

dotti petroliferi e delle telecomunicazioni (del 6 e 2 per cento, rispettivamente). È lievemente diminuita la variabilità attesa dei corsi desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa.

**La raccolta netta dei fondi comuni è stata consistente**

Secondo dati Assogestioni, nel primo trimestre del 2014 gli afflussi netti di risparmio nei fondi comuni aperti, di diritto italiano o estero, sono notevolmente aumentati (25 miliardi, contro 6 nel periodo precedente). La raccolta netta è stata particolarmente elevata nei comparti flessibile e obbligazionario, mentre si sono avuti deflussi netti dai comparti monetario e speculativo.

**Figura 30**



Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) Indice: FTSE Italia MIB storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

**2.9 LE PROSPETTIVE**

**Il quadro è ancora incerto**

Nelle proiezioni per il biennio 2014-15 presentate in questo Bollettino l'economia italiana crescerebbe attorno allo 0,2 per cento nell'anno in corso, con rischi al ribasso; tornerebbe poi a espandersi dell'1,3 il prossimo (tav. 8 e fig. 31). L'andamento sfavorevole nella prima parte del 2014 ha comportato una riduzione delle stime per la media dell'anno. In prospettiva il miglioramento sarebbe reso possibile dall'affievolirsi degli effetti di aggiustamento di bilancio degli anni precedenti, dall'andamento favorevole degli scambi internazionali, dall'ulteriore attenuazione delle tensioni finanziarie e dalle nuove misure di politica monetaria adottate dalla BCE. Rimangono tuttavia considerevoli elementi di fragilità nelle prospettive di ripresa, anche a causa dell'incertezza sull'evoluzione delle tensioni geopolitiche in corso e sulla loro trasmissione agli scambi mondiali (cfr. il par. 1.1 e il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*).

**Le condizioni monetarie sospingono l'attività economica**

Le proiezioni incorporano ipotesi sui tassi di interesse coerenti con l'orientamento espansivo della politica monetaria, rafforzatosi con le misure approvate dal Consiglio direttivo della BCE in giugno (cfr. il par. 1.2). Secondo le attese dei mercati il tasso di interesse a tre mesi si manterrebbe stabile allo 0,2 per cento nel prosieguo di quest'anno e nel 2015; il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi a dieci anni resterebbe

Nelle proiezioni per il biennio 2014-15 presentate in questo Bollettino l'economia italiana crescerebbe attorno allo 0,2 per cento nell'anno in corso, con rischi al ribasso; tornerebbe poi a espandersi dell'1,3 il prossimo (tav. 8 e fig. 31).

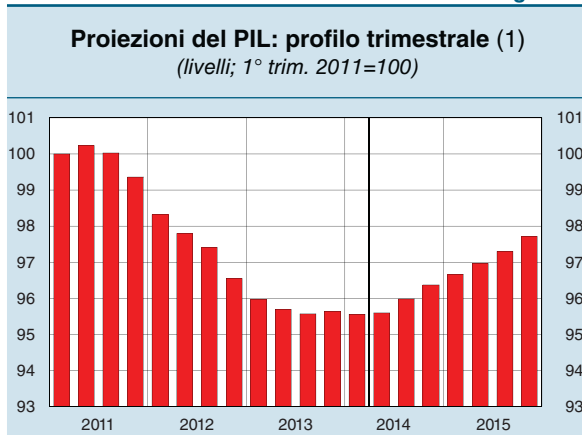
**Tavola 8**

**Scenario macroeconomico in Italia**  
(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

|   | VOCI | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|------|------|------|------|
| PIL (1)   |      | -1,8 | 0,2  | 1,3  |
| Consumi delle famiglie  |      | -2,6 | 0,2  | 1,1  |
| Consumi collettivi  |      | -0,8 | 0,0  | 0,4  |
| Investimenti fissi lordi  |      | -4,6 | -0,7 | 2,3  |
| di cui: investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto |      | -2,2 | 0,7  | 3,6  |
| Esportazioni totali   |      | 0,0  | 3,4  | 4,7  |
| Importazioni totali   |      | -2,9 | 1,7  | 4,9  |
| Variazione delle scorte (2)   |      | -0,1 | -0,4 | 0,0  |
| IPCA  |      | 1,3  | 0,4  | 0,8  |
| IPCA al netto dei beni alimentari ed energetici                       |      | 1,3  | 0,8  | 0,9  |
| Occupazione (3)   |      | -1,9 | -0,6 | 0,3  |
| Tasso di disoccupazione (4)   |      | 12,2 | 12,7 | 12,6 |
| Competitività all'export (5)  |      | -2,9 | -0,1 | 0,1  |
| Saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti (6)             |      | 1,0  | 1,8  | 1,8  |

