

2.10 LE PROSPETTIVE

Le proiezioni per l'economia italiana presentate in questo Bollettino aggiornano quelle predisposte nell'ambito dell'esercizio previsivo coordinato dell'Eurosistema pubblicate lo scorso 13 dicembre⁸; le ipotesi tecniche includono le informazioni disponibili al 13 gennaio. Rispetto a quelle diffuse a luglio 2019, le proiezioni riflettono gli effetti della maggiore debolezza del quadro internazionale, in parte compensati dall'intonazione più espansiva della politica monetaria e dalle migliorate condizioni sui mercati finanziari italiani.

Lo scenario macroeconomico si basa su una crescita debole del commercio mondiale...

Le prospettive di crescita del commercio mondiale incorporate nello scenario previsivo restano modeste anche nei prossimi trimestri (cfr. il par. 1.1) e si rafforzano solo gradualmente nell'orizzonte di previsione. La domanda estera dell'Italia ponderata per i mercati di destinazione, cresciuta dell'1,3 per cento nel 2019 (dal 3,6 nel triennio precedente), si espanderebbe dell'1,7 per cento nell'anno in corso per poi accelerare al 2,6 in media nel biennio 2021-22 (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 nei mesi di giugno e di dicembre, successivamente 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 13 dicembre scorso e sono basate sulle informazioni disponibili al 13 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 si espande a un tasso di circa il 2,3 per cento all'anno, in media, nel triennio 2020-22;
- b) il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,12 nel 2019, rimane su tale livello nel triennio 2020-22²;
- c) il prezzo del greggio (qualità Brent), pari a circa 64 dollari nella media del 2019, diminuisce gradualmente nel triennio successivo; lo scenario tiene inoltre conto della riduzione dei prezzi regolamentati dell'energia all'inizio del 2020;
- d) il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor), pari a -0,4 per cento nel 2019, sale leggermente nel triennio di previsione;
- e) il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, pari all'1,9 per cento nella media del 2019, scende all'1,6 per cento nel 2020 per poi risalire gradualmente fino al 2,2 per cento nel 2022, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti

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 formulate sulla base delle quotazioni, a pronti e a termine, osservate sui mercati nelle dieci giornate lavorative precedenti il 13 gennaio.

⁸ Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 13 dicembre 2019.

dei titoli di Stato. Lo spread rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi, pari a circa 160 punti base alla fine del 2019, sale gradualmente di circa 50 punti base lungo l'orizzonte di previsione;

- f) lo scenario incorpora le misure delineate nella manovra di bilancio per il triennio 2020-22. Come in occasione dei precedenti esercizi di proiezione macroeconomica, si assume che nel biennio 2021-22 non vi sia alcun aumento delle imposte indirette riconducibile alle cosiddette clausole di salvaguardia. 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				
<i>(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)</i>				
VOCI	2019	2020	2021	2022
Domanda estera potenziale	1,3	1,7	2,6	2,7
Dollaro/euro (1)	1,12	1,12	1,12	1,12
Cambio effettivo nominale (2)	0,9	-0,2	0,0	0,0
Prezzo del greggio (1) (3)	64,5	64,0	59,4	57,4
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
Tasso BOT a 1 anno (1)	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,9	1,6	1,9	2,2

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

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

...e su condizioni monetarie e finanziarie molto accomodanti

Lo scenario presuppone condizioni monetarie e finanziarie molto accomodanti. Secondo le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, il tasso di interesse a breve termine resterebbe negativo nell'orizzonte di previsione; il rendimento dei titoli di Stato italiani decennali sarebbe dell'1,6 per cento nel 2020, dell'1,9 nel 2021 e del 2,2 nel 2022. I tassi di interesse a medio-lungo termine si manterrebbero nell'intero triennio su livelli inferiori a quelli medi del biennio 2018-19; il calo rispecchia sia quello dei premi per il rischio sovrano, scesi di circa 120 punti base a partire dallo scorso giugno, sia l'orientamento più accomodante della politica monetaria. Il costo medio del credito alle imprese (1,6 per cento; cfr. il par. 2.7) rimarrebbe contenuto per tutto l'orizzonte di previsione.

