produzione, di norma risentono di maggiori problemi metodologici, a causa della difficoltà di distinguere gli andamenti di fondo dalle fluttuazioni cicliche; per questa ragione ai loro andamenti è stato in passato assegnato un peso più limitato nel valutare l'ammontare di risorse inutilizzate nell'economia. Una recente ricerca metodologica condotta dalla Banca d'Italia è volta a tenere conto in maniera più adeguata di questi fenomeni anche nell'approccio della funzione di produzione, giungendo a conclusioni che nel complesso confermano quelle ottenute con l'indicatore tradizionale (cfr. il riquadro: *Affinamenti metodologici delle stime del prodotto potenziale dell'Italia basate sulla funzione di produzione*).

I consumi si espandono

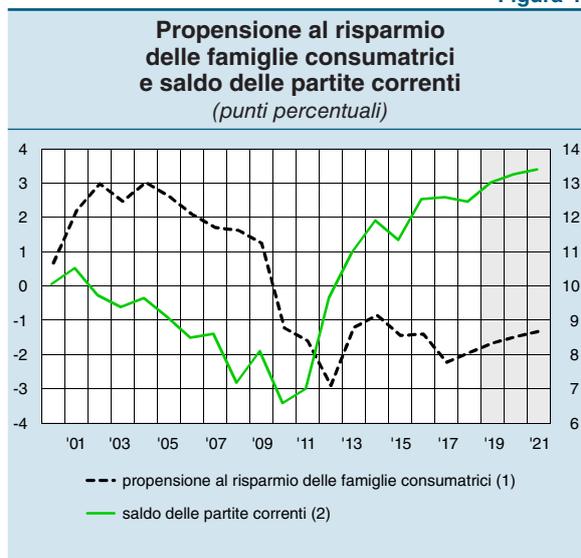
I consumi continuerebbero a espandersi, seppure a ritmi più contenuti rispetto allo scorso triennio, rafforzandosi dalla seconda metà del 2019, anche grazie alle misure a sostegno del reddito disponibile. Il tasso di risparmio delle famiglie consumatrici salirebbe lievemente, portandosi all'8,7 per cento nel 2021 (fig. 43).

L'occupazione, che nel 2018 si è riportata ai livelli raggiunti prima della crisi finanziaria globale in termini di numero di persone occupate, aumenterebbe ulteriormente ma a ritmi più moderati, in particolare tra la seconda metà di quest'anno e il 2020. L'andamento risentirebbe anche delle maggiori fuoriuscite dal mercato del lavoro connesse con l'introduzione di nuove forme di pensionamento anticipato, solo in parte sostituite con nuove assunzioni, in linea con le regolarità osservate nel passato (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro* nella *Relazione annuale* sul 2018). Il tasso di disoccupazione, diminuito nella prima metà del 2019, si manterrebbe su valori intorno al 10 per cento nel corso del triennio di previsione.

Il quadro è caratterizzato dal rallentamento degli investimenti

L'accumulazione di capitale rallenterebbe per effetto delle prolungate condizioni di incertezza circa le prospettive della domanda – coerentemente con quanto segnalato anche dalle nostre indagini presso le imprese (cfr. il par. 2.2) – e del graduale incremento dei costi di finanziamento. La spesa in beni strumentali

Figura 43



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

diminuirebbe sia quest'anno sia il prossimo, anche a causa dell'esaurirsi degli incentivi fiscali a partire dal 2020, e riprenderebbe a salire nel 2021. La componente degli investimenti in costruzioni continuerebbe invece a espandersi, sostenuta dal graduale miglioramento del mercato immobiliare e dal programmato aumento degli investimenti pubblici. Il rapporto tra gli investimenti in beni strumentali e il PIL, che lo scorso anno si era riportato in prossimità dei valori antecedenti la doppia recessione, scenderebbe lievemente nel triennio; per la componente in costruzioni nel 2021 tale rapporto sarebbe ancora inferiore di circa 2 punti percentuali ai livelli pre-crisi (fig. 44).

I conti con l'estero restano in avanzo

Le esportazioni di beni e servizi risentirebbero dell'andamento del commercio mondiale, ma le imprese italiane manterrebbero le proprie quote di mercato, come negli ultimi anni: le vendite all'estero tornerebbero a crescere a ritmi poco superiori a quelli della domanda estera ponderata per i mercati di destinazione (circa il 3 per cento all'anno in media). La dinamica delle importazioni sarebbe meno sostenuta, per effetto della debolezza degli investimenti in beni strumentali (la componente della domanda con il maggiore contenuto di input esteri). Ne deriverebbe un aumento dell'avanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti a oltre il 3 per cento del PIL (fig. 43).

