

## 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 e pubblicate lo scorso 11 dicembre<sup>1</sup>; le ipotesi tecniche includono le informazioni disponibili all'8 gennaio e tengono conto dei dati di contabilità nazionale diffusi dall'Istat il 1° dicembre.

### **Le proiezioni presuppongono una progressiva attenuazione dell'epidemia...**

Le prospettive rimangono strettamente dipendenti sia dall'evoluzione della pandemia, sia dalle misure adottate, da un lato per contrastare l'aumento dei contagi, dall'altro per mitigarne l'impatto sull'attività economica. La proiezione di base presentata in questo Bollettino assume che, dopo la seconda ondata di contagi dell'autunno scorso, l'epidemia ritorni gradualmente sotto controllo nella prima metà di quest'anno e che l'emergenza sanitaria venga completamente

superata entro il 2022, grazie soprattutto alla campagna di vaccinazione.

### **...un forte sostegno della politica di bilancio...**

Un supporto considerevole all'attività economica proviene dalla politica di bilancio e dall'utilizzo dei fondi europei disponibili nell'ambito della NGEU. Sulla base di moltiplicatori fiscali tradizionali e di informazioni ancora parziali sugli interventi previsti, si valuta che le misure programmate di bilancio, incluse

quelle finanziate con i fondi europei, possano innalzare il livello del PIL complessivamente di circa 2,5 punti percentuali nell'arco del triennio 2021-23. Il conseguimento di questi effetti, che sono incorporati nelle proiezioni, dipende tuttavia dalla concreta specificazione degli ulteriori interventi – che si prevede vengano in larga parte definiti nei prossimi mesi e inclusi nel *Piano nazionale di ripresa e resilienza*<sup>2</sup> – e da una loro tempestiva attuazione.

### **...una politica monetaria molto espansiva...**

Nello scenario considerato le condizioni monetarie e finanziarie si mantengono estremamente favorevoli, anche grazie all'azione dell'Eurosistema, dei governi e delle istituzioni europee. In linea con le attese desumibili dalle quotazioni di mercato, i rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani rimarrebbero su livelli

storicamente bassi nel 2021 (0,7 per cento), per aumentare in modo molto graduale lungo l'orizzonte di previsione. Il differenziale di rendimento rispetto ai Bund tedeschi della stessa scadenza oscillerebbe tra 130 e 150 punti base nel triennio di previsione. Il perdurare dei bassi tassi di interesse e le misure di sostegno adottate dal Governo hanno largamente mitigato i rischi di liquidità e di insolvenza delle imprese; in questo scenario si ipotizza che le misure di politica economica siano in grado di assicurare che le ripercussioni della crisi sull'indebitamento delle imprese e sulla qualità del credito rimangano contenute e non si traducano in significativi irrigidimenti delle condizioni di finanziamento. Il costo medio del credito alle imprese, sceso di poco nel 2020 (all'1,5 per cento dall'1,7 nel 2019), risalirebbe in misura limitata.

### **...e la crescita degli scambi internazionali**

Dopo il forte recupero nell'estate dello scorso anno, la crescita degli scambi internazionali è proseguita anche alla fine del 2020, beneficiando della ripresa del settore industriale in tutti i paesi. Lo scenario assume che la domanda estera dell'Italia, ponderata per i mercati di destinazione, dopo essere diminuita del

10,9 per cento nel 2020 si espanda in media del 5 per cento l'anno nel triennio 2021-23 (cfr. il riquadro: *Le ipotesi sottostanti allo scenario macroeconomico*).

<sup>1</sup> Cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Proiezioni macroeconomiche per l'Italia*, 11 dicembre 2020.

<sup>2</sup> Cfr. la nota 7 di questo capitolo.

## 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'euro<sup>1</sup> da parte della Banca centrale europea. Le proiezioni per l'Italia qui presentate aggiornano quelle diffuse lo scorso 11 dicembre e sono basate sulle informazioni disponibili all'8 gennaio.

