

Nel Capitolo III del presente documento si presentano stime alternative che suggeriscono un livello dell'*output gap* più ampio rispetto a quello stimato secondo l'approccio adottato dalla Commissione Europea. Queste valutazioni paiono più coerenti con l'andamento effettivo di crescita, occupazione e inflazione nell'economia italiana. Tali stime indicano che l'Italia si porterebbe in prossimità del pareggio di bilancio già nel 2018 e non sarebbe necessario operare un'ulteriore significativa restrizione nell'ultimo anno del periodo, il 2019. Il Governo continuerà ad adoperarsi nelle opportune sedi europee affinché le metodologie di calcolo del prodotto potenziale siano modificate e producano stime più realistiche. Ciò anche al fine di evitare politiche fiscali che ostacolino il ritorno dell'economia europea a un sentiero di crescita sostenuto e più omogeneo fra i paesi membri dell'Area dell'Euro.

Le stime più aggiornate pongono l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche per il 2016 al 2,4 per cento del PIL, in aumento di un decimo rispetto al 2,3 per cento previsto nel DEF, a causa della revisione al ribasso della crescita del PIL reale di quest'anno, ma sostanzialmente in linea con la Legge di Stabilità 2016.

L'obiettivo di indebitamento per il 2017 sale dall'1,8 del DEF al 2,0 per cento del PIL, il che implica un indebitamento strutturale dell'1,2 per cento, invariato rispetto al livello stimato per quest'anno. Infatti, l'indebitamento netto tendenziale 2017 è rivisto dall'1,4 del DEF all'1,6 per cento del PIL in conseguenza del peggioramento del quadro macroeconomico. Nella costruzione del quadro programmatico di finanza pubblica, a questa cifra devono essere aggiunti 0,9 punti percentuali di PIL di clausole di salvaguardia che il Governo conferma di voler disattivare. Inoltre, il Governo intende attuare misure programmatiche per la crescita e lo sviluppo economico e sociale, fra cui incentivi agli investimenti, all'innovazione, alla ricerca e sviluppo; supporto alle piccole e medie imprese; maggiori investimenti pubblici; iniziative di sostegno alla famiglia e alle pensioni più basse.

Il nuovo obiettivo di indebitamento richiede pertanto una manovra per il 2017 pari allo 0,5 per cento del PIL, da dettagliare nella Legge di Bilancio. La manovra di finanza pubblica per il 2017 si baserà sia su nuove misure di riduzione strutturale della spesa corrente, sia su misure volte a recuperare base imponibile e ad accrescere la fedeltà fiscale.

Il Governo intende inoltre attuare ulteriori misure volte a mettere in sicurezza il territorio, il patrimonio abitativo e le infrastrutture scolastiche, nonché a gestire il fenomeno migratorio. Il pacchetto di misure per le emergenze costituisce una priorità economica e sociale per il Paese. Esso verrà dettagliato nella Legge di Bilancio 2017.

In considerazione delle pressanti necessità che il Paese deve fronteggiare, l'indebitamento netto per il 2017 potrebbe essere innalzato fino a un massimo dello 0,4 per cento del PIL. Gli eventuali effetti di stimolo all'attività economica non sono stati inclusi nel quadro macroeconomico programmatico. La crescita effettiva dell'economia italiana nel 2017 e negli anni seguenti potrebbe pertanto eccedere la previsione prudenziale riportata nel presente documento.

Per il biennio 2018-2019, l'andamento dell'indebitamento netto è previsto in forte discesa (-1,2 per cento del PIL nel 2018 e -0,2 per cento nel 2019). Il saldo strutturale programmatico migliorerebbe al -0,7 per cento del PIL nel 2018 e al -0,2 per cento nel 2019.

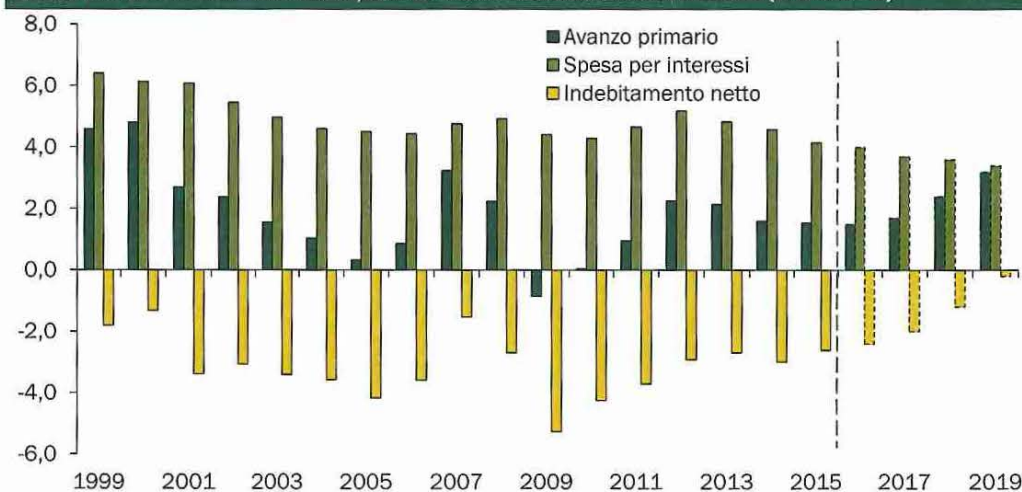
Per quanto riguarda le privatizzazioni, le entrate previste per quest'anno vengono riviste al ribasso, dallo 0,5 allo 0,1 per cento del PIL. Il Governo ha attuato la prevista dismissione del 46,6 per cento di ENAV e ulteriori entrate provverranno da dismissioni immobiliari. Resta ferma l'intenzione di proseguire il processo di privatizzazione, compatibilmente con le condizioni di mercato. Si mantengono le previsioni di introiti da privatizzazioni per i prossimi tre anni.

I dati di contabilità nazionale annuale rilasciati dall'ISTAT il 23 settembre, rivedendo al rialzo il livello del PIL nominale, hanno ridotto il rapporto debito/PIL a fine 2015 dal 132,7 al 132,3 per cento. La proiezione del debito pubblico per il 2016 viene tuttavia rivista al rialzo rispetto al DEF, dal 132,4 al 132,8 per cento, a causa della minore crescita del PIL nominale ora stimata e dei minori proventi da privatizzazioni. In parziale compensazione di questi fattori, nel 2016 la spesa per interessi è stata lievemente rivista al ribasso rispetto al DEF e l'effettuazione di emissioni sopra la pari ha prodotto una riduzione di debito pari a circa lo 0,1 per cento del PIL.

Il rapporto debito/PIL è previsto in discesa durante il triennio 2017-2019, scendendo al 126,6 per cento nell'anno finale della previsione secondo lo scenario programmatico. Il Governo mantiene fermo il proprio impegno a perseguire una riduzione più accentuata del debito pubblico in rapporto al PIL nel medio e lungo termine, in funzione non solo di surplus primari più elevati ma anche di un ritorno a più elevati tassi di crescita del PIL nominale. Nello scenario programmatico della presente Nota di Aggiornamento, la crescita nominale del PIL salirebbe al disopra del costo medio di finanziamento a partire dal 2018, e ciò accelererebbe notevolmente la discesa del rapporto debito/PIL².

