

Un altro fattore che induce all'ottimismo circa le prospettive future è l'effetto cumulato delle riforme strutturali intraprese negli ultimi anni, dalla Pubblica Amministrazione, al mercato del lavoro, alla finanza per la crescita, all'efficienza del fisco e della giustizia. Il Governo in aprile ha aggiornato il proprio Programma di Riforma di medio termine, indicando anche obiettivi di breve periodo, alcuni dei quali sono già stati conseguiti. La recente approvazione della Legge sulla Concorrenza non deve essere sottovalutata, né per la sua rilevanza economica, né per il suo valore rappresentativo. Nei prossimi mesi si attuerà, ad esempio, l'apertura a investitori italiani ed esteri di settori quali le farmacie e gli studi legali. Un importante contributo alla crescita degli investimenti e della produttività sarà apportato dalle misure inquadrare nella strategia dal Piano Nazionale Impresa 4.0.

Stime quantitative degli effetti delle riforme già legiferate suggeriscono che, se pienamente attuate, esse potrebbero elevare il livello del PIL fino a tre punti percentuali su un orizzonte quinquennale.

**TAVOLA I.1 EFFETTI MACROECONOMICI DELLE RIFORME STRUTTURALI PER AREA DI INTERVENTO (scostamenti percentuali del PIL rispetto allo scenario base)**

	T+5	T+10	Lungo periodo
Pubblica Amministrazione	0,5	0,8	1,2
Concorrenza	0,2	0,5	1,0
Mercato del lavoro	0,6	0,9	1,3
Giustizia	0,1	0,2	0,9
Istruzione	0,2	0,3	1,3
Crediti deteriorati e procedure fallimentari	0,1	0,1	0,1
Piano Nazionale Impresa 4.0	1,2	1,9	4,1
<i>di cui: - Investimenti innovativi</i>	0,6	0,7	1,1
- Competenze	0,1	0,3	1,1
- Finanza per la crescita	0,5	0,9	1,9
<i>di cui: - PIR e Fondi Investimento</i>	0,3	0,5	0,9
- Altri interventi	0,2	0,4	1,0
<b>TOTALE</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	<b>9,9</b>

Fonte: Elaborazioni MEF, Dipartimento del Tesoro. La lettera T indica l'anno di completa attuazione delle relative misure.

Un'ulteriore spinta all'economia potrà derivare dagli investimenti pubblici. I dati più recenti mostrano che nel primo trimestre di quest'anno gli investimenti fissi lordi delle Amministrazioni Pubbliche sono scesi del 3,8 per cento in termini nominali rispetto allo stesso periodo del 2016. Sebbene ciò sia stato parzialmente compensato da un aumento del 3,2 per cento dei trasferimenti in conto capitale, il Governo è da tempo all'opera per promuovere un'inversione di tendenza degli investimenti pubblici. Ciò affinché venga non solo stimolata la domanda aggregata, ma migliori anche il potenziale di crescita dell'economia attraverso infrastrutture più moderne, efficienti e sostenibili, nonché attività di ricerca e sviluppo.

La manovra introdotta in primavera con il decreto-legge n.50 del 2017 ha aumentato le risorse a disposizione della Pubblica Amministrazione per ricostruzione, riqualificazione urbana, trasporti, opere pubbliche, difesa del suolo,

ambiente e edilizia pubblica (compresa quella scolastica). La proiezione di finanza pubblica presentata nel Capitolo III della presente Nota di Aggiornamento pone la crescita nominale degli investimenti pubblici nel 2018 al 5,1 per cento, dopo un lieve incremento quest'anno (0,4 per cento). Se questa proiezione si realizzerà, gli investimenti e i contributi in conto capitale nel 2018 aumenteranno complessivamente di 2,1 miliardi di euro, pari allo 0,12 per cento del PIL. Lo scenario programmatico di finanza pubblica descritto più oltre punta a incrementare ulteriormente le risorse per gli investimenti pubblici, non solo nel 2018, ma anche e soprattutto nel 2019-2020.

## **I.2 IL CONTESTO INTERNAZIONALE**

I principali istituti di ricerca, gli analisti di mercato e le organizzazioni internazionali prevedono un rallentamento della crescita europea nel 2018. La previsione di consenso riflette anni di bassa crescita e l'opinione prevalente che i paesi avanzati siano condannati ad un'andatura assai più lenta rispetto al periodo pre-crisi. Inoltre, la 'Brexit', i fattori geopolitici, il terrorismo e le tendenze protezionistiche di paesi tradizionalmente alfieri del libero scambio costituiscono indubbiamente una minaccia non trascurabile per il buon andamento dell'economia globale.

Viene anche sovente citato il fatto che la fase di ripresa ed espansione dell'economia americana duri ormai da otto anni. Simili considerazioni valgono per la Germania, nostro maggiore partner commerciale, dove la ripresa è stata più lenta che negli USA ma dal secondo trimestre del 2009 ha conosciuto solo tre battute d'arresto in termini di crescita trimestrale.

È tuttavia già successo in passato che una grave recessione sia seguita da una lunga fase di ripresa ed espansione. Ciò avvenne ad esempio negli USA negli anni ottanta e novanta, dopo che l'economia uscì da una doppia recessione nel periodo 1980-82<sup>2</sup>. La stessa recessione del 2001 fu piuttosto blanda in confronto a quella del 2008-2009, ed infatti la crescita annuale rimase positiva anche in quell'anno.

Ad ogni buon conto, la maggior parte dei previsori opta per la cautela sugli anni a venire, pur nell'ambito di una valutazione nel complesso positiva circa le prospettive di crescita mondiale. Nell'aggiornamento di luglio, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevede che il PIL mondiale crescerà del 3,5 per cento quest'anno e del 3,6 per cento nel 2018, dopo un incremento del 3,2 per cento nel 2016.

Per l'Area euro, l'FMI proietta una lieve accelerazione della crescita dall'1,8 per cento del 2016 all'1,9 quest'anno e quindi un moderato rallentamento a 1,7 per cento nel 2018. Dal suo canto, la Banca Centrale Europea (BCE) nella previsione di settembre pone la crescita dell'Area euro al 2,2 per cento quest'anno, 1,8 per cento nel 2018 e 1,7 per cento nel 2019.

---

<sup>2</sup> Considerando i dati di PIL reale degli USA, fra il terzo trimestre del 1982 e il primo del 2001 si registrarono solamente due trimestri di crescita negativa, nel quarto trimestre del 1990 e nel primo del 1991. A livello di crescita media annuale, nel periodo 1982-2008 il 1991 fu l'unico anno con crescita media lievemente negativa (-0,1 per cento).