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

- la domanda estera ponderata per i mercati di destinazione delle nostre esportazioni diminuisce del 10,9 per cento nel 2020, cresce del 6,9 nel 2021 e di poco più del 4 all'anno in media nel biennio 2022-23;
- il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, pari a 1,14 nel 2020, si colloca a 1,23 nel triennio 2021-23<sup>2</sup>;
- il prezzo del greggio (qualità Brent), fissato sulla base delle quotazioni dei contratti futures, è pari a 52,1 dollari al barile nel 2021 (42,4 nel 2020) e si porta gradualmente a 49,7 dollari nel 2023;
- il tasso di interesse a tre mesi sul mercato interbancario (Euribor) resta stabile a -0,5 per cento nella media dell'orizzonte di previsione;
- il tasso di interesse sui buoni del Tesoro poliennali (BTP) a scadenza decennale, pari all'1,1 per cento nella media del 2020, scende allo 0,7 per cento nel 2021 per poi risalire gradualmente fino all'1,1 nel 2023, in linea con i tassi a termine impliciti nella struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli di Stato;
- lo scenario incorpora le misure di bilancio disposte dall'inizio della pandemia, la manovra per il triennio 2021-23 e l'utilizzo dei fondi europei nell'ambito della *Next Generation EU* (NGEU).

Tavola

Ipotesi sulle principali variabili esogene (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2020	2021	2022	2023	
Domanda estera potenziale	-10,9	6,9	5,0	3,5	
Dollaro/euro (1)	1,14	1,23	1,23	1,23	
Cambio effettivo nominale (2)	-1,3	-1,3	0,0	0,0	
Prezzo del greggio (1) (3)	42,4	52,1	50,4	49,7	
Tasso Euribor a 3 mesi (1)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	
Tasso BOT a 1 anno (1)	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	
Tasso BTP a 10 anni (1)	1,1	0,7	0,9	1,1	

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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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 l'8 gennaio.

### Il prodotto si rafforzerebbe dalla primavera...

Sulla base di queste ipotesi si stima che il prodotto, ancora debole a inizio anno, torni a crescere in misura significativa dalla primavera, in concomitanza con l'ipotizzato miglioramento del quadro sanitario. Dalla seconda metà del 2021 e nel successivo biennio un impulso ulteriore proverrebbe dalle misure di sostegno e rilancio finanziate con il bilancio nazionale e i fondi europei. In media, dopo la contrazione del 9,2 per cento nel 2020, il PIL si espanderebbe del 3,5 per cento quest'anno, del 3,8 il prossimo e del 2,3 nel 2023, tornando ai livelli precedenti la crisi pandemica nel corso del 2023 (tav. 18; figg. 47 e 48).

Tavola 18

Scenario macroeconomico				
<i>(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)</i>				
VOCI	2020	2021	2022	2023
PIL (1)	-9,2	3,5	3,8	2,3
Consumi delle famiglie	-10,4	3,2	3,1	1,9
Consumi collettivi	-1,3	-0,9	1,4	0,5
Investimenti fissi lordi	-7,8	10,1	11,2	5,2
di cui: investimenti in beni strumentali	-8,5	8,6	13,9	7,0
Esportazioni totali	-14,9	9,8	4,5	3,3
Importazioni totali	-13,4	9,0	6,6	3,6
Variazione delle scorte (2)	-0,4	-0,6	0,0	0,0
per memoria: PIL, dati grezzi (3)	-9,1	3,5	3,7	2,2
Prezzi (IPCA)	-0,1	0,7	0,8	1,1
IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici	0,5	0,2	0,5	0,9
Deflatore del PIL	1,1	0,9	0,7	1,0
Occupazione (ore lavorate)	-11,0	5,3	3,6	2,2
Occupazione (numero di occupati)	-1,9	-0,9	1,7	1,3
Tasso di disoccupazione (4)	9,3	10,5	10,0	9,5
Competitività all'export (5)	-1,4	-0,5	0,6	0,5
Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)	3,5	3,5	3,0	2,7

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) Medie annue; valori percentuali. – (5) 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. – (6) In percentuale del PIL.