Nel pieno rispetto dei regolamenti europei, le previsioni macroeconomiche di questa Nota di Aggiornamento sono sottoposte alla validazione dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio (UPB), l'istituzione fiscale indipendente creata in seno al Parlamento nel 2012 e divenuta pienamente operativa nella seconda metà del 2014. Lo scenario macroeconomico tendenziale per il 2016 e 2017 ha ottenuto la validazione dell'UPB.

² Il costo del finanziamento all'emissione è già sceso sotto il tasso di crescita nominale del PIL nel 2015 (0,7 per cento contro 1,4 per cento di crescita). Il costo medio di finanziamento delle Amministrazioni pubbliche è tuttavia risultato pari al 3,2 per cento a motivo dei rendimenti più elevati a cui si emise in passato.

FIGURA I.3: INDEBITAMENTO NETTO, SALDO PRIMARIO E INTERESSI PASSIVI (in % del PIL)

Fonte: ISTAT. Dal 2016 obiettivi programmatici NdA DEF.

In ottemperanza alle norme della legge di contabilità e finanza pubblica sui contenuti obbligatori della Nota di Aggiornamento del DEF, il saldo netto da finanziare programmatico del bilancio dello Stato in termini di competenza è determinato nel limite massimo di -40,5 miliardi nel 2017 (in coerenza con un obiettivo di indebitamento netto massimo del 2,4 per cento), -28,1 miliardi nel 2018 e -9,7 miliardi nel 2019. Il corrispondente saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato in termini di cassa è determinato nel limite massimo di -103,9 miliardi nel 2017, -78,3 miliardi nel 2018 e -58,1 miliardi nel 2019.

A completamento della manovra di bilancio 2017-2019, il Governo conferma, quali collegati alla decisione di bilancio, i disegni di legge già indicati nei precedenti documenti programmatici.

PAGINA BIANCA

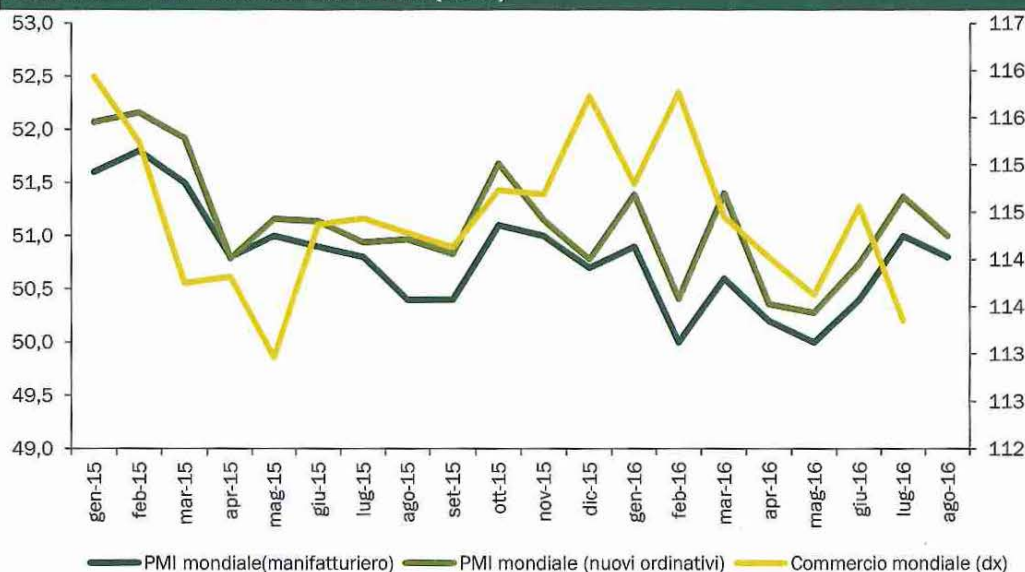
II. QUADRO MACROECONOMICO

II.1 LO SCENARIO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

La congiuntura europea ed internazionale si è indebolita a partire dai mesi primaverili nonostante l'attenuazione delle tensioni sui mercati finanziari e la riduzione della volatilità sui prezzi delle materie prime. La fase di bassa crescita del secondo trimestre appare ancora connessa con la stagnazione del commercio mondiale. La crescita delle importazioni delle economie asiatiche ha continuato a decelerare e mentre è proseguita la crisi in alcuni paesi produttori di *commodity*, in altri (ad esempio la Russia) sembrano esserci segnali di miglioramento. Gli indicatori congiunturali non forniscono segnali di rafforzamento ciclico ed il consolidamento della crescita mondiale resta prevalentemente legato alle politiche monetarie espansive; nel frattempo è aumentata l'attenzione sul ruolo delle politiche fiscali. L'economia globale, come prospettato dai principali previsori internazionali, difficilmente accelererà nella seconda parte del 2016.

L'andamento del commercio mondiale nella prima metà del 2016 è stato contraddistinto da una tendenza negativa. Secondo i più recenti dati del CPB olandese, a luglio gli scambi internazionali di beni in volume hanno registrato un decremento congiunturale (-1,1 per cento m/m, dopo l'aumento di giugno), più pronunciato per i paesi emergenti (-2,0 per cento m/m) rispetto alle economie avanzate (-0,5 per cento m/m); per l'Area dell'Euro la variazione risulta stabile.

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



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Di conseguenza, l'acquisito per i primi sette mesi dell'anno è pari al -0,2 per cento, il che lascia presumere che il 2016 potrebbe registrare una variazione del commercio globale al di sotto dell'1,0 per cento, decisamente inferiore alla media di lungo periodo. Un tale risultato confermerebbe la presenza di un'elasticità del commercio mondiale al PIL scesa, da alcuni anni, a valori inferiori all'unità. Si nota qualche segnale di possibile ripresa; in agosto, il PMI mondiale ha registrato il secondo miglioramento consecutivo; se questa tendenza dovesse proseguire si potrebbe assistere a una graduale ripresa del commercio a cavallo del nuovo anno.

Negli Stati Uniti, dopo un primo trimestre a 0,8 per cento congiunturale annualizzato, la crescita del PIL nel secondo trimestre è lievemente accelerata (1,1 per cento). L'economia è stata trainata principalmente dalle esportazioni e dai consumi delle famiglie, mentre la domanda aggregata è stata frenata dalle importazioni, dagli investimenti e dalle scorte. La crescita dell'economia statunitense è attesa proseguire nei prossimi mesi a ritmi moderati. Il mercato del lavoro è vicino al pieno impiego, con un tasso di disoccupazione al 4,9 per cento, mentre continuano la riduzione delle risorse inutilizzate e il graduale rialzo dei salari. Con questo quadro interno, e tenendo conto delle incertezze che caratterizzano lo scenario internazionale, le aspettative dei mercati si sono riorientate verso rialzi di tassi contenuti che in ogni caso non si verificherebbero prima delle elezioni presidenziali di novembre.

In Giappone, le attese di un incremento del PIL nel secondo trimestre sono state deluse dai dati ufficiali: la crescita congiunturale ha segnato il passo dopo lo 0,5 per cento dei primi tre mesi dell'anno. Gli investimenti residenziali, favoriti dai tassi di interesse negativi, gli investimenti pubblici e i consumi privati sono stati i principali fattori della crescita. Le esportazioni e gli investimenti privati non residenziali hanno invece mostrato un andamento negativo. Nel periodo più recente, la produzione industriale ha rallentato, ma le stime per i mesi estivi e autunnali sono più incoraggianti. Anche le notizie relative al mercato del lavoro sono positive: gli ultimi dati disponibili (luglio) segnalano, infatti, che il tasso di disoccupazione è sceso al minimo dell'ultimo ventennio (3 per cento). Ciò si è riflesso parzialmente nella spesa delle famiglie che, sebbene ancora in diminuzione su base annua è migliorata più di quanto atteso rispetto a giugno. L'apprezzamento dello yen occorso a partire dai mesi estivi e la stagnazione della crescita si sono tradotti in un'inversione di tendenza dell'inflazione *core*, che è tornata a scendere. La politica monetaria espansiva si è sinora dimostrata insufficiente a sostenere crescita e inflazione. La politica fiscale torna quindi ad essere centrale per il 2016-2017 ma resta incerto se riuscirà ad avere effetti duraturi sull'accelerazione della crescita.