Nell'aggiornamento della previsione macroeconomica riportato nel presente documento, la crescita dei mercati di esportazione rilevanti per l'Italia risulta più elevata di quanto proiettato nel DEF di aprile, soprattutto nel 2017 e 2018. Essa segue tuttavia un profilo decrescente nei prossimi tre anni, in coerenza con la valutazione di consenso testé discussa. L'euro si è invece apprezzato in confronto all'epoca del DEF, cosicché si è ipotizzato un tasso di cambio verso il dollaro di 1,19 circa per i prossimi tre anni contro l'1,06 utilizzato in aprile. Il prezzo del petrolio è lievemente più basso rispetto a inizio aprile, ma il suo profilo atteso nei prossimi tre anni è molto simile. Infine, il livello dei tassi di interesse di mercato è sceso rispetto all'epoca del DEF, e sono quindi diminuiti anche i tassi e i rendimenti a termine per il periodo 2018-2020 che si utilizzano per la previsione.

Nel complesso, sulla base di simulazioni econometriche, l'effetto netto della revisione delle variabili esogene internazionali sulla crescita dell'economia italiana è di segno moderatamente positivo in confronto alle previsioni di aprile, ma ciò si riferisce soprattutto al 2017, poiché gli effetti dell'apprezzamento dell'euro diventeranno più significativi nel 2018. L'economia internazionale sospinge il PIL italiano, ma l'impulso è atteso ridursi durante i tre prossimi anni.

### **1.3 QUADRO MACROECONOMICO E DI FINANZA PUBBLICA TENDENZIALE**

Coerentemente con la tendenza prevista per l'Europa, i principali previsori vedono un rallentamento della crescita del PIL italiano nel 2018. L'intervallo delle previsioni è attualmente dell'1,2-1,5 per cento per quest'anno e 0,9-1,3 per cento per il 2018<sup>3</sup>. In aggiunta ai fattori internazionali, i previsori esprimono preoccupazioni riguardo all'impatto sull'Italia della eventuale uscita della BCE da una politica di accentuato accomodamento monetario e riguardo all'esito delle elezioni politiche, che avranno luogo entro maggio 2018.

Lo scenario macroeconomico tendenziale continua a caratterizzarsi per una restrizione fiscale consistente in aumenti delle aliquote IVA nel 2018 e 2019. Le relative clausole di salvaguardia sono state modificate con la manovra di primavera contenuta nel D.L. 50, riducendone l'importo rispetto alla Legge di Bilancio 2017 in misura che varia fra 3,8 miliardi nel 2018 e 4,4 miliardi nel 2019. L'impatto negativo sul PIL è quindi lievemente inferiore rispetto alle previsioni di aprile, soprattutto nel 2018. La nuova previsione tendenziale del PIL per il 2018 riflette anche il maggior effetto di trascinamento derivante dalla revisione al rialzo del profilo trimestrale di crescita reale durante il 2017, il quale vale circa 0,1 punti percentuali di crescita.

Si precisa peraltro che, come sarà indicato nel quadro programmatico, si procederà alla disattivazione delle suddette clausole relativamente all'anno 2018.

Come risultato di tutti i fattori esogeni ed interni menzionati e di valutazioni aggiornate sulle principali componenti della domanda, in confronto al DEF 2017 la previsione di crescita tendenziale del PIL reale sale di circa due decimi di punto in

<sup>3</sup> Cfr. ad esempio 'Consensus Forecasts', 11 September 2017, Consensus Economics Inc.

media nei prossimi tre anni<sup>4</sup>. L'aumento dell'IVA impatterebbe in misura significativa sull'andamento del PIL nel 2018-2019 e in minor grado su quello del 2020, quando il ritmo di crescita salirebbe lievemente malgrado un contesto internazionale meno dinamico.

**TAVOLA I.2: QUADRO MACROECONOMICO TENDENZIALE SINTETICO (1) (variazioni percentuali, salvo ove non diversamente indicato)**

	2016	2017	2018	2019	2020
PIL	0,9	1,5	1,2	1,2	1,3
Deflatore PIL	0,8	0,6	1,8	1,8	1,7
<i>Deflatore consumi</i>	0,0	1,5	2,0	2,1	1,8
<i>PIL nominale</i>	1,7	2,1	3,0	3,0	3,0
Occupazione (ULA)	1,4	1,0	0,8	0,9	0,9
Occupazione (FL)	1,3	1,1	0,8	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione	11,7	11,2	10,8	10,3	9,8
Bilancia partite correnti (saldo in % PIL)	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4

(1) Eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti.

Per quanto riguarda la crescita nominale, il punto di partenza della previsione riflette un andamento del deflatore del PIL nella prima metà dell'anno in corso meno favorevole di quanto previsto nel DEF. Secondo le stime preliminari dell'ISTAT il deflatore è infatti sceso in media dello 0,1 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2016. Ciò pare spiegato in particolare da una temporanea accelerazione dei prezzi degli input, in particolare all'importazione.

Nell'aggiornamento della stima annuale per il 2017, si è ipotizzato un rimbalzo del deflatore nel terzo e quarto trimestre di quest'anno in corrispondenza di una caduta nei dati sui prezzi all'import già evidente nelle più recenti statistiche mensili. Anche così, la crescita media stimata del deflatore nel 2017 sarebbe di solo lo 0,6 per cento, contro l'1,1 per cento previsto nel DEF. Di conseguenza, il PIL nominale è stimato crescere lievemente meno di quanto previsto nel quadro programmatico del DEF, 2,1 anziché 2,3 per cento. Il quadro macroeconomico tendenziale è stato validato dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio in data 15 settembre.

La previsione per l'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni nel 2017 rimane invariata al 2,1 per cento previsto nel DEF, segnando così il terzo anno consecutivo di discesa del deficit. Il debito pubblico scenderebbe al 131,6 dal 132,0 per cento del 2016, livello che è stato rivisto al ribasso (dal 132,6 per cento) a seguito delle nuove stime di contabilità nazionale dell'ISTAT del 22 settembre. Si tratta di un risultato significativo dato che la variazione dello stock di debito comprende gli esborsi relativi agli interventi sul sistema bancario e che i proventi da privatizzazioni sarebbero pari allo 0,2 per cento del PIL, a fronte di un obiettivo originario pari allo 0,3 per cento. Si tratterebbe di una riduzione

<sup>4</sup> Va sottolineato che il confronto con le previsioni del DEF si riferisce al quadro programmatico di quel documento, che incorporava gli effetti stimati del D.L. 50.

ulteriore rispetto a quella che si è verificata nell'anno 2015, come attestato dai nuovi dati ISTAT.

Nello scenario tendenziale, nel 2018 l'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni risulterebbe più che dimezzato, scendendo all'1,0 per cento del PIL. Quasi 0,9 punti percentuali di discesa del deficit deriverebbero dall'aumento Iva e la restante parte dalla riduzione della spesa per interessi. Negli anni seguenti il saldo di bilancio scenderebbe verso il pareggio, raggiungendo un livello di -0,3 per cento del PIL nel 2019 e -0,1 per cento nel 2020.