### ...con un recupero delle ore lavorate

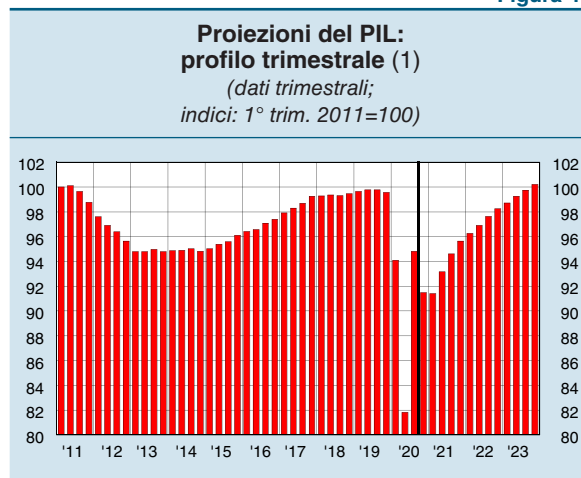
L'occupazione, misurata in termini di ore lavorate, recupererebbe entro il 2023 la caduta subita lo scorso anno. Il numero di occupati, sceso in misura più contenuta (1,9 per cento nella media del 2020) grazie all'esteso ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG), continuerebbe a ridursi anche nella media di quest'anno, scontando gli effetti ritardati della crisi<sup>3</sup>. Tornerebbe ad aumentare nel prossimo biennio.

### Le misure di sostegno mitigano la caduta del reddito disponibile

Un rilevante stimolo alla domanda proviene dalla politica di bilancio: attraverso gli strumenti di integrazione salariale e le altre misure di sostegno alle famiglie, questa contribuirebbe ad attenuare le variazioni del reddito disponibile, che sarebbero meno pronunciate di quelle del prodotto. Nel 2020 la caduta del reddito disponibile delle famiglie sarebbe pari a circa tre punti percentuali, contro il 9,2 del prodotto; negli anni seguenti una crescita del PIL più sostenuta di quella del reddito disponibile comporterebbe una progressiva riduzione di questo divario.

<sup>3</sup> Le ipotesi tecniche includono l'estensione del divieto di licenziamento fino al 31 marzo, come previsto dalla legge di bilancio.

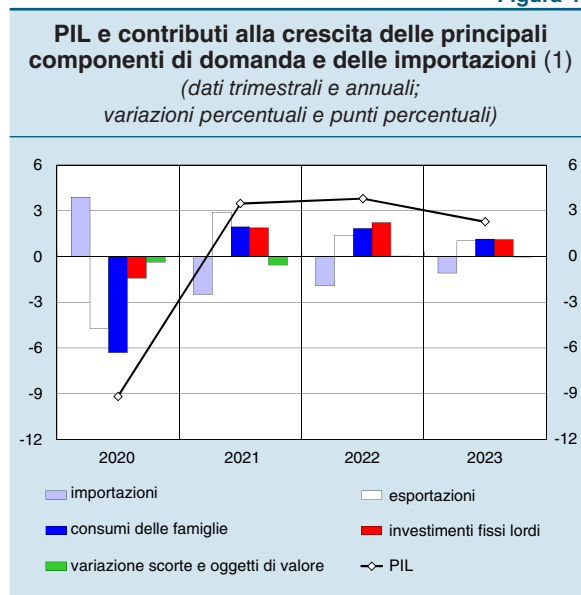
Figura 47



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

(1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative. Dati storici fino al 3° trimestre 2020; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 48



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

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

**Rimane elevata la cautela nelle decisioni di consumo...**

Si stima che nel 2020 i consumi delle famiglie si siano ridotti in misura lievemente superiore rispetto al prodotto, risentendo della contrazione dell'occupazione e dei redditi (seppure attenuata dalle misure di sostegno), delle limitazioni alla mobilità e della rinuncia ad alcune tipologie di spesa per i timori legati al contagio (cfr. il par. 2.3). Per il triennio 2021-23 lo scenario macroeconomico prefigura una ripresa dei consumi significativa, ma meno accentuata rispetto a quella del PIL, con un riassorbimento solo graduale del forte aumento osservato della propensione al risparmio, riconducibile anche a motivi precauzionali. I consumi salirebbero poco più del 3 per cento nella media di quest'anno e del prossimo, per rallentare nel 2023. Il tasso di risparmio delle famiglie, salito fino al 15 per cento nel 2020, scenderebbe lentamente nell'orizzonte previsivo, rimanendo per tutto il triennio al di sopra dei valori pre-crisi, quando era attorno all' 8 per cento (fig. 49).