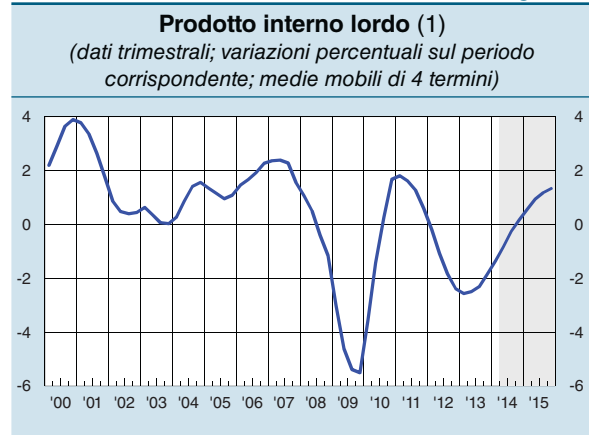
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Per il PIL e le sue componenti: quantità a prezzi concatenati; variazioni stimate sulla base di dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. – (2) Include gli oggetti di valore. Contributi alla crescita del PIL; valori percentuali. – (3) Unità di lavoro. – (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.

Figura 31



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 2014; proiezioni per i trimestri successivi.

Figura 32



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 2014; proiezioni per i trimestri successivi. La figura riporta le 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.

stabile attorno ai 170 punti base. In questo quadro le nuove misure di politica monetaria e la ripresa dell'attività economica favorirebbero il ritorno a condizioni più distese nel mercato del credito (cfr. il riquadro: *L'offerta e la domanda di credito*).

Rispetto alle proiezioni pubblicate nel *Bollettino economico* dello scorso gennaio, le stime di crescita per il 2014 sono più basse di circa mezzo punto percentuale (fig. 32). La revisione risente soprattutto dell'andamento del PIL osservato nel primo trimestre e di quello stimato per il secondo (cfr. il par. 2.1). Le valutazioni per il 2015 sono invece più favorevoli di quanto prefigurato in gennaio, di tre decimi di punto, rispecchiando principalmente l'orientamento più espansivo della politica monetaria (cfr. il riquadro: *L'impatto delle recenti misure di politica monetaria*).

## LE IPOTESI TECNICHE E IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Lo scenario macroeconomico si basa sulle ipotesi riportate nella tavola, coerenti con quelle sottostanti al quadro previsivo per l'area dell'euro concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema e presentato nel *Bollettino mensile* della BCE dello scorso giugno; tali ipotesi sono state riviste per tener conto dei più recenti andamenti congiunturali.

Il commercio internazionale crescerebbe di circa il 4 per cento quest'anno, per accelerare al 5,5 il prossimo. Rispetto al *Bollettino economico* di gennaio la dinamica degli scambi internazionali è inferiore di oltre un punto percentuale nell'anno in corso e di circa mezzo per il 2015. La crescita della domanda estera ponderata in base al peso dei diversi mercati di sbocco italiani sarebbe inferiore a quella del commercio internazionale di circa mezzo punto percentuale l'anno.

Le ipotesi relative ai tassi di cambio e di interesse e al prezzo del petrolio sono aggiornate sulla base delle quotazioni dei dieci giorni la-

Tavola

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

| VOCI                          | 2013  | 2014  | 2015  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|
| Commercio internazionale      | 2,6   | 3,7   | 5,5   |
| Domanda estera potenziale     | 1,5   | 3,3   | 4,9   |
| Dollaro/euro (1)              | 1,33  | 1,37  | 1,36  |
| Cambio effettivo nominale (2) | -2,5  | -0,6  | 0,3   |
| Prezzo del greggio (3)        | 108,8 | 109,5 | 106,5 |
| Tasso Euribor a 3 mesi (1)    | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Tasso BOT a 1 anno (1)        | 1,0   | 0,4   | 0,4   |
| Tasso BTP a 10 anni (1)       | 4,3   | 3,2   | 3,4   |

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

vorativi antecedenti al 15 luglio 2014. Coerentemente con le informazioni provenienti dai contratti futures, si ipotizza che il prezzo del greggio di qualità Brent, pari a 108,8 dollari al barile nel 2013, salga nell'anno in corso a circa 109,5 dollari per poi scendere a 106,5 nel 2015.