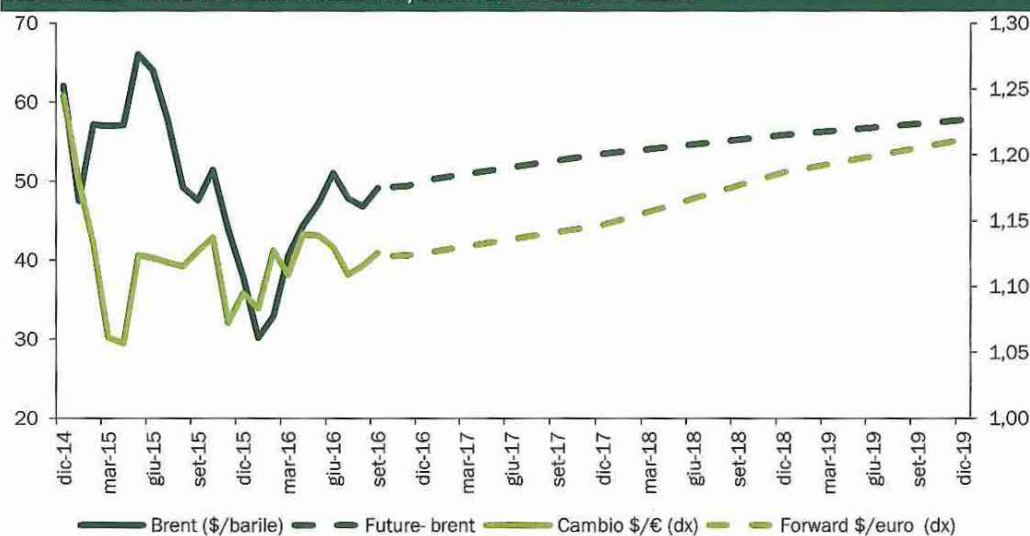
Nell'economia cinese continua la transizione verso un sistema economico maggiormente basato sui servizi e sui consumi; la decelerazione in atto anche negli ultimi dati trimestrali sarebbe coerente, come sostiene il Fondo Monetario Internazionale (FMI), con tale processo. Permane la debolezza della domanda estera: le esportazioni ad agosto sono diminuite per il nono mese consecutivo, il che ha influito negativamente sul mercato del lavoro, inducendo le imprese a posticipare le nuove assunzioni. In ogni modo, secondo il governo nazionale gli attuali ritmi di crescita sarebbero adeguati a raggiungere l'obiettivo stimato per il 2016. Per la seconda parte dell'anno le prospettive sembrano più incoraggianti: nei mesi estivi è infatti tornata ad espandersi la produzione del manifatturiero che ad agosto ha accelerato al ritmo più sostenuto degli ultimi due anni, anche se la

crescita del settore rimane inferiore rispetto ai tassi di espansione registrati nell'ultimo ventennio.

Il PIL nell'Area dell'Euro ha mostrato una decelerazione nel secondo trimestre (0,35 per cento t/t dopo lo 0,6 per cento nei primi tre mesi dell'anno); il rallentamento era in buona parte atteso. I timori che nell'immediato la ripresa possa essere compromessa dalla debolezza dei mercati finanziari (legata anche alla *Brexit*) si sono ridimensionati. Pur restando ancora possibili impatti su esportazioni e investimenti dell'area, i fondamentali dell'economia e la domanda interna dovrebbero sostenere la stabilizzazione della ripresa. Dal dettaglio nazionale, emerge ancora una volta un quadro eterogeneo con l'ampliarsi del rischio di ulteriori divergenze internamente all'Area dell'Euro. La Spagna e la Germania sono i paesi con le economie più dinamiche, sebbene anch'esse in rallentamento. I più recenti dati di produzione industriale, infatti, segnalano un indebolimento anche in Germania. Nel complesso, gli indicatori per l'Eurozona suggeriscono un'ulteriore moderazione della crescita per i prossimi mesi. Le nuove previsioni dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e della Banca Centrale Europea (BCE) sono caratterizzate da lievi revisioni al ribasso.

La situazione economica continua a essere monitorata dalla BCE. La decelerazione prefigurata dai principali indicatori congiunturali potrebbe indurre ulteriori interventi espansivi di politica monetaria, che dovranno comunque essere soppesati rispetto al rischio di aumentare le distorsioni connesse ad un eccesso di liquidità nel sistema. A dicembre sono attese decisioni e chiarimenti rilevanti circa il comportamento della politica di *Quantitative Easing* (QE) in vista della scadenza di marzo 2017.

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



Fonte: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg.

Il permanere di un eccesso di offerta di petrolio sui mercati internazionali nel presente e nel breve medio periodo spingono a ritenere che le quotazioni del Brent si avvicineranno ai 60\$/b, come attesta la corrispettiva curva dei tassi *future*. Per quanto riguarda il tasso di cambio dollaro/euro, la crescita meno forte

del previsto dell'economia americana e l'atteggiamento più cauto adottato dalla Fed nell'aumento del tasso di *policy*, hanno portato a una certa stabilità nel rapporto tra le due valute. La curva dei tassi *forward* suggerisce un leggero apprezzamento dell'euro nel corso del prossimo anno (1,14 €/£), arrivando ad un valore di 1,21 a fine periodo. L'ipotesi tecnica adottata alla base delle 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 leggermente meno favorevole rispetto a quello del DEF (Tavola II.1). In particolare, rispetto alle tendenze del prossimo triennio, si rileva una revisione al ribasso della crescita ipotizzata per il commercio mondiale di 0,9 punti percentuali nel 2016 (al 2,1 per cento) e di 1,2 punti percentuali nel 2017 (al 2,6 per cento). Tuttavia, la revisione per la domanda mondiale pesata per l'Italia è decisamente inferiore.

TAVOLA II.1: ESOGENE INTERNAZIONALI

	2016		2017		2018-2019	
	DEF 2016	Nota Agg.	DEF 2016	Nota Agg.	DEF 2016	Nota Agg.
Commercio internazionale (variazioni percentuali)	3,0	2,1	3,8	2,6	4,7	3,8
Prezzo del petrolio (USD/barile, futures, Brent)	39,4	46,6	45,7	52,5	48,9	56,1
Cambio dollaro/euro	1,10	1,12	1,09	1,13	1,09	1,13

Per il petrolio, si assume un prezzo medio annuo di 46,6 dollari al barile nel 2016, che salirebbe a 52,5 dollari al barile nel 2017. Si ipotizza, infine, un marginale apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro a 1,12 nel 2016 e nel 2017 (a 1,13)¹. Anche le previsioni per il periodo 2018-2019 sono riviste al ribasso per il commercio mondiale in linea con i principali previsori internazionali mentre si segnala un graduale incremento del prezzo del petrolio.