Il rapporto debito/PIL diminuirebbe in misura marcata nel prossimo triennio, giungendo al 124,3 per cento del PIL nel 2020. Ciò grazie a un forte miglioramento del saldo primario di bilancio, a proventi da privatizzazioni e all'accelerazione della crescita nominale. Quest'ultima sarebbe il combinato disposto di una moderata ripresa dei prezzi internazionali, della graduale salita della domanda interna e dell'impatto inflazionistico dell'aumento delle aliquote IVA.

#### **I.4 OBIETTIVI DI POLITICA DI BILANCIO E QUADRO MACROECONOMICO PROGRAMMATICO**

Lo scenario programmatico presenta cambiamenti più significativi rispetto al DEF di aprile. Coerentemente con quanto comunicato alla Commissione Europea in maggio, il Governo ha infatti deciso di ridurre l'aggiustamento strutturale di bilancio nel 2018 da 0,8 punti percentuali, che eccedevano comunque quanto richiesto dal braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita, a 0,3 punti. L'obiettivo di indebitamento in termini nominali passa all'1,6 per cento del PIL, che segnerebbe comunque un'accelerazione del processo di riduzione del deficit. Per il biennio successivo, si continua a puntare al sostanziale conseguimento del pareggio di bilancio nel 2020, sia in termini nominali, sia strutturali. Infatti, poiché secondo l'attuale stima della crescita potenziale l'output gap si chiuderebbe nel 2020, al netto di eventuali misure temporanee, i due saldi coinciderebbero.

L'approccio di politica economica che il Governo reputa più appropriato è incentrato su un miglioramento graduale ma strutturale della finanza pubblica, fondato sulla revisione della spesa, su una maggiore efficienza operativa nelle Amministrazioni Pubbliche e sul contrasto all'evasione e all'elusione fiscale. Nelle sue considerazioni sottostanti le raccomandazioni di politica di bilancio ai paesi membri, la Commissione Europea a fine maggio sottolineava l'importanza di valutare gli obiettivi quantitativi di finanza pubblica con un margine di discrezionalità. Tale margine è legato da un lato al lascito della crisi, alle pressioni deflazionistiche ancora in atto e alla plausibilità delle stime di output gap; dall'altro al tema della sostenibilità del debito pubblico.

Il Governo, condividendo questa impostazione generale, ha per il tramite del Ministro dell'Economia e Finanze indirizzato una lettera alla Commissione in cui sottolinea l'importanza di bilanciare adeguatamente gli obiettivi della sostenibilità fiscale e del sostegno alla ripresa economica. La lettera sostiene quindi che un'eccessiva restrizione fiscale metterebbe a rischio la ripresa economica e la coesione sociale. Annuncia pertanto che l'intenzione del Governo è, come sopra menzionato, di aggiustare il saldo strutturale in misura pari a 0,3

punti di PIL nel 2018. La Commissione ha preso atto di questo orientamento, sottolineando l'importanza di attuare ampie riforme strutturali e di ridurre il deficit di bilancio e il rapporto debito/PIL<sup>5</sup>.

Nei prossimi anni, la politica economica dell'Italia dovrà infatti vincere la sfida della crescita e della riduzione del debito pubblico in rapporto al PIL. Questa sfida è anche collegata alla questione demografica: la popolazione italiana è invecchiata, le nascite e il tasso di fecondità sono in calo. Nuove proiezioni delle tendenze del sistema pensionistico, basate su un imminente aggiornamento degli scenari demografici ed economici a livello europeo, evidenziano rischi di salita della spesa pensionistica nei prossimi due decenni.

Il Governo ritiene che tali proiezioni rappresentino uno scenario avverso a fronte di quello sinora adottato, da tenere in considerazione nel formulare gli obiettivi di bilancio per i prossimi anni e nel valutare le diverse opzioni di politica economica e sociale. Esse sottolineano infatti l'importanza di conseguire tassi di crescita del PIL più elevati rispetto a quelli registrati negli ultimi anni e di promuovere un aumento dei tassi di attività e una risalita del tasso di fecondità. L'Italia ha bisogno di un'economia più dinamica, di una finanza pubblica che possa assorbire il futuro impatto del pensionamento dei *baby boomers* e di politiche di sostegno all'occupazione giovanile e alla famiglia. Date le conseguenze sociali della crisi degli ultimi anni, è inoltre opportuno insistere sulle politiche di contrasto alla povertà.

Le recenti iniziative del Governo, prima fra tutte l'introduzione del Reddito di Inclusione, a valere sugli stanziamenti allo scopo previsti già nella legge di bilancio 2017-2019, le diverse misure adottate per la tutela della maternità e la promozione della natalità, nonché per la conciliazione vita-lavoro, riflettono questa impostazione. La Legge di Bilancio 2017 includeva già varie misure di sostegno alle fasce più deboli della popolazione e ai pensionati con redditi bassi. La legge di Bilancio 2018 destinerà le limitate risorse a disposizione a pochi mirati obiettivi: investimenti pubblici e privati, occupazione giovanile e lotta alla povertà.

Il Governo prevede altresì di disattivare interamente le clausole di salvaguardia per il 2018. Ne derivano minori entrate per 15,7 miliardi nel 2018 rispetto allo scenario tendenziale. Le nuove politiche per lo sviluppo e la disattivazione delle clausole 2018 saranno coperte con una manovra prossima allo 0,5 per cento del PIL, che riguarderà la spesa pubblica per 0,15 punti di PIL e le entrate per la restante parte. Ciò al fine di conseguire un indebitamento netto dell'1,6 per cento del PIL comprendendo i costi delle nuove politiche e delle c.d. spese indifferibili. A questo livello di deficit corrisponderebbe un miglioramento del saldo strutturale pari a 0,3 punti di PIL.

Nello scenario programmatico, la crescita del PIL reale è prevista pari all'1,5 per cento sia nel 2018, sia nel 2019. Nell'anno finale della previsione si prevede una decelerazione all'1,3 per cento. Il diverso profilo della crescita dello scenario tendenziale rispetto al programmatico è dovuto alla rimodulazione della tempistica del consolidamento fiscale, che impatterebbe diversamente sul biennio

<sup>5</sup> La corrispondenza fra il Ministro dell'Economia e Finanze e la Commissione è disponibile sul sito del MEF: [http://www.mef.gov.it/inevidenza/article\\_0298.html](http://www.mef.gov.it/inevidenza/article_0298.html)

2019-2020, sia a livello di crescita reale, sia in termini di andamento del deflatore e della crescita nominale del PIL.