I tassi di interesse a tre mesi, calcolati sulla base delle quotazioni dei futures relativi all'Euribor, rimarrebbero pari allo 0,2 per cento sia nel 2014 sia nell'anno successivo. I tassi a lungo termine dei BTP a dieci anni si ridurrebbero di circa 110 punti base nell'anno in corso, al 3,2 per cento, per poi risalire al 3,4 nel 2015. Il tasso di cambio si apprezzerrebbe lievemente rispetto ai livelli medi del 2013; quello tra il dollaro e l'euro sarebbe pari a 1,37 nell'anno in corso (1,36 nel 2015).

L'evoluzione prevista per i conti pubblici italiani tiene conto, come di consueto, dei provvedimenti già varati, in particolare quelli per il sostegno ai redditi delle famiglie e alle attività produttive, approvati con i decreti legge 24 aprile 2014, n. 66 e 24 giugno 2014, n. 91. Il quadro previsivo include inoltre una stima degli effetti del provvedimento di sblocco dei debiti delle Amministrazioni pubbliche per 47 miliardi di euro nel biennio 2013-14 (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2014).

## L'IMPATTO DELLE RECENTI MISURE DI POLITICA MONETARIA

Il quadro previsivo tiene conto degli effetti sull'economia italiana delle misure di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE lo scorso 5 giugno, che si trasmettono attraverso la struttura dei tassi di interesse, il cambio, il costo e la disponibilità di credito. Gli effetti, che si manifesterebbero gradualmente nel corso del prossimo triennio, sono incorporati nello scenario previsivo qui illustrato nella parte relativa al biennio 2014-15.

La riduzione dei tassi ufficiali, l'aver fissato il tasso sui depositi presso l'Eurosistema su un valore negativo e l'implicito rafforzamento della *forward guidance* si sono trasmessi, nei giorni successivi alle decisioni, ai tassi di interesse a breve e a lungo termine e al cambio (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*). Nel complesso, sulla base delle relazioni stimate nel modello trimestrale della Banca d'Italia, allo spostamento verso il basso della curva dei tassi di interesse di mercato a breve e a lungo termine e al deprezzamento del cambio osservato dopo le decisioni di politica monetaria (inclusi gli effetti successivi all'annuncio delle misure in maggio) è attribuibile un incremento del PIL cumulativamente stimabile in circa mezzo punto percentuale alla fine del triennio 2014-16, di cui circa metà riferiti all'orizzonte di previsione 2014-15.

L'impatto delle operazioni mirate di rifinanziamento è invece più graduale e soggetto a maggiore incertezza: il ricorso da parte delle banche sarà infatti possibile in misura crescente lungo l'intero periodo settembre 2014-giugno 2016 e dipenderà, dopo le prime due tranche, dal ritmo di espansione dei prestiti. Nell'ipotesi di un ampio utilizzo di queste operazioni e di un loro integrale trasferimento alle condizioni del credito, l'impatto cumulato alla fine del triennio 2014-16 potrebbe raggiungere circa mezzo punto percentuale di PIL; un terzo di questo incremento è stato incluso nel biennio di previsione.

### Il prodotto è sostenuto dalla domanda estera...

La crescita continuerebbe a essere sostenuta dalle vendite all'estero, che si espanderebbero a ritmi elevati, favorite dal rafforzamento del commercio internazionale (fig. 33). Il quadro incorpora tuttavia un aumento delle esportazioni inferiore a quello della domanda potenziale dei nostri mercati di sbocco;

l'andamento risente della minore competitività di prezzo dovuta al livello fin qui raggiunto dal cambio dell'euro, che è solo in parte rientrato nel periodo più recente (le ipotesi tecniche sono costruite sui valori del cambio registrati tra il 1° e il 14 luglio; cfr. il riquadro: *Le ipotesi tecniche e il contesto internazionale*).