I rischi associati allo scenario internazionale sono ancora prevalentemente al ribasso. La ripresa economica fragile, i bassi tassi di inflazione nei paesi industrializzati e l'incerta dinamica dei mercati emergenti, nonostante una certa stabilizzazione della crescita cinese, continuano a rappresentare fattori di rischio. A questi si aggiungono le tensioni geopolitiche accentuate dai recenti avvenimenti nei mesi estivi e il rischio che, cessata la spinta propulsiva dei bassi prezzi delle *commodity*, la congiuntura internazionale registri nei prossimi mesi un'ulteriore decelerazione. Pesano sulle aspettative anche gli imminenti incerti risultati delle elezioni negli Stati Uniti e gli effetti di medio termine di difficile quantificazione della *Brexit*.

Sul fronte dei rischi positivi si collocano invece i possibili effetti espansivi sull'import dei paesi emergenti di una ripresa delle quotazioni delle *commodity*; un ruolo favorevole giocherebbero gli effetti 'inflattivi' su crescita e prezzi, la stabilizzazione dei mercati finanziari e l'allentamento delle condizioni del credito.

¹ Per il cambio dollaro/euro si fa riferimento all'ipotesi tecnica della media dei dieci giorni lavorativi terminanti il 31 agosto 2016. Per il prezzo del petrolio, si fa riferimento ai *futures* al 31 agosto.

Una crescita economica maggiore del previsto porterebbe ad una riduzione dei tassi di indebitamento e all'avvio di un ciclo positivo.

FOCUS

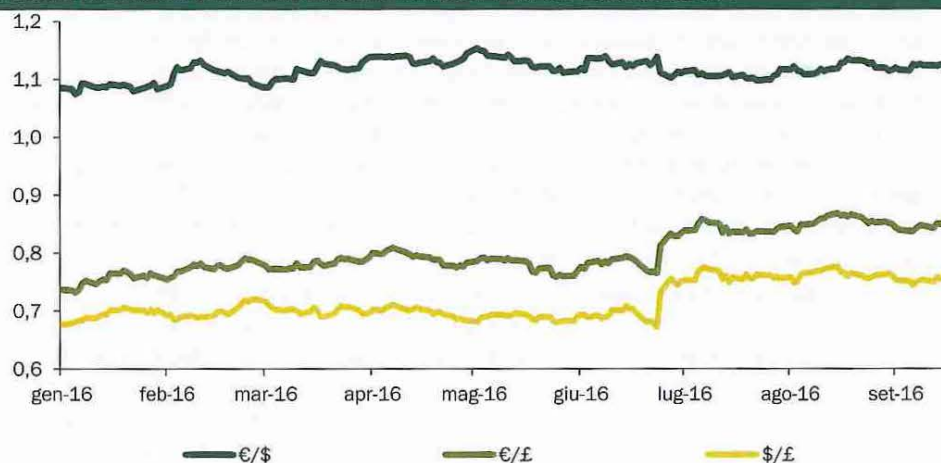
Un'analisi preliminare degli effetti dell'uscita del Regno Unito dall'UE

Nello scenario internazionale, l'evento più inatteso degli ultimi mesi è stato senz'altro l'esito del voto britannico che ha sancito l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea (UE). A tre mesi di distanza, la cosiddetta *Brexit* si continua a qualificare come un fenomeno in divenire, la struttura delle relazioni di lungo termine tra Regno Unito e UE e la misura in cui gli scambi finanziari e commerciali ne risulteranno influenzati saranno molto probabilmente chiare solo tra alcuni anni. Agli effetti destabilizzanti del referendum, si aggiunge l'aumento dell'incertezza generato sugli orientamenti politici degli altri paesi europei e sulla loro propensione ad assumere in futuro indirizzi maggiormente protezionistici e nazionalisti. Sebbene la reazione dei mercati finanziari allo *shock* iniziale sia stata ordinata, l'impatto ultimo della scelta britannica rimane poco chiaro.

Le analisi antecedenti al referendum inglese stimavano che gli effetti della *Brexit* si sarebbero trasmessi attraverso molteplici canali all'UE e a livello globale. L'intensità dell'effetto, inoltre, si sarebbe modificata in base all'orizzonte temporale considerato (i.e. effetti di breve e di medio-lungo termine). I principali canali di trasmissione evidenziati dalle varie analisi erano i seguenti: i) commerciale, ii) finanziario e iii) 'politico' legato alla forte incertezza generata sul futuro dell'Unione Europea e del mercato unico.

Effetti di breve. Gli *effetti* immediati *one shot* hanno riguardato in misura maggiore i mercati. Il canale finanziario, infatti, ha coinvolto principalmente la dinamica del cambio, dei corsi azionari e dei tassi di interesse a livello internazionale. Dopo un primo periodo di elevata volatilità, segnato da un prevedibile effetto di *flight to quality*, da un aumento degli *spread* dei paesi periferici e da tensioni sui mercati borsistici, il quadro finanziario sembra essersi stabilizzato. Per ciò che riguarda il tasso di cambio (Figura R.1), dopo un iniziale deprezzamento della sterlina di quasi il 10 per cento nei confronti delle principali valute, il cambio si è sostanzialmente stabilizzato intorno ai valori di inizio luglio.

FIGURA R.1: TASSO DI CAMBIO TRA LE PRINCIPALI VALUTE E LA STERLINA



Fonte: Bloomberg.

Le quotazioni degli asset finanziari nelle piazze di Londra e di *Wall Street* hanno in buona parte recuperato lo *shock* del referendum; per ciò che riguarda gli Stati Uniti, il principale listino azionario ha addirittura toccato un massimo storico ad agosto. Fanno eccezione le azioni del comparto bancario-finanziario, penalizzate dalle aspettative sull'indebolimento della profittabilità del settore anche alla luce di cambiamenti della regolamentazione.

La Tavola R.1 riporta le variazioni percentuali dei principali indici azionari e *commodities* rispetto al 23 giugno, prima della diffusione dei risultati referendum. Il FTSE MIB e l'EUROSTOXX50, frenati dal settore bancario-finanziario e assicurativo, a fine settembre sono rimasti ancora al di sotto del livello pre-referendum pur avendo assorbito gradualmente il calo iniziale. Lo S&P500 e il FTSE100 hanno più che compensato le iniziali perdite. L'oro, si è confermato il principale bene rifugio, mentre il petrolio dal referendum a fine settembre ha subito il clima di incertezza, appesantito dalla nota questione sull'eccesso di scorte.

TAVOLA R.1: VARIAZIONI PERCENTUALI DEI PRINCIPALI INDICI AZIONARI E COMMODITIES

	FTSE MIB	EUROSTOXX50	S&P500	FTSE 100	Petrolio	Oro
Ad un giorno dal referendum (24 giugno - 23 giugno)	-12,5	-8,6	-3,6	-3,1	-4,9	4,7
Ad un mese dal referendum (25 luglio - 23 giugno)	-7,1	-2,1	2,6	5,9	-13,1	4,7
A due mesi dal referendum (23 agosto - 23 giugno)	-6,6	-1,5	2,8	7,9	-4,0	6,4
A tre mesi dal referendum (16 settembre - 23 giugno)	-9,9	-3,4	1,2	5,9	-12,6	4,3

Fonte: Bloomberg.