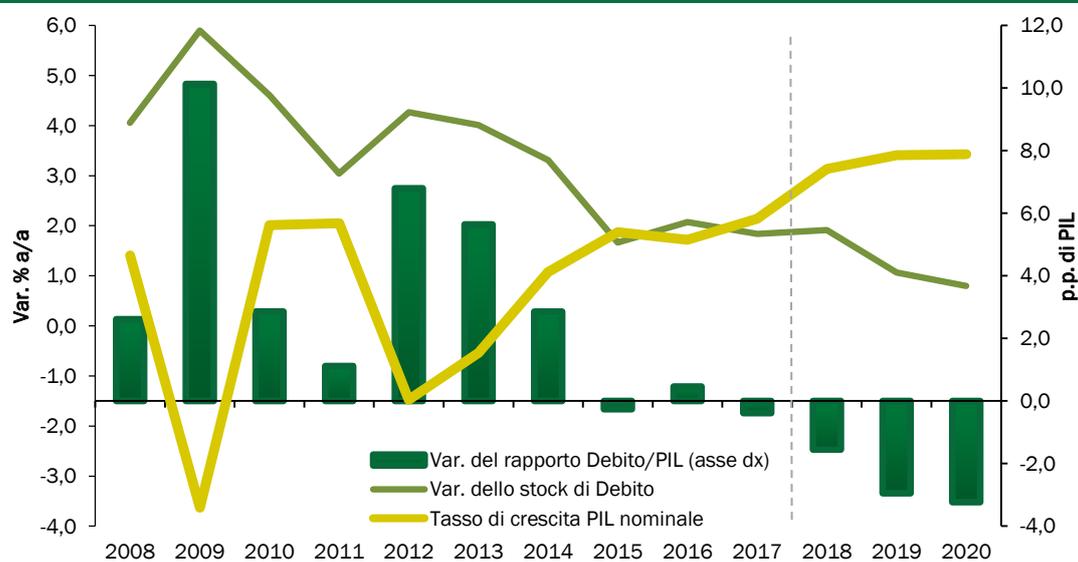
**TAVOLA I.3: QUADRO MACROECONOMICO PROGRAMMATICO SINTETICO (1) (variazioni percentuali, salvo ove non diversamente indicato)**

	2016	2017	2018	2019	2020
PIL	0,9	1,5	1,5	1,5	1,3
Deflatore PIL	0,8	0,6	1,6	1,9	2,1
Deflatore consumi	0,0	1,5	1,4	2,1	2,5
PIL nominale	1,7	2,1	3,1	3,4	3,4
Occupazione (ULA)	1,4	1,0	0,9	1,1	0,9
Occupazione (FL)	1,3	1,1	0,9	1,1	0,9
Tasso di disoccupazione	11,7	11,2	10,7	10,0	9,5
Bilancia partite correnti (saldo in % PIL)	2,5	2,4	2,2	2,2	2,5

(1) Eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti.

La discesa del rapporto debito/PIL sarebbe lievemente minore in confronto al tendenziale nel 2018 ma più accentuata nella parte finale dell'orizzonte di programmazione, terminando al 123,9 per cento nel 2020.

**FIGURA I. 4: DINAMICA DEL RAPPORTO DEBITO PUBBLICO/PIL NELLO SCENARIO PROGRAMMATICO (tassi di crescita percentuali e punti percentuali di PIL)**



Fonte: Dal 2017 previsioni programmatiche del MEF.

**TAVOLA I.4: INDICATORI DI FINANZA PUBBLICA (in percentuale del PIL) (1)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>QUADRO PROGRAMMATICO</b>						
Indebitamento netto	-2,6	-2,5	-2,1	-1,6	-0,9	-0,2
Saldo primario	1,5	1,5	1,7	2,0	2,6	3,3
Interessi	4,1	4,0	3,8	3,6	3,5	3,5
Indebitamento netto strutturale (2)	-0,1	-0,9	-1,3	-1,0	-0,6	-0,2
Variazione strutturale	0,3	-0,8	-0,4	0,3	0,4	0,4
Debito pubblico (lordo sostegni) (3)	131,5	132,0	131,6	130,0	127,1	123,9
Debito pubblico (netto sostegni) (3)	128,0	128,5	128,2	126,7	123,9	120,8
Obiettivo per la regola del debito (4)						122,8
Proventi da privatizzazioni	0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>QUADRO TENDENZIALE</b>						
Indebitamento netto	-2,6	-2,5	-2,1	-1,0	-0,3	-0,1
Saldo primario	1,5	1,5	1,7	2,6	3,3	3,5
Interessi	4,1	4,0	3,8	3,6	3,5	3,6
Indebitamento netto strutturale (2)	-0,2	-1,0	-1,4	-0,3	0,2	0,0
Variazione strutturale	0,2	-0,8	-0,4	1,1	0,5	-0,1
Debito pubblico (lordo sostegni) (3)	131,5	132,0	131,6	129,9	127,1	124,3
Debito pubblico (netto sostegni) (3)	128,0	128,5	128,2	126,6	123,9	121,2
<b>MEMO: DEF (aprile 2017), quadro programmatico</b>						
Indebitamento netto	-2,7	-2,4	-2,1	-1,2	-0,2	0,0
Saldo primario	1,5	1,5	1,7	2,5	3,5	3,8
Interessi	4,1	4,0	3,9	3,7	3,7	3,8
Indebitamento netto strutturale (2)	-0,5	-1,2	-1,5	-0,7	0,1	0,0
Variazione strutturale	0,3	-0,7	-0,3	0,8	0,8	-0,1
Debito pubblico (lordo sostegni) (5)	132,1	132,6	132,5	131,0	128,2	125,7
Debito pubblico (netto sostegni) (5)	128,5	129,1	129,1	127,7	125,0	122,6
<i>PIL nominale tendenziale (val. assoluti x 1.000)</i>	<i>1652,2</i>	<i>1680,5</i>	<i>1716,5</i>	<i>1768,7</i>	<i>1821,7</i>	<i>1876,6</i>
<i>PIL nominale programmatico (val. assoluti x 1.000)</i>	<i>1652,2</i>	<i>1680,5</i>	<i>1716,5</i>	<i>1770,3</i>	<i>1830,6</i>	<i>1893,3</i>

(1) Eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti.

(2) Al netto delle una tantum e della componente ciclica.