**...ma il riavvio della crescita presuppone quello degli investimenti**

Il ritorno alla crescita dipende però necessariamente anche da un rafforzamento della domanda interna. Nel quadro previsivo è incorporata una ripresa degli investimenti in macchinari e attrezzature (tornati a espandersi già nel primo trimestre del 2014, dopo circa tre anni di flessione), resa possibile dal miglioramento delle prospettive di domanda e delle condizioni di finanziamento. Procederebbero più a rilento gli investimenti in costruzioni, che risentono della persistente debolezza del mercato immobiliare. Nel complesso l'accumulazione di capitale, dopo una contrazione complessiva di circa il 13 per cento nel biennio 2012-13, tornerebbe positiva nel 2015. Alla ripresa degli investimenti contribuiscono due fattori: l'iniezione di liquidità a favore delle imprese derivante dai provvedimenti di accelerazione dei pagamenti dei debiti commerciali delle Pubbliche amministrazioni, nell'ipotesi che abbiano completa attuazione (l'effetto sul PIL è valutabile in poco più di mezzo punto percentuale nel biennio 2014-15; cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2014), e gli incentivi all'accumulazione di capitale produttivo varati dal Governo con il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (l'impatto di questi ultimi sarebbe di circa un punto percentuale sugli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto; mezzo decimo sul PIL).

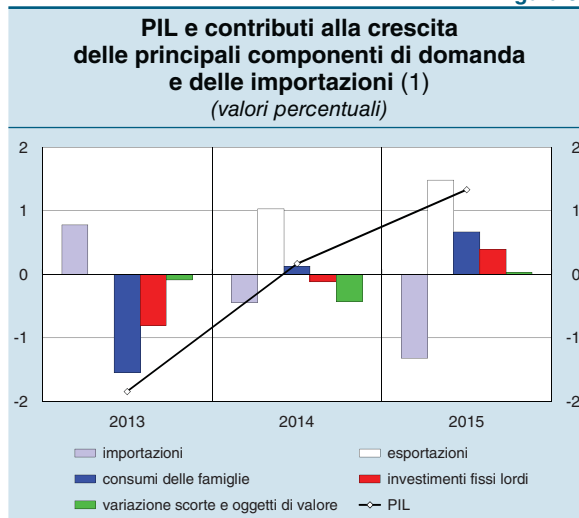
**I consumi delle famiglie si riprendono lentamente**

La ripresa dei consumi sarebbe più lenta; la spesa delle famiglie (tornata ad aumentare marginalmente nel primo trimestre di quest'anno dopo 12 trimestri di contrazione) si stabilizzerebbe nel 2014 e crescerebbe nel 2015, sostenuta dalla ripresa del reddito disponibile. Uno stimolo deriverebbe anche dalle misure di sostegno ai redditi più bassi già introdotte dal Governo nell'aprile scorso; l'effetto espansivo netto di queste misure è valutato in circa due decimi di punto percentuale sui consumi (un decimo sul PIL) nel biennio 2014-15, una stima che tiene conto anche dell'effetto restrittivo degli interventi di copertura già inclusi nello stesso provvedimento. Le misure di riduzione della pressione fiscale sul lavoro potrebbero avere un effetto più accentuato (non incluso in questo quadro, che, come di consueto, considera solo i provvedimenti già varati) se saranno mantenute negli anni a venire, come già annunciato dal Governo, e percepite come parte di un orientamento duraturo di politica economica. Il tasso di risparmio del settore privato, che era stato fortemente compresso durante la crisi globale, aumenterebbe, tornando alla fine dell'orizzonte previsivo su valori simili a quelli osservati prima dell'avvio della crisi (fig. 34).

**Il mercato del lavoro si stabilizza**

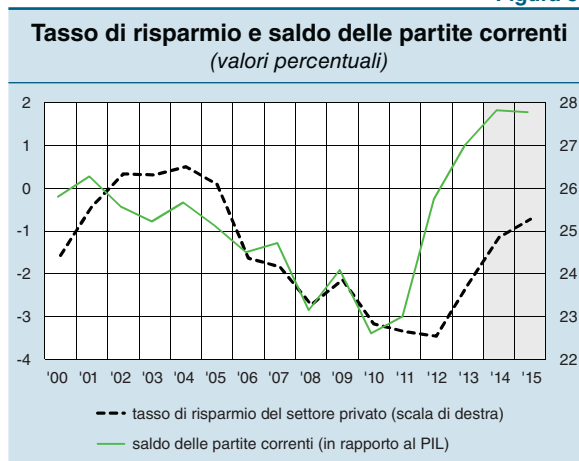
Il miglioramento del quadro congiunturale impatterebbe solo gradualmente sul mercato del lavoro. L'occupazione si stabilizzerebbe nel corso di quest'anno per poi

Figura 33



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

Figura 34



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

tornare a espandersi lievemente nel 2015 (dello 0,3 per cento nell'intera economia; 0,5 nel settore privato). L'offerta di lavoro tornerebbe però a crescere quest'anno, grazie al progressivo venir meno degli effetti di scoraggiamento che ne avevano compresso la dinamica nel 2013, mantenendo ancora elevato il tasso di disoccupazione.