Il quadro previsivo tiene conto della manovra di finanza pubblica approvata alla fine di dicembre; il quadro programmatico del Governo incorpora un forte aumento degli investimenti pubblici, pari a circa 20 punti percentuali cumulati nel complesso del triennio. In conformità con i principi guida sottostanti alle proiezioni dell'Eurosistema, lo scenario non include gli aumenti delle imposte indirette nel periodo 2021-22 previsti dalle clausole di salvaguardia, né misure alternative di recupero del conseguente mancato gettito.

IL PIL accelera gradualmente nel corso del triennio

Sulla base di queste ipotesi e alla luce degli andamenti congiunturali più recenti, il PIL, corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, si espanderebbe dello 0,5 per cento nel 2020, dello 0,9 nel 2021 e dell'1,1 nel 2022 (tav. 15 e fig. 46). Nel corso del triennio di proiezione l'attività economica sarebbe sostenuta

Tavola 15

Scenario macroeconomico (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)				
VOCI	2019	2020	2021	2022
PIL (1)	0,2	0,5	0,9	1,1
Consumi delle famiglie	0,6	0,8	0,8	0,9
Consumi collettivi	0,1	0,3	0,3	0,2
Investimenti fissi lordi	2,5	0,4	1,7	2,1
di cui: investimenti in beni strumentali	1,8	0,4	1,6	2,3
Esportazioni totali	1,8	1,7	2,5	2,7
Importazioni totali	1,1	2,3	2,4	2,6
Variazione delle scorte (2)	-0,9	0,0	0,0	0,0
per memoria: PIL, dati grezzi (3)	0,2	0,6	0,9	1,0
Prezzi (IPCA)	0,6	0,7	1,1	1,3
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,7	1,1	1,4
Deflatore del PIL	0,8	1,0	1,1	1,3
Occupazione (unità standard) (4)	0,6	0,4	0,6	0,7
Tasso di disoccupazione (5)	9,9	9,7	9,6	9,4
Competitività all'export (6)	2,0	0,6	0,1	0,1
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (7)	2,8	2,7	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.

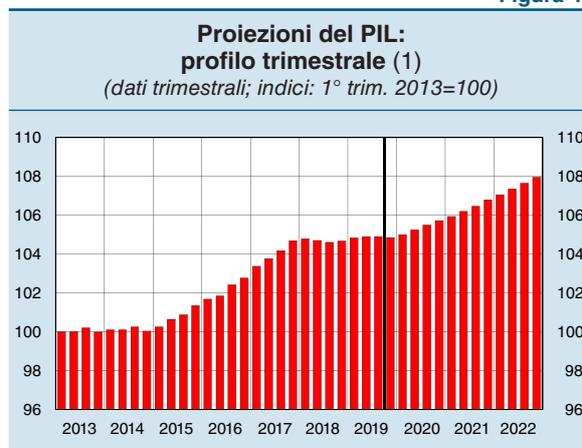
dalla domanda interna e da una progressiva ripresa degli scambi internazionali (fig. 47). I margini inutilizzati di capacità produttiva, ancora elevati, si riassorbirebbero solo in parte nel prossimo biennio (cfr. il riquadro: *Le stime dell'output gap in Italia*).

LE STIME DELL'OUTPUT GAP IN ITALIA

Secondo le nostre valutazioni, nell'anno in corso lo scostamento tra prodotto effettivo e potenziale (output gap) rimarrebbe su valori ampiamente negativi, compresi tra -3 e -0,7 punti percentuali del prodotto potenziale, con valore centrale pari a -1,9 (figura)¹. Nel prossimo biennio il graduale rafforzamento dell'attività economica comporterebbe un parziale riassorbimento dell'output gap,

¹ Questo intervallo di stime è ottenuto combinando, con pesi variabili legati alle performance passate, i risultati forniti da: (a) un approccio basato sul metodo della funzione di produzione; (b) un modello autoregressivo vettoriale (VAR) di tipo strutturale; (c) un modello a componenti non osservabili; (d) 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.