(3) Al lordo ovvero al netto delle quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UEM, bilaterali o attraverso l'EFSSF, e del contributo al capitale dell'ESM. A tutto il 2016 l'ammontare di tali quote è stato pari a circa 58,2 miliardi, di cui 43,9 miliardi per prestiti bilaterali e attraverso l'EFSSF e 14,3 miliardi per il programma ESM (cfr. Banca d'Italia, bollettino statistico 'Finanza pubblica: fabbisogno e debito' del 15 settembre 2017). I valori di consuntivo del 2015 e del 2016 tengono conto delle revisioni del PIL contenute nelle Tabelle allegate al comunicato stampa Istat "Conti economici nazionali del 2016" del 22 settembre 2017. Le stime considerano proventi da privatizzazioni e altri proventi finanziari pari allo 0,2 per cento nel 2017 e 0,3 per cento del PIL annuo nel periodo 2018-2020. Le stime scontano l'ipotesi di una riduzione delle giacenze di liquidità del MEF per circa 0,7 per cento del PIL nel 2017 e per oltre lo 0,1 per cento di PIL nel 2018 e nel 2019. Lo scenario dei tassi di interesse utilizzato per le stime si basa sulle previsioni implicite derivanti dai tassi forward sui titoli di Stato italiani del periodo di compilazione del presente documento.

Le stime programmatiche scontano l'ipotesi di una uscita graduale dalla Tesoreria Unica solo a partire dal 2021.

(4) Livello del rapporto debito/PIL che assicurerebbe l'osservanza della regola sulla base della dinamica prevista al 2020 (criterio *forward-looking*). Per ulteriori dettagli si veda il Paragrafo III.4.

(5) Al lordo ovvero al netto delle quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UEM, bilaterali o attraverso l'EFSSF, e del contributo al capitale dell'ESM. Le stime considerano proventi da privatizzazioni e ulteriori risparmi destinati al Fondo ammortamento pari allo 0,3 per cento del PIL negli anni 2017-2020.

## I.5 FATTORI DI RESILIENZA IN SCENARI DI RIALZO DEI TASSI

Percezioni riguardo alle prospettive politiche e di riforma dell'economia in Italia, e all'eventuale uscita della Banca Centrale Europea (BCE) dalla politica di *quantitative easing* (QE), hanno da tempo influenzato la valutazione dei mercati riguardo all'Italia. Infatti, sebbene i mercati finanziari italiani abbiano risposto positivamente alle misure del Governo riguardanti le banche, il BTP a dieci anni è attualmente scambiato ad un differenziale di rendimento di 160-165 punti base contro il Bund, mentre in fasi precedenti era arrivato a 100pb.

**FIGURA I.5: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TRA TITOLI DECENNALI ITALIANI E TEDESCHI (punti base)**



Fonte: Thomson, Reuters, Datastream

Per quanto riguarda i timori circa il futuro impatto della *exit strategy* della BCE, occorre ribadire che le previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica dei documenti ufficiali, inclusa la presente Nota di Aggiornamento, sono formulate sulla base degli attuali livelli di mercato. Per coloro che credono nell'efficienza dei mercati finanziari, i rendimenti di mercato scontano già tutte le informazioni attualmente a disposizione degli investitori. Inoltre, essendo la curva dei rendimenti italiana più ripida di quella tedesca (ed anche di quella dei tassi *swap* in euro), essa già incorpora una salita dei tassi ed un ampliamento dei differenziali contro Bund e *swap* nei prossimi tre anni.

Si può obiettare che il mercato potrebbe essere colpito in futuro da shock esogeni inattesi, o che la situazione politica post-elettorale potrebbe essere più complicata di quanto attualmente implicito nei corsi di mercato. Sebbene ciò non costituisca una base su cui ragionevolmente costruire la previsione, nel capitolo IV della presente Nota di Aggiornamento si riportano i risultati di una simulazione in cui lo *spread* sui titoli di stato salirebbe di duecento punti base rispetto agli attuali rendimenti a termine. Si dimostra che, grazie anche alla elevata vita media residua e alla durata finanziaria del debito pubblico (6,9 e 5,5 anni, rispettivamente), l'impatto di una crisi di fiducia di ragionevole durata sull'economia e sul rapporto debito/PIL sarebbe ampiamente gestibile.

Passando ai fattori di natura politica, l'attuale legislatura ha visto l'Italia ritornare alla crescita economica e intraprendere numerose e ampie riforme in campo economico e sociale, che non si sono arrestate e offrono una solida base di partenza per la prossima legislatura.

In conclusione, si ribadisce quanto scritto nel DEF di aprile: l'obiettivo del Governo è di innalzare il tasso di crescita del PIL verso un ritmo che consenta di recuperare il terreno perduto nel periodo 2009-2013 e di andare oltre. Gli sviluppi più recenti incoraggiano a ritenere che il Paese sia sulla buona strada. L'eventuale transizione nella politica monetaria europea non costituirà un fattore di rischio nella misura in cui l'Italia resterà agganciata al ciclo economico europeo e manterrà il giusto equilibrio fra consolidamento di bilancio e politiche per il futuro, ovvero la crescita, i giovani, l'ambiente e l'inclusione sociale.

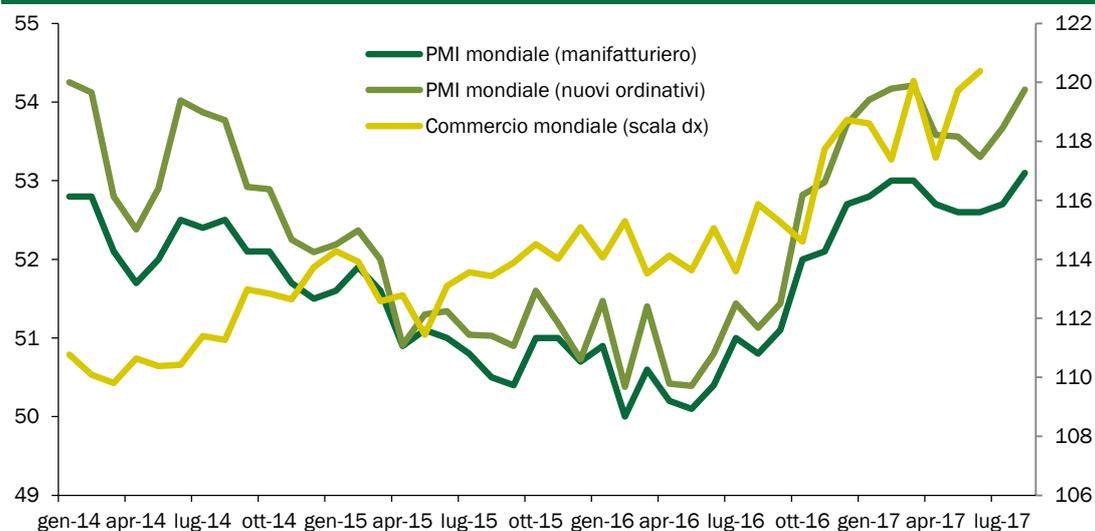
## II. QUADRO MACROECONOMICO

### II.1 LO SCENARIO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

La congiuntura economica del primo semestre del 2017 è stata positiva sia nei paesi emergenti sia nelle economie avanzate. Nel complesso, la crescita mondiale è diventata più diffusa e solida e il commercio internazionale ha accelerato trainato dalla ripresa dei mercati emergenti.