A seguito di *Brexit*, la *Bank of England* (BoE) ha tagliato i tassi di *policy*, rafforzato il QE e intrapreso una serie di misure ulteriori per supportare la fiducia dei mercati. I premi al rischio si sono ridotti, a metà settembre il rendimento sui Gilts a 10 anni è sceso di 50 punti base rispetto allo scorso giugno 2016. Lo *spread* del BTP contro il Bund a 10 anni si è ridotto da 162 punti base dello scorso 27 giugno, prima dei risultati del referendum, a fino ad un minimo di 113 punti base a metà agosto, per poi risalire a 128 punti base di recente.

Inoltre, all'attenzione degli analisti finanziari ci sono anche le recenti tensioni sul mercato immobiliare britannico. Nei giorni immediatamente successivi all'esito del referendum, sette grandi fondi di investimento attivi nel settore hanno dapprima sospeso i rimborsi, salvo poi riprendere gradualmente i pagamenti ai clienti in uscita. Un rallentamento del settore potrebbe ragionevolmente dar luogo ad una caduta dei prezzi, ad una riduzione delle concessioni di mutui ipotecari e ad un aumento dei mutui in sofferenza. D'altra parte per quanto riguarda i principali centri urbani, come Londra, gli analisti si attendono che un deprezzamento della sterlina possa portare ad un rinnovato interesse degli investitori esteri. Nel complesso, si può ipotizzare un indebolimento del mercato degli immobili commerciali e residenziali, ma la sua entità dipenderà in larga misura da modalità e tempistica dell'uscita della Gran Bretagna dalla UE.

Per quel che riguarda il **canale commerciale**, nel breve periodo, l'impatto maggiore sarebbe potuto derivare dalla prevedibile contrazione delle importazioni britanniche legata ad una possibile recessione economica e dall'andamento del cambio. Tuttavia, a consuntivo degli ultimi tre mesi, la reazione dell'economia al referendum sulla *Brexit* è stata migliore delle attese. Gli effetti sui flussi commerciali sono stati marginali e accompagnati da un moderato ulteriore deprezzamento della sterlina. Il mercato del lavoro si è mostrato resiliente, il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al 4,9 per cento, il valore più basso da settembre 2005, e le prime indicazioni sui consumi privati hanno registrato oscillazioni solo parzialmente legate all'impatto del voto sulla fiducia delle famiglie. A luglio, l'andamento della produzione manifatturiera ha confermato il proseguimento della crescita del secondo trimestre. Le indagini congiunturali, che il mese precedente avevano risentito dell'impatto mediatico della *Brexit*, ad agosto sono tornate ai livelli antecedenti al referendum.

Il moderato effetto di breve termine è stato favorito da tre fattori: i) la fase di incertezza politica è stata ridotta al minimo (la crisi di Governo è stata risolta rapidamente), ii) il nuovo

Governo ha manifestato un atteggiamento attendista (contrariamente alle aspettative che ciò avrebbe avuto effetti negativi prolungando l'incertezza, questo orientamento ha ridotto la volatilità delle attese, suggerendo che ci sarebbe stata una transizione graduale e non un cambiamento repentino), iii) la reazione di politica economica tesa a contrastare l'impatto negativo sulla domanda è stata coerente (taglio dei tassi ufficiali, ripresa degli acquisti di titoli di stato ed eliminazione delle politiche di bilancio restrittive annunciate dal governo Cameron).

Effetti di medio lungo termine. Gli effetti per l'economia italiana, attraverso il canale commerciale, dipenderanno in parte da come si assesteranno gli equilibri di scambio con l'Unione. Nel medio periodo, si potrebbe verificare una riduzione nei flussi di commercio di beni e servizi la cui entità nel tempo può variare a seconda degli accordi di interscambio messi in atto tra Regno Unito e UE (e con il 'resto del mondo'). Rimangono indeterminati gli effetti di medio termine sugli investimenti diretti per l'incertezza normativa e il possibile aumento delle barriere commerciali e finanziarie che si verificherà nei prossimi anni. Si deve sottolineare che l'UE rimarrà il mercato più ampio del mondo e il maggiore *trading partner* del Regno Unito.

La *Brexit* avrà degli effetti dinamici e le relazioni di lungo termine tra Regno Unito e UE saranno indeterminate per un lungo periodo. Il voto non è stato solo il sintomo dell'attenuazione del *consensus* sui benefici dell'integrazione economica in periodi protratti di bassa crescita ma potrebbe catalizzare spinte protezionistiche anche negli altri paesi dell'Unione. Nonostante questi rischi gli accordi tra UE e Regno Unito dovrebbero ricomporsi, per perseguire un mutuo interesse, in maniera da evitare un elevato aumento delle barriere commerciali, finanziarie ed economiche.

Dall'integrazione commerciale intra e extra UE deriva un *trade off*: i benefici economici sono associati a costi 'politici' in termini di rinuncia a gradi di sovranità nazionale. Una possibile opzione per il Regno Unito a seguito dell'uscita dal mercato unico potrebbe essere quella di adottare il 'modello norvegese'. Questa scelta minimizzerebbe i costi commerciali ma implicherebbe di continuare a contribuire al *budget* dell'UE per circa l'83 per cento della quota attualmente pagata come Stato membro, nonché il rispetto della regolamentazione UE (senza avere però potere decisionale nella sua definizione). Una seconda opzione potrebbe essere l'adozione del 'modello svizzero' con negoziazioni bilaterali con l'UE e il pagamento del 40 per cento di quanto attualmente pagato per avere libero accesso al solo mercato dei beni UE (verrebbe escluso però l'accesso al mercato dei servizi un comparto in cui il Regno Unito esporta intensamente). Un'ultima opzione potrebbe essere quella di partecipare agli scambi internazionali in qualità di membro dell'OMC. Questa scelta darebbe maggiore autonomia al paese al prezzo però di una riduzione del volume degli scambi anche qualora il Regno Unito decidesse di abolire tutte le tariffe. La *Brexit*, pur attribuendo la possibilità al Regno Unito di negoziare autonomamente accordi individuali con paesi non UE, potrebbe ridurre il suo potere contrattuale soprattutto nel confronto con quello di uno Stato Membro dell'UE.

II.2 L'ECONOMIA ITALIANA, RECENTI ANDAMENTI

Nel corso del 2016 la crescita dell'economia italiana, in fase di ripresa dal 2014, è rallentata. Se nel primo trimestre la variazione del PIL sul trimestre precedente è stata ancora soddisfacente (0,3 per cento) e in linea con le attese, nel secondo la crescita è stata piatta; resta positivo (0,8 per cento) il dato su base annua. In particolare, la dinamica congiunturale delle principali componenti del PIL ha visto una contrazione della domanda interna, che ha fornito un contributo negativo alla crescita e un miglioramento della domanda estera netta.