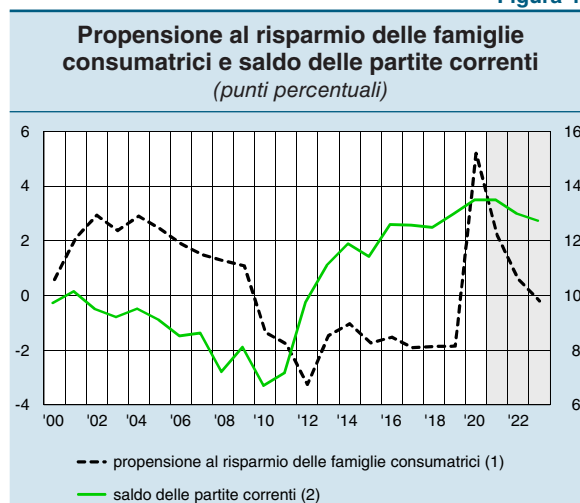
**...ma riprendono gli investimenti grazie anche ai fondi europei**

Dopo la forte caduta registrata nel 2020 gli investimenti tornerebbero a crescere a ritmi elevati, intorno al 10 per cento all'anno nel 2021-22 e al 5 per cento nel 2023. La ripresa dell'accumulazione di capitale sarebbe sospinta dalle condizioni di accesso al credito favorevoli e dagli interventi di politica di bilancio, tra cui quelli finanziati attraverso la NGEU. La componente in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto aumenterebbe in media più del 9 per cento all'anno nel triennio di previsione, beneficiando in misura particolarmente marcata degli incentivi finanziati con i fondi europei, come già avvenuto in passato in occasione di interventi analoghi. Il rapporto tra investimenti e PIL salirebbe fino a oltre il 21 per cento nel 2023, portandosi su livelli prossimi a quelli osservati lo scorso decennio, prima della crisi finanziaria globale; per la componente in costruzioni tale rapporto rimarrebbe ancora inferiore di oltre due punti percentuali rispetto al picco del 2007 (fig. 50).

**Le esportazioni crescono in linea con la domanda estera**

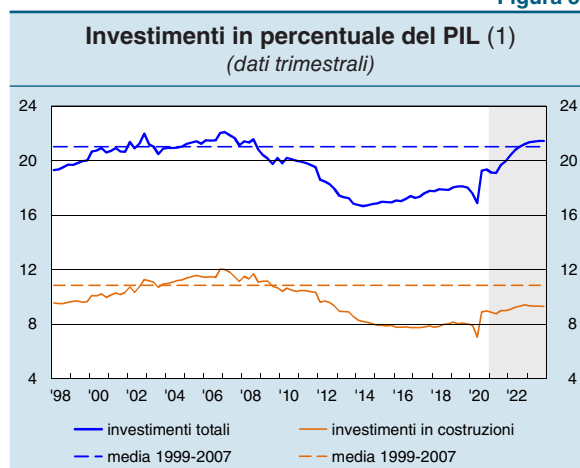
Le vendite all'estero sono cadute nel complesso del 2020 di quasi il 15 per cento, seppure con un robusto recupero nel terzo trimestre. Quest'anno segnerebbero un netto rialzo, trainate da quelle dei beni, che già nei primi mesi si riporterebbero ai livelli pre-crisi; i servizi continuerebbero invece a risentire più a lungo della debolezza dei flussi turistici internazionali. Nel biennio 2022-23 le esportazioni si espanderebbero in linea con la domanda estera. Le importazioni seguirebbero una dinamica simile, sostenute dalla ripresa degli investimenti in beni strumentali ad alto contenuto di input esteri.

Figura 49



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

Figura 50



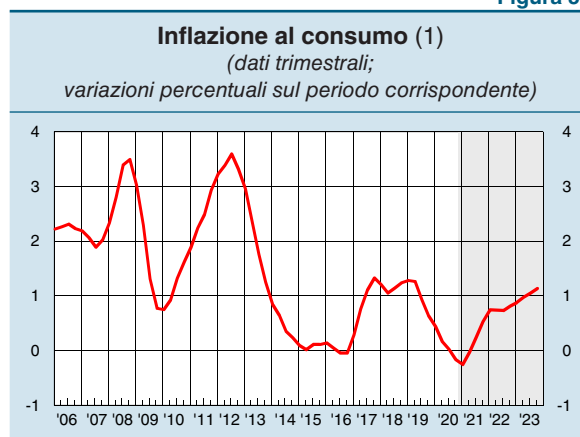
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. (1) Dati destagionalizzati e corretti per le giornate lavorative.

L'avanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti, salito lo scorso anno anche per effetto della contrazione del prodotto, si ridimensionerebbe di poco lungo l'orizzonte di previsione (fig. 49).