In base ai più recenti dati del *Central Planning Bureau* i primi sei mesi del 2017 hanno mostrato una buona dinamica degli scambi di merci (la crescita acquisita fino a giugno è del 3,9 per cento), con il commercio mondiale che a giugno ha registrato un ulteriore incremento congiunturale dello 0,5 per cento dopo il robusto 1,9 per cento del mese precedente. Le indicazioni fornite dagli indici PMI mondiali di agosto, inoltre, suggeriscono che il *trend* positivo della prima parte dell'anno proseguirà anche nel secondo semestre.

**FIGURA II.1: COMMERCIO MONDIALE E PMI (indici)**



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

L'economia statunitense sta nel complesso mantenendo un buon dinamismo nonostante una temporanea decelerazione all'inizio dell'anno. Nel secondo trimestre, il PIL è cresciuto del 3 per cento t/t annualizzato, dall'1,2 per cento del periodo precedente. La crescita è stata trainata prevalentemente dalla spesa per consumi delle famiglie e dagli investimenti fissi non residenziali, dalle esportazioni e dalle scorte mentre gli investimenti residenziali hanno fornito un contributo negativo. Nella riunione del FOMC di metà giugno la Fed ha alzato di 25 punti base il tasso di *policy* e la futura condotta di politica monetaria sarà

influenzata dall'andamento dei prezzi. I dati di agosto hanno segnalato un lieve rimbalzo dei prezzi al consumo, ma il tasso di inflazione tendenziale rimane al di sotto del 2 per cento sia per l'indice totale sia per quello *core*. Gli indicatori anticipatori e i dati a frequenza mensile suggeriscono che l'evoluzione dell'economia statunitense nei prossimi mesi si attesterà su ritmi di crescita analoghi a quelli del primo semestre. L'uragano Harvey che ha riguardato lo stato del Texas e i successivi disastri naturali che hanno coinvolto la Florida avranno probabilmente un impatto negativo sui dati economici, ma è prevedibile che si tratti di un fenomeno temporaneo, seguito da un rimbalzo. Le principali organizzazioni internazionali prevedono che la crescita media dell'economia USA sarà lievemente superiore nel 2018 rispetto a quest'anno. Per quanto riguarda la politica monetaria, la Fed nell'ultimo FOMC ha deciso di iniziare una graduale riduzione del suo portafoglio titoli e pare intenzionata a continuare una politica di lento aumento dei tassi ufficiali. Il mercato dei Fed Funds attualmente sconta che la Fed effettuerà al più due rialzi da qui a fine 2018.

La crescita dell'economia giapponese è prevista accelerare quest'anno, malgrado alcuni segnali di temporaneo indebolimento nei dati più recenti. Il range di previsione del PIL reale per il 2017 è compreso, per quanto riguarda le organizzazioni internazionali, fra l'1,6 e l'1,8 per cento, in salita dall'1,0 dell'anno scorso. E' attesa tuttavia una decelerazione nel 2018, con un tasso di crescita che alcuni previsori pongono anche al disotto dell'1,0 per cento data l'aspettativa di una restrizione fiscale. I tentativi della banca centrale di far ripartire l'inflazione non hanno ancora sortito gli effetti desiderati, anche a causa di una crescita salariale che rimane molto moderata malgrado il bassissimo tasso di disoccupazione. Le stime della Banca del Giappone sull'inflazione per l'anno che terminerà nel marzo 2018 sono state riviste al ribasso, all'1,1 per cento dall'1,4 per cento. Conseguentemente sono stati mantenuti invariati i tassi di interesse e si è allungato l'orizzonte temporale per il raggiungimento dell'obiettivo sull'inflazione.

L'economia cinese nella prima metà dell'anno ha continuato a mostrare una buona dinamica, nonostante le problematiche legate al settore bancario e a quello immobiliare. Il PIL del secondo trimestre è cresciuto più di quanto atteso (6,9 per cento a/a), confermando la dinamica del primo trimestre. I profitti delle imprese nei primi sette mesi dell'anno sono cresciuti del 42 per cento, in netta accelerazione rispetto al 2016, soprattutto grazie alle componenti dell'immobiliare e delle infrastrutture. Gli indicatori anticipatori suggeriscono un proseguimento della crescita nella seconda metà dell'anno con un ruolo particolarmente dinamico del settore dei servizi. Recentemente la Banca Centrale cinese ha rimosso parte delle misure varate nel 2015 per contenere la debolezza del cambio e frenare la fuga di capitali, onde aggiustare la politica monetaria alle mutate condizioni internazionali.

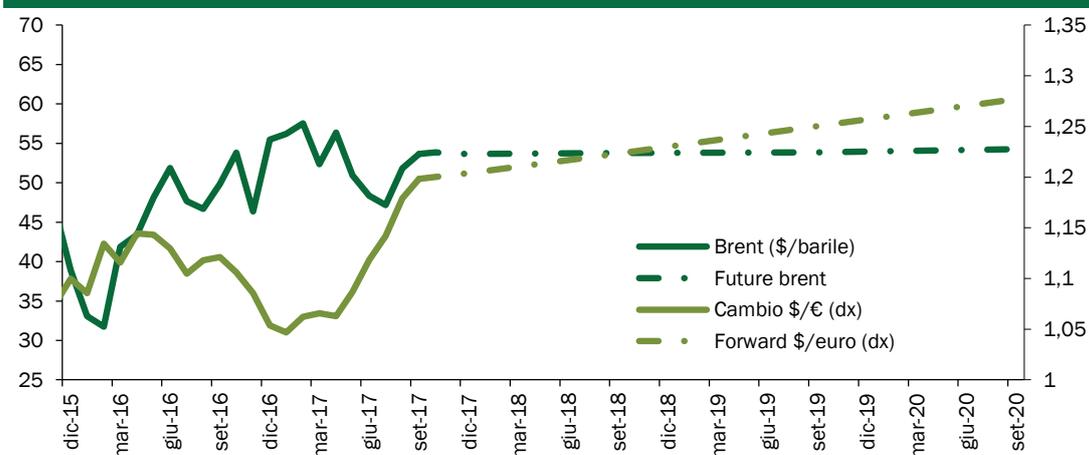
Nel secondo trimestre è proseguita la ripresa del PIL nell'Area dell'Euro, evidenziata sia dalle variazioni rispetto al trimestre precedente (0,6 per cento t/t dopo lo 0,5 per cento nei primi tre mesi dell'anno), sia dalle variazioni rispetto allo stesso periodo del 2016 (2,3 per cento a/a dopo il 2,0 per cento a/a del trimestre precedente). Il miglioramento congiunturale è stato dovuto principalmente al contributo dei consumi delle famiglie (0,3 punti percentuali) e degli investimenti fissi (0,2 punti percentuali); in termini tendenziali, invece,

oltre al contributo dei consumi delle famiglie (1,0 punti percentuali) e degli investimenti fissi (0,4 punti percentuali), va menzionato l'apporto del settore estero (0,4 punti percentuali). Dal dettaglio nazionale, pur in presenza di una crescita diffusa a tutti i paesi dell'area, si constata il permanere di una forte eterogeneità, con i paesi baltici, i Paesi Bassi e la Spagna caratterizzati da una maggiore dinamicità. Nel complesso, gli indicatori per l'Eurozona suggeriscono un ulteriore rafforzamento della crescita per i prossimi mesi.