I dati relativi ai primi sei mesi dell'anno confermano un comportamento sostanzialmente positivo dei consumi privati; tuttavia nel secondo trimestre si è

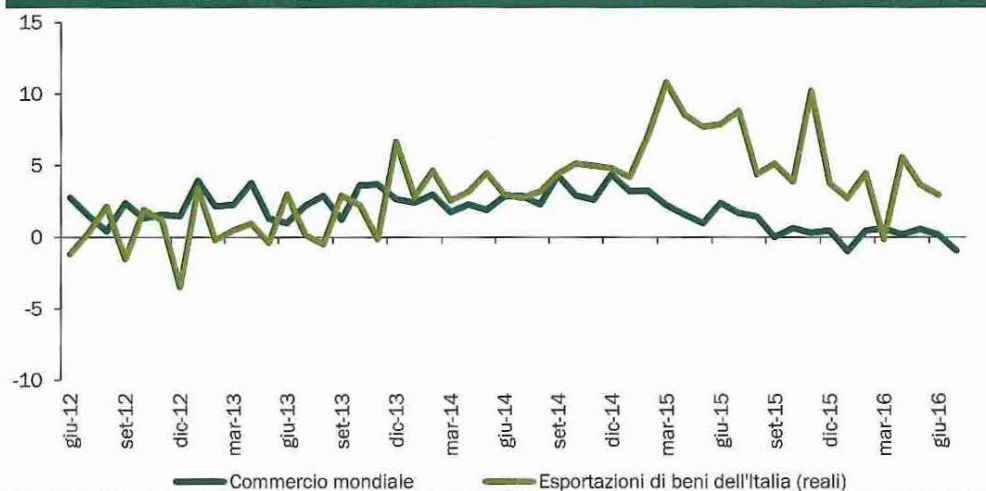
registrata una frenata degli acquisti di beni durevoli, in particolare di autovetture, compensata solo in parte da una maggiore domanda dei beni semidurevoli. Gli investimenti, che fino agli inizi del 2016 avevano beneficiato della forte ripresa della componente dei mezzi di trasporto, nel secondo trimestre hanno avuto una performance deludente. Gli investimenti in macchinari e attrezzature non hanno mostrato l'abbrivio atteso, mentre quelli relativi al settore delle costruzioni stanno lentamente riportandosi su un sentiero di crescita positivo. Le esportazioni in termini di volumi sono cresciute come previsto, pur in presenza di un contesto internazionale poco favorevole. Come risultato, nei primi sette mesi del 2016 l'avanzo commerciale è salito a 31,1 miliardi; al netto dell'energia, il surplus è di circa 46 miliardi (in linea con il dato del 2015). Nello stesso periodo, le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno mostrato un andamento favorevole (surplus di 29,4 miliardi, in aumento di 13 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2015).

FOCUS

Gli scambi commerciali dell'Italia

Il commercio internazionale ha continuato a rallentare nella prima metà del 2016, a causa del peggioramento del contesto economico nei paesi emergenti e in quelli produttori di beni energetici. La tendenza è confermata anche dagli ultimi dati in volume di luglio (-1,1 per cento m/m).

FIGURA R.1: COMMERCIO MONDIALE ED ESPORTAZIONI DELL'ITALIA (variazioni percentuali, a/a)



Fonte: CPB, ISTAT.

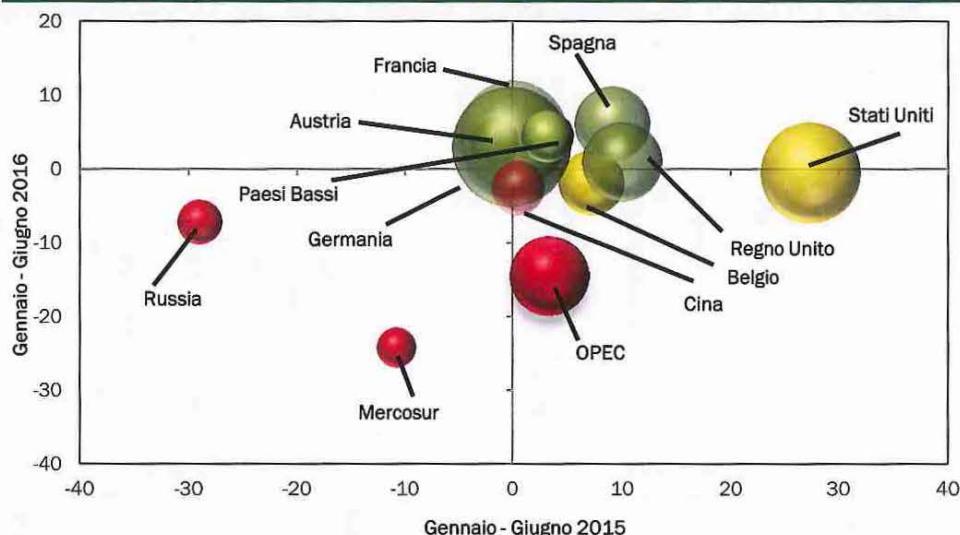
Sempre in termini di volumi, il comportamento delle esportazioni italiane è stato comunque soddisfacente (Figura R.1).

Nella prima metà del 2016, i dati in valore delle esportazioni italiane sono risultati stabili rispetto allo stesso periodo dell'anno passato, mentre le importazioni sono diminuite del 2,9 per cento. L'area extra-europea è stata determinante per la debole performance di entrambi i flussi commerciali (-3,9 per cento per le esportazioni; -8,8 per cento per le importazioni), mentre le esportazioni verso i paesi dell'Ue sono risultate più robuste (3,1 per cento) rispetto alle importazioni (1,3 per cento).

La Figura R.2 rappresenta le variazioni medie semestrali delle esportazioni verso i principali paesi e/o aree rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente del 2015 (asse orizzontale) e del 2016 (asse verticale). In particolare, si osserva che le esportazioni verso gli Stati Uniti e la Cina hanno mostrato un leggero peggioramento, e in generale si osserva una

attenuazione della crescita dell'export. Tra i paesi produttori di energia, sono migliorate le vendite verso la Russia (il ritmo di contrazione ha iniziato ad attenuarsi), contrariamente a quanto verificatosi con i paesi dell'OPEC e del Mercosur.

FIGURA R.2: ESPORTAZIONI DELL'ITALIA (variazioni percentuali a/a)



Nota: Le bolle verdi indicano i paesi verso cui le esportazioni sono cresciute nell'intervallo 1,1/6,2 per cento nella prima metà del 2016; quelle gialle rappresentano i paesi in cui si rileva una diminuzione al di sotto del -2,0 per cento; quelle rosse in cui la diminuzione è all'interno dei valori -2,5/-24,1 per cento. La dimensione delle bolle rappresenta il peso del paese sulle esportazioni dell'Italia.
Fonte: ISTAT.

Analizzando i dati disaggregati per raggruppamenti principali di industrie (RPI), dal lato delle esportazioni si rilevano andamenti favorevoli per i beni strumentali e di consumo (rispettivamente 1,8 e 1,5 per cento rispetto alla prima metà del 2015). Il ritmo di crescita dei beni intermedi ha invece mostrato una lieve flessione (-0,4 per cento); rimangono negative le variazioni tendenziali per i beni energetici (-29,5 per cento). Per le importazioni, i beni d'investimento hanno presentato l'incremento più rilevante (7,0 per cento), seguiti dai beni di consumo (1,3 per cento). Il settore dell'energia ha mostrato la contrazione più ampia (circa il 31 per cento); i prodotti intermedi hanno registrato una flessione contenuta (-2,9 per cento). L'avanzo commerciale è pari a 23,3 miliardi.

Gli ultimi dati di luglio mostrano entrambi i flussi commerciali in diminuzione rispetto allo stesso mese del 2015, con un maggior peso dell'area extra-europea sulla riduzione degli acquisti rispetto alle vendite.