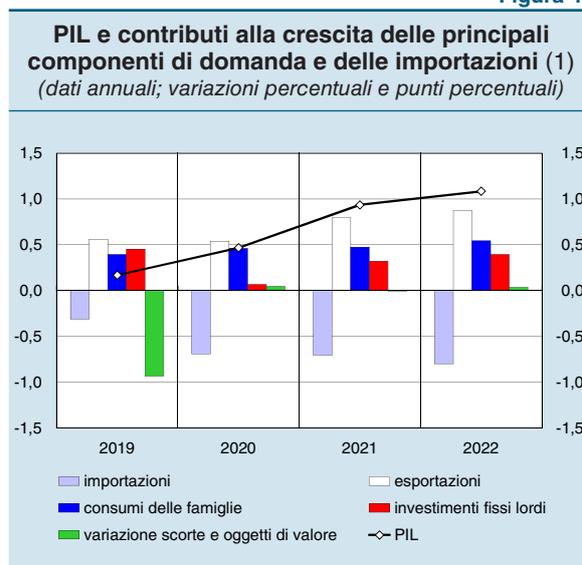
Figura 46



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre 2019; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 47



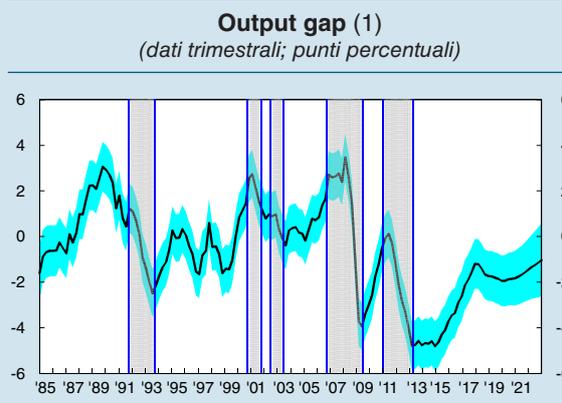
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

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

che tuttavia alla fine del 2022 sarebbe ancora in prossimità del -1 per cento.

La nostra stima centrale di output gap è pressoché in linea con quella dell'OCSE (tavola); anche il Fondo monetario internazionale (FMI) stima che l'output gap si mantenga negativo sia quest'anno sia il prossimo, ma su valori più contenuti. Secondo le valutazioni della Commissione europea l'output gap sarebbe quasi nullo già nel 2020 e diverrebbe positivo nel 2021. La marcata differenza tra le nostre stime e quelle della Commissione rispecchia le diverse metodologie di stima del prodotto potenziale; la Commissione adotta il metodo della funzione di produzione che, rispetto ad altri approcci, tende ad attribuire al prodotto potenziale una più ampia porzione delle fluttuazioni del prodotto effettivo e comporta pertanto un output gap più contenuto (cfr. il riquadro: *Affinamenti metodologici delle stime del prodotto potenziale dell'Italia basate sulla funzione di produzione*, in *Bollettino economico*, 3, 2019).

Figura



Fonte: elaborazioni su dati Istat fino al 3° trimestre 2019, nostre previsioni fino al 2022.

(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.

metodologici delle stime del prodotto potenziale dell'Italia basate sulla funzione di produzione, in *Bollettino economico*, 3, 2019).

Tavola

Stime di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	Output gap (1)			PIL (2)			Inflazione (3)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Banca d'Italia	-1,8	-1,9	-1,6	0,2	0,5	0,9	0,8	1,0	1,1
FMI	-1,0	-0,8	-0,5	0,0	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0
OCSE	-2,3	-2,0	-1,6	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	1,1
Commissione europea	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,7	0,6	0,9	1,1

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2019; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2019; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2019*, novembre 2019.