Nelle sue previsioni più recenti, la Banca Centrale Europea (BCE) a settembre ha innalzato dall'1,9 al 2,2 per cento la stima del PIL per il 2017, ma continua ad anticipare una decelerazione nei prossimi due anni, all'1,8 per cento nel 2018 e all'1,7 per cento nel 2019. Nella nuova previsione della BCE, il ritmo di crescita delle esportazioni dell'Area euro rallenta nel 2018, per poi riprendere solo lievemente nel 2019. Anche gli investimenti risultano meno dinamici di quest'anno, soprattutto nel 2019. Il previsto rallentamento delle esportazioni è spiegato almeno in parte dall'apprezzamento dell'euro.

Nel frattempo, la linea prudente sinora adottata dalla BCE nel prospettare la possibilità di una graduale uscita dalla politica di accomodamento quantitativo (QE), fintanto che le condizioni economiche lo richiederanno, ha rassicurato i mercati. Sembrano inoltre essersi ridotti i timori circa gli effetti della Brexit. Infine, appare superato il rischio di un processo deflazionistico nell'area dell'euro. Il tasso di inflazione dell'area in agosto ha infatti raggiunto l'1,5 per cento, mentre l'indice *core* (che esclude alimentare ed energia) cresce dell'1,2 per cento in termini tendenziali. Poiché l'inflazione *core* si trovava allo 0,8 per cento a fine 2016, si può affermare che la crescita dei prezzi si stia muovendo nella direzione auspicata dalla banca centrale dato il suo obiettivo di portare l'inflazione stabilmente in prossimità del 2 per cento. Tuttavia, poiché l'impulso proveniente dai prezzi energetici rimane relativamente modesto e il tasso di cambio dell'euro si è notevolmente apprezzato, un'ulteriore salita dell'inflazione verso l'obiettivo non è affatto scontata, anzi, appare probabile che la crescita tendenziale dei prezzi rallenti a fine anno. La BCE stessa prevede attualmente un tasso medio di inflazione nel 2018 inferiore a quello di quest'anno (1,2 contro 1,5 per cento), pur con un tasso medio *core* che salirebbe all'1,3 per cento dall'1,1 di quest'anno.

**FIGURA II.2: TASSO DI CAMBIO DOLLARO/EURO E PREZZO DEL BRENT**



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg.

Sul fronte del mercato dei prodotti energetici, la serie di eventi naturali che ha colpito duramente zone ad alta attività di estrazione e raffinazione petrolifera della costa est del Nord America alimenta i timori di un calo sostanziale della produzione degli Stati Uniti, dopo mesi in cui si è a lungo discusso dell'eccesso di offerta sui mercati internazionali. Nel breve-medio periodo, tuttavia, la curva del *future* sul Brent lascia dedurre che le quotazioni resteranno sostanzialmente stabili intorno ai 55\$/b.

Per quanto riguarda il tasso di cambio dollaro/euro, la curva dei tassi *forward* suggerisce un moderato e costante apprezzamento dell'euro nel corso del prossimo triennio fino a superare 1,28 €/€ a fine 2020. L'ipotesi tecnica adottata nelle nuove previsioni di crescita per l'Italia prevede la costanza del livello dell'euro pari alla media dei dieci giorni lavorativi precedenti la *cut-off date* delle esogene internazionali.

Nell'insieme, il quadro internazionale sottostante la Nota di Aggiornamento è più favorevole rispetto a quello presentato del DEF (Tavola II.1). In particolare, rispetto alle tendenze del prossimo triennio, si rileva una revisione al rialzo della crescita ipotizzata per il commercio mondiale di 1,3 punti percentuali nel 2017 (al 4,7 per cento) e di 0,4 punti percentuali nel 2018 (al 3,9 per cento). Per il petrolio, si assume un prezzo medio annuo di 51,4 dollari al barile nel 2017, che salirebbe a 52,2 dollari al barile nel 2018, in entrambi i casi si ha una lieve revisione al ribasso rispetto alle ipotesi del DEF. Si assume, infine, un marginale apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro da 1,13 nel 2017 a 1,19 nel 2018<sup>1</sup>.

Tale apprezzamento potrà comportare un'attenuazione delle previsioni di crescita del prezzo del petrolio e dei prodotti raffinati espressi in euro, con effetti lievemente positivi sulla crescita del PIL reale nell'area dell'euro.

**TAVOLA II.1: SOGNE INTERNAZIONALI**

	2017		2018		2019-2020	
	DEF 2017	Nota Agg.	DEF 2017	Nota Agg.	DEF 2017	Nota Agg.
Commercio internazionale (variazioni percentuali)	3,4	4,7	3,5	3,9	3,8	3,9
Prezzo del petrolio (USD/barile, futures, Brent)	54,4	51,4	53,8	52,2	53,5	53,2
Cambio dollaro/euro	1,06	1,13	1,06	1,19	1,06	1,19

Per il periodo 2019-2020 sono riviste marginalmente al rialzo le previsioni per il commercio mondiale rispetto al DEF, sempre in linea con i principali previsori internazionali, mentre il prezzo del petrolio, sebbene previsto in graduale aumento nel biennio, si attesta su valori inferiori a quelli ipotizzati nel Documento di Economia e Finanza.

<sup>1</sup> Per il cambio dollaro/euro si fa riferimento all'ipotesi tecnica della media dei dieci giorni lavorativi terminanti il 31 agosto 2017. Per il prezzo del petrolio, si fa riferimento ai *futures* al 31 agosto.

Nel complesso, il rafforzamento del ciclo economico dei primi sei mesi del 2017 è stato supportato dal ridimensionamento del rischio politico europeo. Si sono, inoltre, attenuati i timori legati agli esiti del referendum sulla Brexit e delle elezioni americane. Le politiche monetarie caute e gradualiste hanno mitigato le tensioni sui mercati internazionali e le condizioni finanziarie mondiali sono migliorate.

Permangono alcuni rischi al ribasso rappresentati principalmente da crescenti tendenze protezionistiche e dalle numerose tensioni geopolitiche. A queste si sono aggiunti di recente gli effetti ancora non quantificabili dei numerosi disastri naturali e l'apprezzamento dell'euro. Il cambio euro dollaro ha infatti modificato il suo *trend* conseguentemente al rafforzamento della congiuntura europea e alle politiche annunciate dalla nuova amministrazione USA.