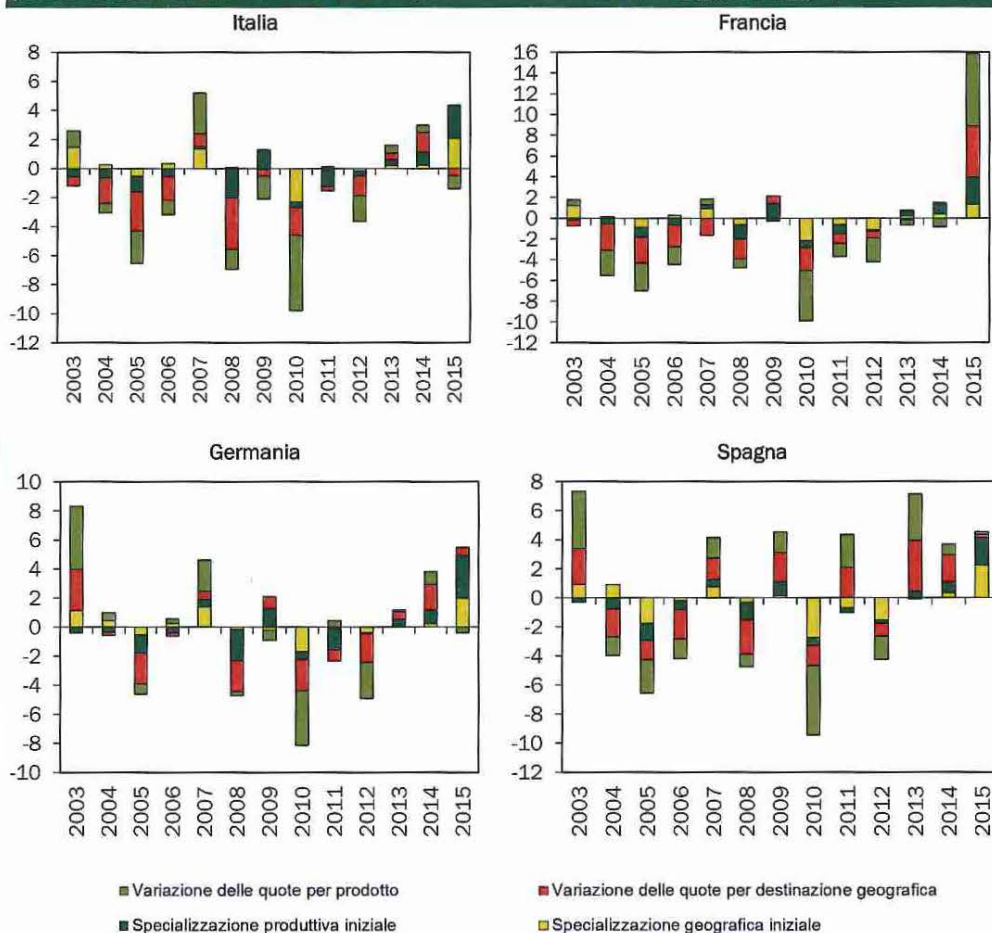
Considerando la posizione dell'Italia nel contesto internazionale, la quota media delle esportazioni in valore sul totale del commercio internazionale è risultata pari al 3,1 per cento negli ultimi tre anni. Nel primo semestre del 2016, la quota è lievemente aumentata (3,2 per cento) rispetto allo stesso periodo del 2015 (+0,2 punti percentuali), principalmente in relazione ai cambiamenti della domanda mondiale². Infatti, da un lato le basse quotazioni dei beni energetici hanno favorito i paesi a prevalente specializzazione manifatturiera, dall'altro le economie emergenti hanno ampliato la loro domanda di beni di consumo.

² Considerando i maggiori paesi europei, le quote di mercato in rapporto alle esportazioni mondiali, rispetto alla prima metà del 2015, sono aumentate per la Germania di 0,6 punti percentuali (al 9,4 per cento), mentre rimangono sostanzialmente stabili (+0,1 punti percentuali) per la Francia (3,5 per cento) e per la Spagna (2,0 per cento).

Fonte: WTO, Short-term trade statistics, https://www.wto.org/english/res_e/statistics_e/short_term_stats_e.htm

Ulteriori considerazioni si possono trarre dalla *Shift and Share Analysis (SSA)*³ che consente di valutare la più recente performance dei maggiori paesi europei (Germania, Francia, Italia e Spagna) nei mercati internazionali⁴.

FIGURA R.3: ANALISI SHIFT AND SHARE DELLE ESPORTAZIONI DEI MAGGIORI PAESI EUROPEI (differenze dei tassi di crescita delle esportazioni mondiali e dei singoli paesi, %)



Nota: La differenza tra il tasso di crescita delle esportazioni di un paese e il tasso di crescita delle esportazioni mondiali corrisponde alla variazione delle quote di mercato del paese.

Fonte: elaborazioni su dati UN Comtrade.

Nel 2015, si evidenzia un miglioramento per tutti i quattro paesi rispetto all'anno precedente. Riguardo all'Italia, nel periodo 2013-2015: i) in termini cumulati, la specializzazione produttiva dell'Italia non spinge più in direzione della diminuzione delle

³ Tale analisi esamina la performance di un paese nei mercati internazionali, considerando la differenza tra il tasso di crescita delle esportazioni di un paese e il tasso di crescita delle esportazioni mondiali in un dato periodo. Questo differenziale, che corrisponde alla variazione delle quote di mercato, può essere scomposto in quattro fattori: A) l'effetto della specializzazione settoriale iniziale dell'export; B) l'impatto della specializzazione geografica iniziale; C) la performance del paese in esame nel mercato internazionale a livello merceologico; D) la performance del paese in esame nel mercato internazionale sul piano geografico. Le ultime due componenti riflettono la capacità competitiva di un paese di esportare i prodotti a domanda più dinamica e nei mercati a maggiore crescita. La somma delle componenti C e D è uno strumento utile per confrontare la competitività nello spazio e nel tempo.

⁴ L'analisi è basata sui dati disponibili (90 per cento del totale) nella banca dati UNComtrade al 14 settembre 2016.

quote di mercato; ii) sembra cessata la perdita di quote di mercato relativamente ai prodotti in cui l'Italia è specializzata (per quest'aspetto l'impatto negativo più forte si era visto nel 2010); iii) considerazioni simili valgono per la capacità di guadagnare (o perdere) quote nei diversi mercati di destinazione; nel periodo 2013-2014 l'Italia ha mostrato miglioramenti non trascurabili; iv) si nota chiaramente come nel 2015 l'orientamento prevalente delle esportazioni italiane verso la UE abbia giovato perché in tale zona si è verificato un minore rallentamento del commercio. Tendenze simili per il triennio si notano, anche negli altri paesi europei, e le maggiori somiglianze sono con la Germania.