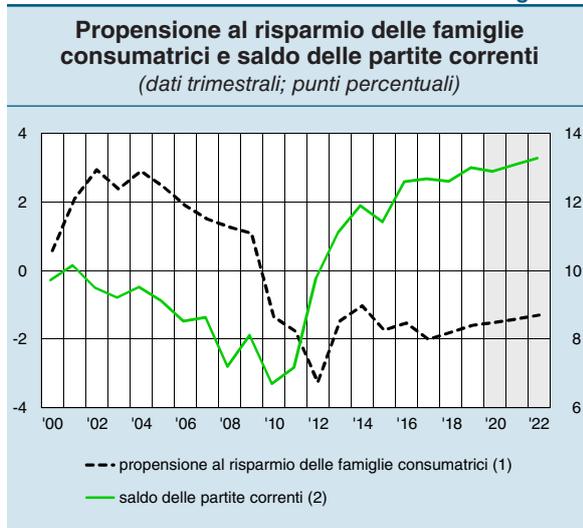
(1) In percentuale del prodotto potenziale. – (2) I tassi di crescita indicati nelle previsioni della Banca d'Italia e dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (3) Misurata dalla variazione percentuale del deflatore del PIL.

**I consumi
si rafforzano
lievemente**

Nel quadro previsto i consumi delle famiglie accelerano lievemente (a circa lo 0,8 per cento all'anno nel periodo 2020-22), beneficiando anche delle misure di sostegno al reddito; secondo le nostre valutazioni il Reddito di cittadinanza innalzerebbe la spesa delle famiglie per un ammontare cumulato di circa 0,3 punti percentuali tra la seconda metà del 2019 e il 2020. La propensione al risparmio salirebbe in misura contenuta (fig. 48), seguendo un andamento in linea con quanto solitamente osservato in una fase di progressivo rafforzamento ciclico.

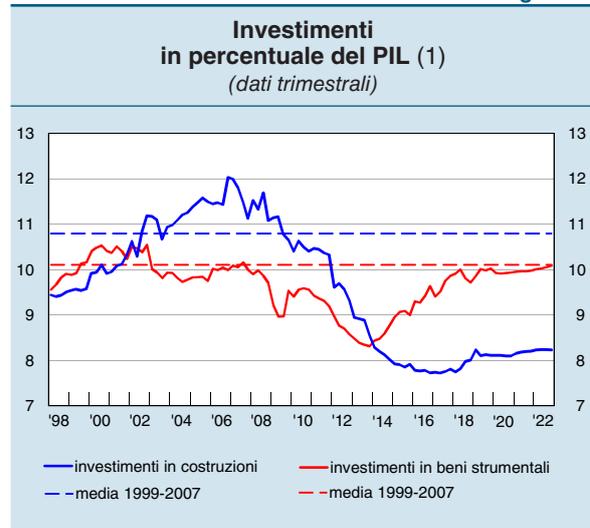
L'occupazione crescerebbe a tassi moderati, poco più di mezzo punto percentuale all'anno nel periodo 2020-22. Nostre valutazioni, in linea con le regolarità empiriche, indicano che le maggiori fuoriuscite dal mercato del lavoro connesse con le nuove forme di pensionamento anticipato (quota 100) verrebbero

Figura 48



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

Figura 49



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

solo parzialmente compensate da assunzioni: l'impatto di queste misure sull'occupazione complessiva sarebbe nell'ordine di -0,4 punti percentuali. Il tasso di disoccupazione si ridurrebbe gradualmente, raggiungendo il 9,4 per cento alla fine del triennio previsivo.

Gli investimenti crescono ma risentono dell'incertezza

Proseguirebbe, sebbene meno sostenuta che nel triennio precedente, la crescita degli investimenti, sospinti da condizioni di finanziamento favorevoli. Il permanere dell'elevata incertezza sulle politiche commerciali e sulle prospettive di domanda continuerebbe tuttavia a incidere negativamente sulla propensione a investire delle imprese. Si stima che gli investimenti rallentino allo 0,4 per cento nel 2020 per poi rafforzarsi moderatamente nel biennio successivo, grazie al miglioramento delle prospettive della domanda e ai bassi tassi di interesse. In particolare la discesa degli spread sovrani osservata dall'inizio dello scorso giugno contribuirebbe a sostenere gli investimenti complessivamente per circa 3,5 punti percentuali nel triennio 2020-22. L'accumulazione di capitale beneficerebbe inoltre dell'accelerazione della spesa per gli investimenti pubblici programmata per il prossimo biennio. Il rapporto tra gli investimenti in beni strumentali e il PIL, che alla fine del 2017 si era riportato in prossimità dei valori antecedenti la doppia recessione, rimarrebbe stabile; per la componente in costruzioni tale rapporto sarebbe ancora inferiore di circa 3,5 punti percentuali rispetto ai livelli pre-crisi (fig. 49).