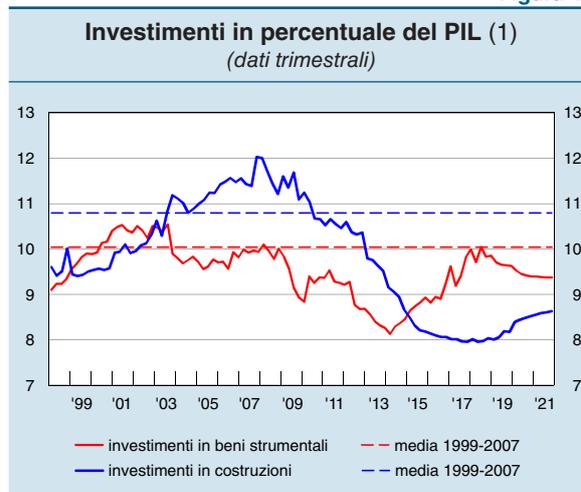
L'inflazione sale molto gradualmente

L'inflazione, calcolata con la variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), scenderebbe allo 0,7 per cento nel 2019 (tav. 14 e fig. 45), per poi rafforzarsi progressivamente fino all'1,4 per cento nel 2021, sospinta soprattutto dalla dinamica della componente di fondo. L'inflazione interna, misurata con il deflatore del PIL, sarebbe pari all'1,0 per cento quest'anno e salirebbe nel 2020 e nel 2021 rispettivamente all'1,1 e all'1,5 per cento, riflettendo in prevalenza la graduale accelerazione delle retribuzioni del settore privato. I margini di profitto delle imprese continuerebbero a ridursi di poco nell'anno in corso, per tornare a espandersi nel prossimo biennio, grazie al graduale miglioramento delle condizioni cicliche.

Le proiezioni sono state riviste al ribasso rispetto a gennaio

Nel confronto con il quadro previsivo pubblicato nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, la crescita del PIL è ora più bassa di 0,6 punti percentuali nel complesso del triennio 2019-2021. La revisione è in larga misura riconducibile sia all'ipotesi di una più tenue espansione degli scambi internazionali, sia al permanere di condizioni di elevata incertezza, che compensano ampiamente gli effetti della riduzione dei tassi di interesse. Anche le previsioni di inflazione sono state riviste al ribasso di quasi un punto percentuale nell'arco del triennio, soprattutto a seguito della persistente debolezza della

Figura 44



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

Figura 45



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) IPCA.

componente di fondo e di una più contenuta dinamica delle componenti volatili².

Per l'anno in corso le proiezioni di crescita del prodotto sono coerenti con quelle dei principali previsori (tav. 15). Per il 2020 le nostre stime sono più favorevoli rispetto a quelle dell'OCSE, della Commissione europea e della media degli analisti censiti in giugno da Consensus Economics, e in linea con quelle del Fondo monetario internazionale. Le nostre proiezioni di inflazione per il 2019 sono lievemente più elevate delle stime dell'OCSE e di poco inferiori rispetto a quelle degli altri previsori, mentre sono in media più contenute per il 2020.

I rischi per la crescita rimangono elevati

Queste proiezioni sono caratterizzate da rischi orientati al ribasso per la crescita (fig. 46). I rischi di origine esterna restano