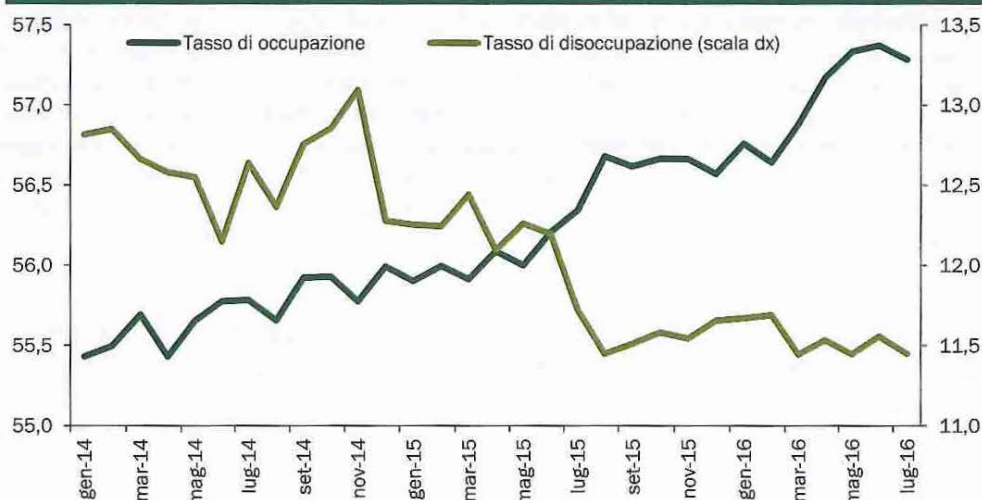
Il mercato del lavoro ha proseguito la sua fase espansiva beneficiando della riforma del *Jobs Act* e della decontribuzione per i nuovi assunti. Con il venir meno di una buona parte degli incentivi sui contributi, l'occupazione nei primi due trimestri dell'anno ha continuato a crescere, sia pure a tassi inferiori al 2015. Nel secondo trimestre sono proseguiti i segnali di miglioramento della domanda di lavoro da parte delle imprese e si è ridotto il ricorso alla Cassa Integrazione.

FOCUS Recenti tendenze del mercato del lavoro

Nel complesso, i dati statistici disponibili confermano che è in corso un processo di miglioramento qualitativo dell'occupazione attribuibile sia alla ripresa economica che agli incentivi ed ai provvedimenti in materia di mercato del lavoro. Tale processo per ora è più evidente per le qualifiche elevate, meglio retribuite e istruite, rispetto a quelle meno qualificate, a bassa remunerazione e con un livello di istruzione inferiore. Al contempo, si consolida il processo di terziarizzazione dell'economia, con una perdita in termini relativi di occupazione nell'industria in senso stretto ed un incremento nei servizi. Il processo di riassorbimento della disoccupazione, dopo le eccezionali performance dello scorso anno, è stato attenuato da un aumento del tasso di partecipazione. Si registra, comunque, una riduzione della disoccupazione giovanile.

Nei mesi più recenti si è verificata un'attenuazione della dinamica del processo di creazione di posti di lavoro; resta confermato, tuttavia, un andamento decisamente positivo. I guadagni in termini di posti di lavoro e di cambiamenti nella struttura dell'occupazione si sono ormai consolidati e non si notano arretramenti malgrado i minori sgravi contributivi messi in campo quest'anno rispetto al 2015.

FIGURA R.1: ANDAMENTO DEI TASSI DI OCCUPAZIONE E DISOCCUPAZIONE



Nota: Dati mensili destagionalizzati

Fonte: elaborazioni MEF su dati RFL-ISTAT.

Andamenti complessivi del mercato. Nel primo semestre 2016 il numero complessivo di occupati è aumentato in misura pari all'1,4 per cento rispetto all'anno precedente, in accelerazione rispetto all'ultimo semestre del 2015. Nella prima metà del 2016 l'occupazione è cresciuta una volta e mezzo più del PIL, a fronte di una elasticità apparente di appena 0,7 registrata nel triennio di crisi 2012-2014⁵. Il tasso di occupazione si è così attestato al 57,0 per cento, ritornando quasi al valore della seconda metà del 2009 (57,2 per cento). Nel contempo il tasso di disoccupazione è sceso all'11,6 per cento (-0,7 punti percentuali rispetto al 2015), nonostante l'incremento del tasso di partecipazione (+0,6 punti annuali), senza il quale il calo della disoccupazione sarebbe stato anche maggiore.

Differenze di genere ed età. In termini di composizione per genere, la prima metà del 2016 ha confermato l'inversione di tendenza rispetto alla crisi, con un incremento dell'occupazione maschile maggiore di quella femminile (+1,6 e +1,2 per cento, rispettivamente per uomini e donne). In termini di età, i dati dell'ISTAT indicano una crescita dei posti di lavoro nella fascia di età di quanti hanno 55 anni e più (+4,4 per cento), per costoro si riscontra anche un aumento dell'offerta di lavoro, associato sia all'innalzamento dell'età pensionabile che all'invecchiamento della popolazione (+0,6 punti, l'incremento dell'incidenza degli over-49 sul totale della popolazione con 15 anni e più). Si nota anche una buona performance per i lavoratori di età compresa tra 15 e 24 anni (+10,3 per cento nel 2016) evidenziando un netto recupero dei livelli occupazionali. In particolare, il tasso di disoccupazione giovanile, pur rimanendo estremamente elevato, si è ridotto di 4,2 punti percentuali rispetto ad un anno fa, scendendo al 37,5 per cento nel primo semestre 2016.

Differenze per livello di istruzione e qualifica. In termini di titolo di studio, nel primo semestre 2016 l'occupazione è aumentata soprattutto per i laureati (+3,3 per cento annuale), a fronte di una diminuzione per gli *unskilled* (-0,6 per cento); anche i *medium-skilled* (+1,9 per cento) sono aumentati. Dai dati trimestrali dell'ISTAT emerge che le professioni qualificate e tecniche (+2,0 per cento annuale nel primo semestre 2016), nonché gli impiegati e addetti al commercio e ai servizi (+1,9 per cento) sono cresciuti in misura maggiore. In diminuzione sono risultati gli operai e gli artigiani (-0,5 per cento nel primo semestre 2016), pur con segnali di ripresa rispetto al quarto trimestre 2014. Infine, il personale non qualificato ha mostrato una maggiore volatilità chiudendo il primo semestre 2016 ad un valore pari alla media (+2,4 per cento). La tendenza ad un incremento della domanda di lavoro per le fasce più qualificate sembra ormai consolidata ed è inglobata nelle previsioni disponibili. Ad esempio, secondo le proiezioni *Excelsior* di Unioncamere nel periodo 2016-2020 il fabbisogno di figure *high-skilled* (+29,0 per cento) delle imprese crescerà maggiormente delle figure *medium-skilled* (+16,0 per cento) e *low-skilled* (+21,0 per cento).

Le tipologie contrattuali e le retribuzioni. All'incremento occupazionale hanno continuato a contribuire maggiormente i lavoratori dipendenti con contratto a tempo indeterminato (+2,2 per cento nel primo semestre 2016 vs. +0,5 per cento nel primo semestre 2015) rispetto a quelli a tempo determinato (+1,6 e +3,4 per cento, rispettivamente). L'occupazione indipendente ha fatto, invece, registrare una lieve contrazione (-0,4 per cento). Per il lavoro a tempo parziale si è rilevato un incremento annuale del 3,4 per cento nel primo semestre 2016. Il lavoro a tempo pieno, invece, si è attestato al +1,0 per cento. I contratti a tempo parziale nel 2016 rappresentavano il 38,5 per cento delle nuove attivazioni, con un incremento tendenziale di 2,0 punti rispetto al 2015.

La produttività oraria del lavoro in Italia, in leggero recupero nella fase iniziale della ripresa, dalla seconda metà del 2015 è tornata a scendere, con maggiore intensità nel secondo trimestre del 2016. Una parte del calo è legata ad effetti di composizione con intensa creazione di lavoro in settori poco produttivi; è stato molto forte, ad esempio, il calo nel comparto delle attività artistiche, di

⁵ Questa parte dell'analisi è stata effettuata sui profilo dei dati trimestrali diffusi in data 2 settembre.