**Si amplia l'avanzo dei conti con l'estero...** L'attivo dei conti con l'estero si manterrebbe anche in un contesto ciclico più favorevole. Nonostante l'accelerazione delle importazioni, trainate dalle componenti della domanda a maggior contenuto di beni intermedi provenienti dall'estero (come le esportazioni e gli investimenti in macchinari), l'aumento delle esportazioni sospingerebbe l'avanzo del saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti fino a quasi il 2 per cento.

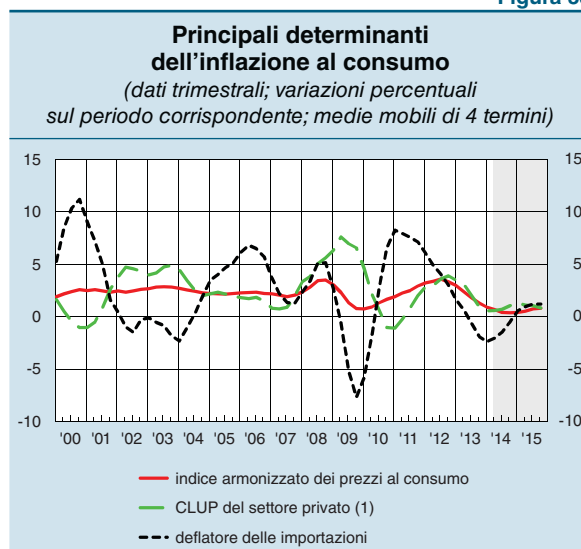
**...e prosegue il consolidamento dei conti pubblici** Sulla base di questo quadro l'indebitamento netto delle Pubbliche amministrazioni si ridurrebbe nel 2015, mentre l'avanzo primario rimarrebbe superiore al 2 per cento del prodotto quest'anno e nel prossimo. Il rapporto tra debito pubblico e PIL tornerebbe a scendere dal 2015.

**L'inflazione rimane bassa** L'inflazione, pur risalendo nel corso del prossimo anno allo 0,8 per cento (fig. 35), resterebbe molto bassa per tutto l'orizzonte considerato. La debolezza della dinamica dei prezzi risente in gran parte delle componenti di origine interna: la crescita del deflatore del PIL sarebbe nel 2015 poco sopra l'1 per cento. I margini ancora ampi di capacità produttiva inutilizzata e le condizioni tuttora difficili dell'occupazione contribuiscono a contenere sia i costi unitari di lavoro per unità di prodotto (in crescita nel settore privato di poco meno dell'1 per cento all'anno) sia i margini delle imprese; questi ultimi recupererebbero solo in minima parte i consistenti cali dell'ultimo triennio. Rispetto alle previsioni pubblicate nel *Bollettino economico* di gennaio, le stime di inflazione sono inferiori di oltre mezzo punto percentuale, per effetto sia della flessione maggiore del previsto registrata nel primo semestre, attribuibile prevalentemente alle componenti di fondo, sia del più debole andamento dei prezzi delle materie prime.

**Le altre previsioni di crescita** Le proiezioni di crescita per il 2014 appaiono meno ottimistiche di quelle formulate dalle principali organizzazioni internazionali, che tuttavia sono meno recenti e non incorporano né gli andamenti del PIL osservati nel primo trimestre, significativamente inferiori alle valutazioni di tutti i previsori, né le informazioni congiunturali sui mesi primaverili (tav. 9). La ripresa qui prospettata per il 2015 è invece leggermente più sostenuta, grazie alle favorevoli ipotesi sulle condizioni monetarie e finanziarie anche a seguito delle decisioni di politica monetaria.

**Lo scenario presuppone politiche coerenti** Lo scenario previsivo presuppone: la piena e coerente attuazione delle misure di politica economica nazionali, volte a sostenere la fiducia di famiglie e imprese nella formulazione dei piani di investimento e consumo; un quadro istituzionale europeo favorevole; l'efficacia delle misure monetarie adottate dall'Eu-

Figura 35



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.  
(1) Costo del lavoro per unità di prodotto del settore privato (al netto di energia e agricoltura); calcolato come rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto al costo dei fattori.

rosistema. Lo scenario è soggetto a elevata incertezza, con rischi orientati verso il basso per la crescita e bilanciati, ma comunque ampi, per l'inflazione (fig. 36).