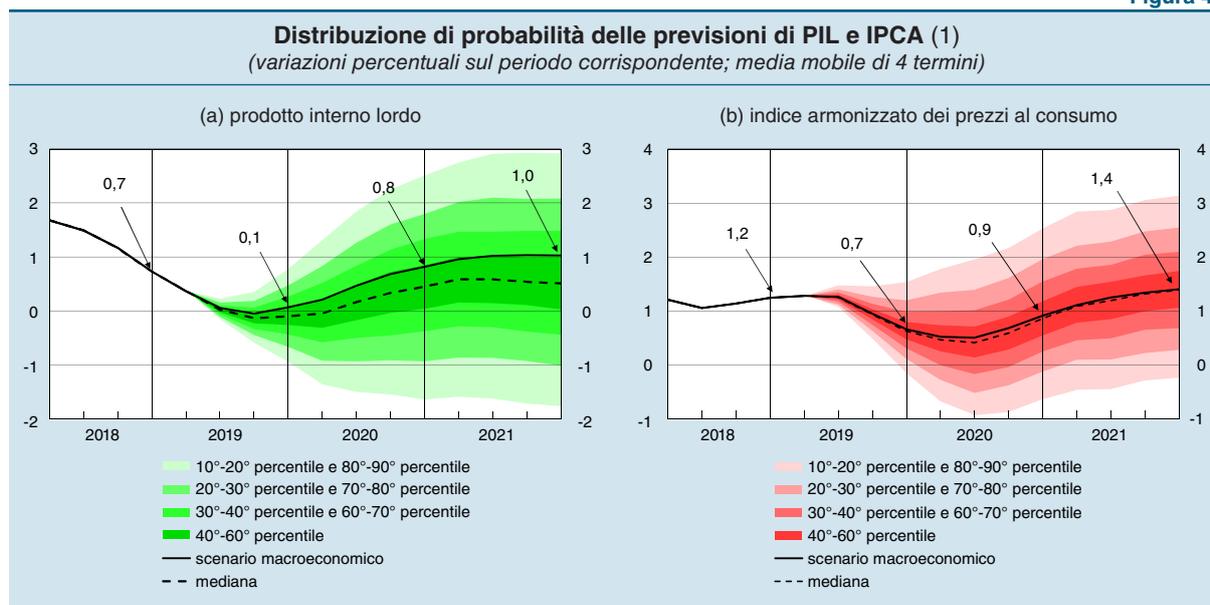
Tavola 15

Previsioni di altre organizzazioni (variazioni percentuali sul periodo precedente)				
VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2019	2020	2019	2020
FMI (aprile)	0,1	0,9	0,8	1,2
OCSE (maggio)	0,0	0,6	0,6	1,0
Commissione europea (luglio)	0,1	0,7	0,8	1,0
Consensus Economics (giugno)	0,1	0,5	0,9	1,2

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2019; OCSE, *OECD Economic Outlook*, maggio 2019; Commissione europea, *European Economic Forecast Summer 2019 (Interim)*, luglio 2019; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2019.

(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.

Figura 46



(1) Dati trimestrali corretti per le giornate lavorative. La distribuzione di probabilità viene rappresentata graficamente, per classi di percentili, mediante le *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.

² Rispetto al quadro pubblicato in giugno nell'ambito dell'esercizio dell'Eurosistema, basato sulle informazioni disponibili a metà maggio, le proiezioni di crescita sono inferiori di due decimi di punto percentuale nel 2019 e più elevate di un decimo di punto sia nel 2020 sia nel 2021. La correzione per l'anno in corso riflette i dati sui conti trimestrali diffusi dall'Istat il 31 maggio (che hanno comportato una revisione al ribasso della crescita nel primo trimestre rispetto alla stima preliminare diffusa alla fine di aprile) e le informazioni congiunturali diffuse in giugno e all'inizio di luglio. La lieve revisione al rialzo delle stime di crescita per il 2020-21 deriva da condizioni monetarie più accomodanti e dalla conseguente discesa dei tassi di interesse a breve e a medio-lungo termine. Le proiezioni di inflazione sono inferiori di un decimo di punto percentuale in ciascun anno del triennio nel confronto con le stime di giugno, per effetto di un andamento più contenuto della componente di fondo e di quotazioni più basse delle materie prime.

connessi principalmente con le tensioni sulle politiche commerciali: qualora queste si espandano o si protraggano, oltre a frenare l'attività economica mondiale e in particolare dei nostri partner europei, potrebbero alimentare nuovi episodi di volatilità finanziaria e riflettersi negativamente sulla propensione a investire delle imprese. Sul piano interno, un accentuarsi dell'incertezza riguardo agli orientamenti della politica di bilancio negli anni successivi a quello in corso potrebbe determinare nuove turbolenze sui mercati finanziari e contribuire al deterioramento della fiducia di famiglie e imprese, con ripercussioni sulla dinamica degli investimenti. Un impulso all'attività economica potrebbe invece derivare dall'avvio di un circolo virtuoso tra aspettative sulla politica di bilancio e condizioni finanziarie.

Per l'inflazione i rischi sono bilanciati: quelli al rialzo, derivanti da pressioni associate agli aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche, sono compensati dagli effetti di possibili ulteriori indebolimenti dell'attività economica nel nostro paese e a livello globale.