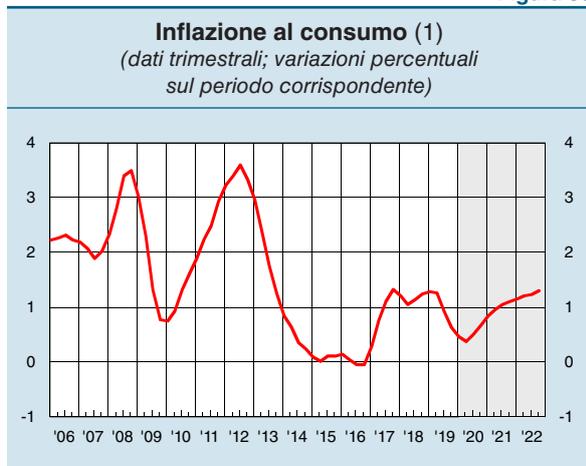
I conti con l'estero restano in avanzo

Le esportazioni di beni e servizi crescerebbero in media di circa il 2,3 per cento all'anno nel triennio 2020-22, pressoché in linea con la domanda proveniente dai mercati di destinazione; la quota di mercato delle merci italiane rimarrebbe sostanzialmente invariata. Le importazioni aumenterebbero a ritmi appena inferiori, risentendo del rallentamento degli investimenti produttivi, componente a elevato contenuto di beni esteri. Il contributo della domanda estera netta alla crescita del prodotto sarebbe lievemente negativo quest'anno e positivo nel biennio 2021-22. L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti si manterrebbe prossimo al 3 per cento del PIL (fig. 48).

L'inflazione risale lentamente

L'inflazione, calcolata come variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, salirebbe lentamente nel prossimo triennio (tav. 15 e fig. 50); si collocherebbe allo 0,7 per cento quest'anno, all'1,1 nel 2021 e all'1,3 per cento nel 2022, riflettendo in special modo l'andamento della componente di fondo. Al

Figura 50



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) IPCA; medie mobili di 4 termini.

Tavola 16

Previsioni di altre organizzazioni
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2020	2021	2020	2021
FMI (ottobre)	0,5	0,8	1,0	1,1
OCSE (novembre)	0,4	0,5	0,6	1,2
Commissione europea (novembre)	0,4	0,7	0,8	1,1
Consensus Economics (dicembre)	0,4	–	0,9	–

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2019; OCSE, *OECD Economic Outlook*, novembre 2019; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2019*, novembre 2019; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2019.