## II.2 L'ECONOMIA ITALIANA, RECENTI ANDAMENTI

A partire dalla fine del 2016, l'economia italiana ha mostrato una accelerazione più spiccata rispetto alle previsioni formulate in occasione della pubblicazione del DEF di aprile. Le stime ISTAT per il primo trimestre, che inizialmente indicavano una crescita moderata, hanno infatti subito una revisione al rialzo in giugno (a 0,44 per cento t/t da 0,24 per cento t/t) e gli ultimi dati trimestrali confermano una crescita del PIL a ritmi soddisfacenti anche nel secondo trimestre. Inoltre, le modifiche apportate al profilo di crescita del 2016 hanno migliorato l'effetto trascinamento sul 2017. La variazione acquisita al secondo trimestre è pari all'1,2 per cento. La dinamica del PIL è stata sostenuta dalla domanda interna, incluse le scorte, con andamenti divergenti tra le componenti, mentre la domanda estera netta ha fornito un contributo lievemente positivo nel primo e nullo nel secondo trimestre.

I dati relativi ai primi sei mesi dell'anno confermano la dinamica di crescita dei consumi privati, nonostante il rallentamento registrato nel secondo trimestre. Tra le categorie di consumo è proseguita l'espansione dei servizi (che pesano più del 50 per cento del totale) mentre nel secondo trimestre la spesa per le varie tipologie di beni ha subito una battuta d'arresto.

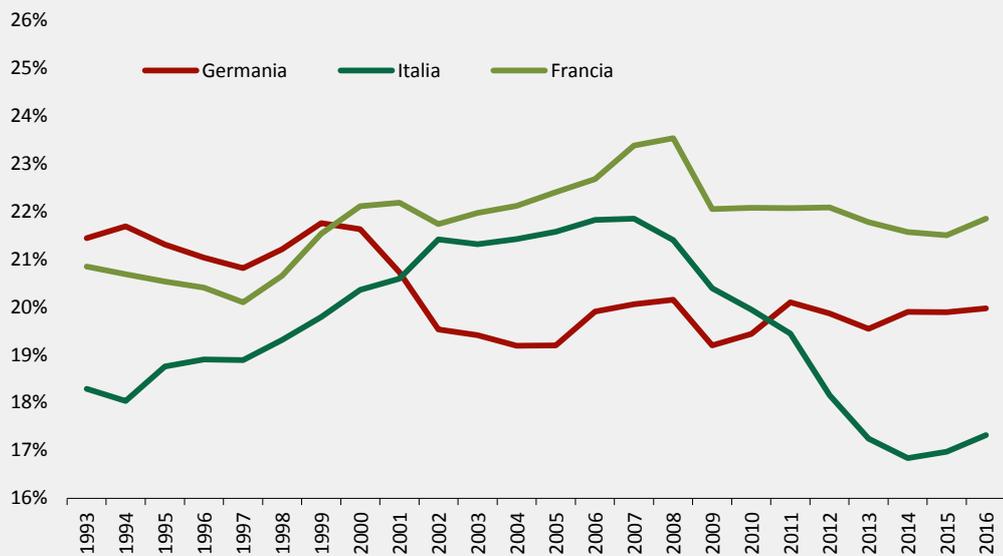
Gli investimenti in macchinari sono stati oggetto di una revisione sostanziale a partire dal 2016 e, secondo i più recenti dati trimestrali, paiono aver decelerato nel primo semestre di quest'anno. Tuttavia, questo rallentamento è probabilmente temporaneo alla luce di una serie di evidenze che mostrano una notevole salita degli ordinativi e delle aspettative di produzione di beni capitali (cfr. il riquadro *L'andamento degli investimenti fissi lordi nella prima metà del 2017*).

Inoltre, le indagini presso le imprese mostrano tendenze positive sia per i piani di investimento complessivi sia per gli ordinativi domestici e le importazioni di beni strumentali, segno di una risposta positiva alle misure di incentivazione agli investimenti adottate dal Governo tramite le ultime leggi di bilancio. Per quanto riguarda gli investimenti in mezzi di trasporto, questi hanno proseguito su un sentiero di crescita sostenuta mentre quelli relativi al settore delle costruzioni progrediscono più lentamente.

### L'andamento degli investimenti fissi lordi nella prima metà del 2017

Gli investimenti fissi lordi hanno subito una forte caduta durante la lunga recessione attraversata dall'economia italiana nel periodo 2008-2009 e 2011-2013, scendendo dal 21,8 per cento del PIL nel 2006-2007 ad un minimo di 16,8 per cento nel 2014, anche a causa di una forte contrazione della componente pubblica. Negli ultimi due anni il rapporto tra investimenti fissi lordi (IFL) e PIL ha recuperato, salendo al 17,3 per cento nel 2016. Tale rapporto rimane tuttavia molto al di sotto della media dell'Area dell'Euro (20,4 per cento nel 2016) e dei valori registrati nello stesso anno da Germania e Francia (20,0 e 21,8 per cento, rispettivamente).

#### INVESTIMENTI FISSI LORDI (in % del PIL)



Fonte: AMECO online.

La ripresa dell'accumulazione di capitale è essenziale per rafforzare la crescita dell'economia italiana, non solo perché gli investimenti sono una componente della domanda aggregata, ma anche perché nuovi beni capitali ed infrastrutture consentono di incrementare la produttività e la competitività dell'economia. Se nel corso del prossimo quinquennio il tasso di investimento raggiungesse quantomeno la media europea, ciò assicurerebbe con alta probabilità un tasso medio di crescita dell'economia superiore a quello registrato nell'ultimo anno e pari ad almeno il due per cento in termini reali.

Il Governo ha negli ultimi anni introdotto misure volte a rinvigorire sia gli investimenti privati, sia quelli pubblici. I risultati sono incoraggianti, giacché nel complesso gli IFL, dopo essersi contratti del 2,3 per cento nel 2014, sono cresciuti dell'1,9 per cento nel 2015 e del 2,8 per cento nel 2016 in termini reali. I dati di contabilità nazionale trimestrale per la prima metà dell'anno in corso mostrano tuttavia una crescita media tendenziale degli IFL del 2,3 per cento, inferiore alla previsione formulata nel DEF 2017 per l'anno nel complesso (3,7 per cento). Mentre gli investimenti in mezzi di trasporto appaiono ancora in crescita molto superiore alle previsioni nel primo semestre (38,1 per cento tendenziale), la componente dei macchinari, attrezzature, ricerca e sviluppo e altri beni immateriali si contrae dell'1,4 per cento e le costruzioni crescono dell'1,5 per cento – in entrambi i casi al di sotto delle aspettative.