**Il quadro è soggetto a rischi al ribasso per la crescita**

Sull'andamento dell'attività economica, e in particolare degli investimenti, potrebbe incidere un miglioramento delle condizioni di accesso ai finanziamenti bancari meno rapido di quanto qui prefigurato. Sui mercati internazionali le attuali condizioni eccezionalmente favorevoli presentano elementi di fragilità e potrebbero rivelarsi transitorie. Sono aumentati i rischi connessi con le tensioni geopolitiche nei paesi produttori di petrolio. Un loro ulteriore inasprimento si rifletterebbe sull'offerta e sul prezzo dei prodotti energetici, con ripercussioni anche sugli scambi commerciali. Questi ultimi potrebbero inoltre risentire di un'espansione meno pronunciata dell'attività nelle economie emergenti.

I rischi per le previsioni di inflazione sono equilibrati. Ai possibili rincari dei prodotti energetici, conseguenti a un inasprimento delle tensioni geopolitiche, si contrappone, sul piano interno, il rischio di più intense pressioni al ribasso sui prezzi, derivanti dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. Resta essenziale, in questo contesto, preservare nel medio periodo il mantenimento della stabilità delle aspettative di inflazione sottostanti alla formazione dei prezzi e dei salari.

Tavola 9

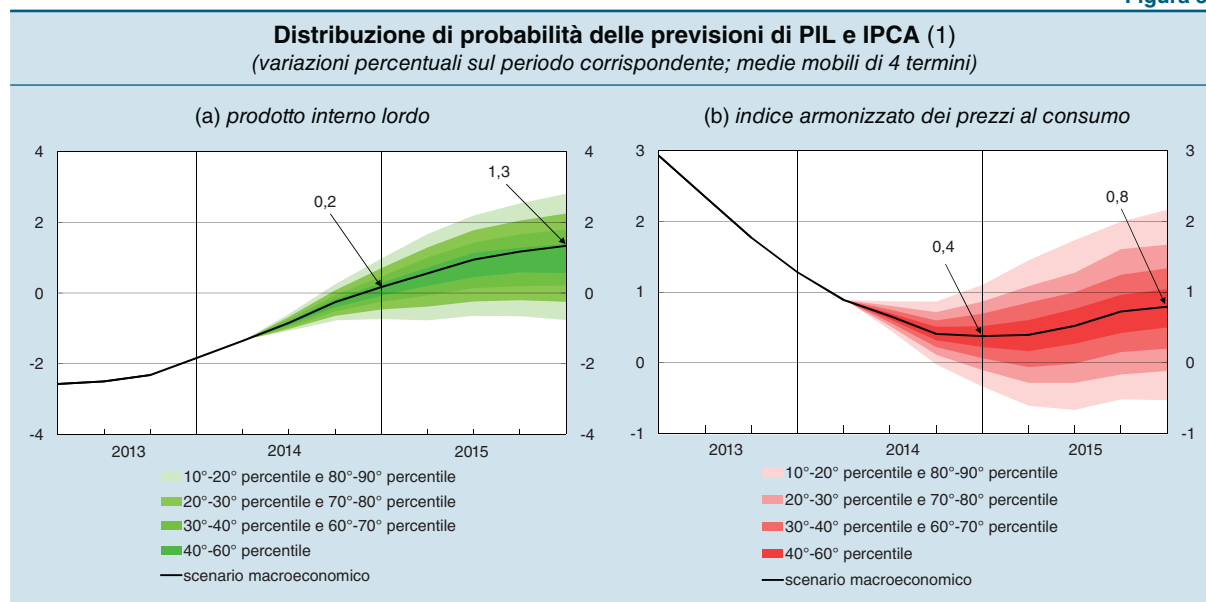
**Previsioni di altre organizzazioni**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

| VOCI                         | PIL (1) |      | Inflazione (2) |      |
|------------------------------|---------|------|----------------|------|
|                              | 2014    | 2015 | 2014           | 2015 |
| FMI (aprile)                 | 0,6     | 1,1  | 0,7            | 1,0  |
| OCSE (maggio)                | 0,5     | 1,1  | 0,5            | 0,9  |
| Commissione europea (maggio) | 0,6     | 1,2  | 0,7            | 1,2  |
| Consensus Economics (giugno) | 0,4     | 1,2  | 0,6            | 1,0  |

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2014; OCSE, *Economic Outlook*, n. 95, maggio 2014; Commissione europea, *European Economic Forecast Spring 2014*, maggio 2014; Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, giugno 2014.

(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 36



(1) 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*, n. 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.