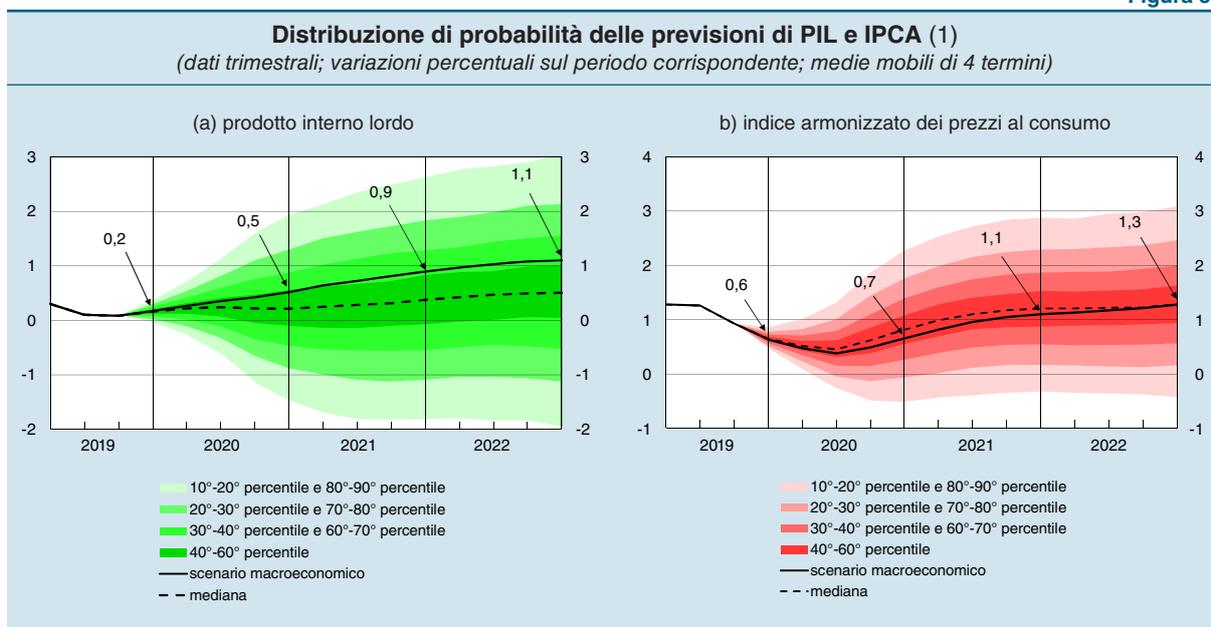
(1) I tassi di crescita indicati nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. – (2) Misurata sull'IPCA.

rafforzamento contribuirebbero sia l'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, sospinto dal miglioramento della dinamica retributiva, sia la graduale ripresa dei margini di profitto, che beneficerebbero delle più favorevoli condizioni cicliche.

Alla debolezza globale si contrappone lo stimolo monetario

Rispetto al quadro previsionale pubblicato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, la crescita del PIL per il 2020 e per il 2021 è stata rivista al ribasso rispettivamente di 0,3 e 0,1 punti percentuali. La revisione è riconducibile in prevalenza alla maggiore debolezza del quadro internazionale; gli effetti di quest'ultima sono però in larga

Figura 51



(1) Dati 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. Il valore relativo al 4° trimestre di ciascun anno coincide con il tasso di variazione medio annuo.

parte compensati dallo stimolo proveniente dai più bassi tassi di interesse determinati dall'intonazione più espansiva della politica monetaria e dai minori premi per il rischio sul debito sovrano italiano. Le previsioni di inflazione sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali nel 2020 e di 0,3 nel 2021. La revisione è attribuibile soprattutto agli effetti diretti e indiretti dei minori prezzi delle materie prime.

Le nostre proiezioni di crescita non si discostano significativamente dalle stime più recenti prodotte dal Fondo monetario internazionale (FMI), mentre sono più elevate di quelle della Commissione europea e dell'OCSE (tav. 16). Le proiezioni di inflazione per il 2020 sono pressoché in linea con quelle della Commissione e dell'OCSE e più contenute di quelle dell'FMI e di Consensus; sono analoghe a quelle degli altri previsori per il 2021.

Rischi discendono dal contesto globale e dalle prospettive degli investimenti privati e pubblici

Su queste proiezioni gravano rischi per la crescita – connessi con l'incertezza globale, con le tensioni geopolitiche, con i conflitti commerciali (solo in parte rientrati) e con l'andamento dell'attività economica dei nostri maggiori partner europei – che si potrebbero ripercuotere negativamente sulle esportazioni e sulla propensione a investire delle imprese (fig. 51). Rischi al ribasso sono inoltre associati alla forte espansione degli investimenti pubblici previsti per il triennio

2020-22 – la cui effettiva realizzazione potrebbe essere ritardata rispetto a quanto programmato – o al riaccendersi di tensioni sui mercati finanziari. Per l'inflazione i rischi sono bilanciati: quelli al rialzo sono soprattutto connessi con aumenti delle quotazioni delle materie prime energetiche; quelli al ribasso derivano invece da un ulteriore indebolimento delle prospettive di crescita interna e internazionale.