**L'inflazione risale gradualmente**

L'inflazione rimarrebbe al di sotto dell'1 per cento quest'anno e il prossimo, risentendo degli ampi margini di capacità inutilizzata che frenerebbero gli aumenti salariali e le politiche di prezzo delle imprese; salirebbe all'1,1 per cento nel 2023. La componente di fondo rifletterebbe la debolezza della domanda, rimanendo su valori in media inferiori allo 0,5 per cento nel biennio 2021-22 e avvicinandosi all'1,0 per cento solo nell'ultimo anno dell'orizzonte previsivo. L'inflazione interna, misurata col deflatore del PIL, scenderebbe sotto l'1 per cento nel 2021 (1,1 per cento nel 2020), frenata dalla debolezza della dinamica salariale, per risalire solo nel 2023 (fig. 51).

**Figura 51**



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

**La ripresa è ritardata rispetto alle proiezioni dello scorso luglio**

Rispetto allo scenario di base presentato nel *Bollettino economico* dello scorso luglio, il dato medio di crescita per quest'anno è rivisto al ribasso per oltre un punto percentuale, principalmente per un effetto di trascinamento della flessione del prodotto nella parte finale del 2020. La crescita è più rapida dal secondo trimestre in poi e significativamente più forte nel 2022, in connessione con l'ipotizzata graduale attenuazione della pandemia e con il maggiore stimolo derivante dai provvedimenti inclusi nella legge di bilancio e dall'utilizzo dei fondi europei della NGEU.

**La crescita nel biennio è in linea con le stime degli altri previsori**

La ripresa del PIL prefigurata nel biennio 2021-22 è in linea con le stime degli altri previsori (tav. 19), pur essendo più moderata quest'anno e più accentuata il prossimo. Negli scenari più recenti – diffusi rispettivamente in novembre e in dicembre – la Commissione europea e l'OCSE si attendono un aumento del prodotto lievemente superiore al 4 per cento quest'anno, prossimo al 3 nel 2022. Le differenze rispetto a questi previsori sono riconducibili in prevalenza alle valutazioni sull'impatto della seconda ondata di contagi (maggiormente negative nel breve termine ma con un rimbalzo più pronunciato in seguito, secondo le nostre stime) e all'inclusione degli effetti degli interventi nell'ambito della NGEU (esclusi dal quadro formulato dalla Commissione europea).

**Tavola 19**

VOCI	PIL (1)		Inflazione (2)	
	2021	2022	2021	2022
FMI (ottobre)	5,2	2,6	0,6	0,9
OCSE (dicembre)	4,3	3,2	0,4	0,8
Commissione europea (novembre)	4,1	2,8	0,7	1,0
Consensus Economics (dicembre)	4,9	–	0,4	–

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2020; OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2020; Commissione europea, *European Economic Forecast Autumn 2020*, novembre 2020; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, dicembre 2020.

(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.

**Sono da contrastare rischi ancora elevati**

I rischi sono legati principalmente a un'evoluzione più sfavorevole dell'epidemia a livello globale che si ripercuoterebbe sui comportamenti di consumo e

investimento, sugli scambi internazionali, sulle condizioni finanziarie, mettendo a rischio le prospettive di crescita se i suoi effetti non fossero contrastati in modo efficace dalle politiche economiche. A titolo esemplificativo, si possono considerare le ipotesi che: (a) la domanda estera quest'anno ristagni a seguito di una più prolungata emergenza sanitaria e nel contempo le restrizioni all'attività economica in Italia si protraggano per un periodo più esteso; (b) si verifichi un irrigidimento dell'offerta di credito paragonabile a quello osservato durante la crisi finanziaria globale. Queste ipotesi avrebbero un impatto sul PIL rispettivamente di -2,5 e -0,9 punti percentuali quest'anno; di -1,7 e -0,7 punti nel 2022; nel 2023 l'attività economica aumenterebbe invece in misura più significativa per via del miglioramento del quadro sanitario in quell'anno.

Rispetto alle stime presentate in questo Bollettino la crescita del prodotto potrebbe essere maggiore se sostenuta da più rapidi progressi nel controllo dei contagi nei prossimi mesi, che potrebbero favorire una ripresa più veloce dei consumi delle famiglie. Rimane tuttavia essenziale il mantenimento di misure di sostegno finché necessario e un utilizzo efficace dei fondi europei resi disponibili nell'ambito della NGEU.