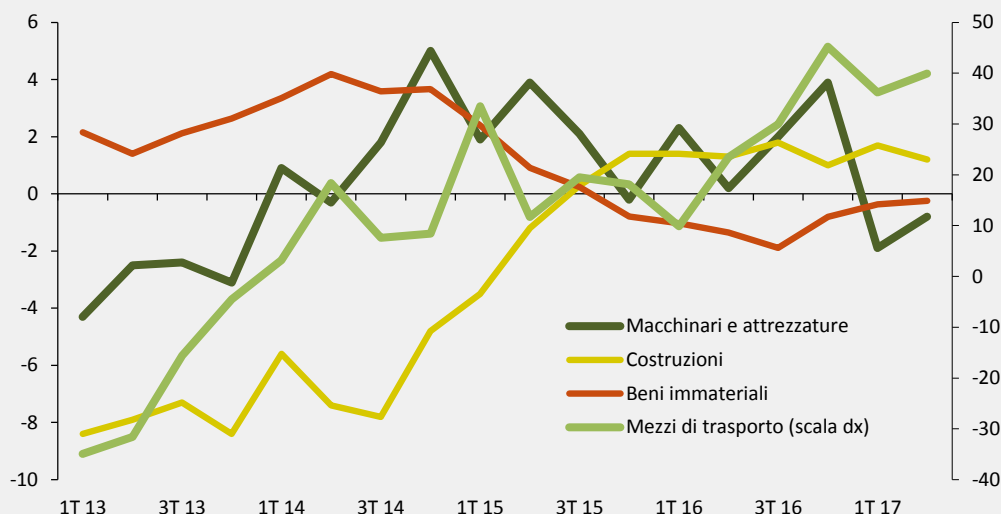
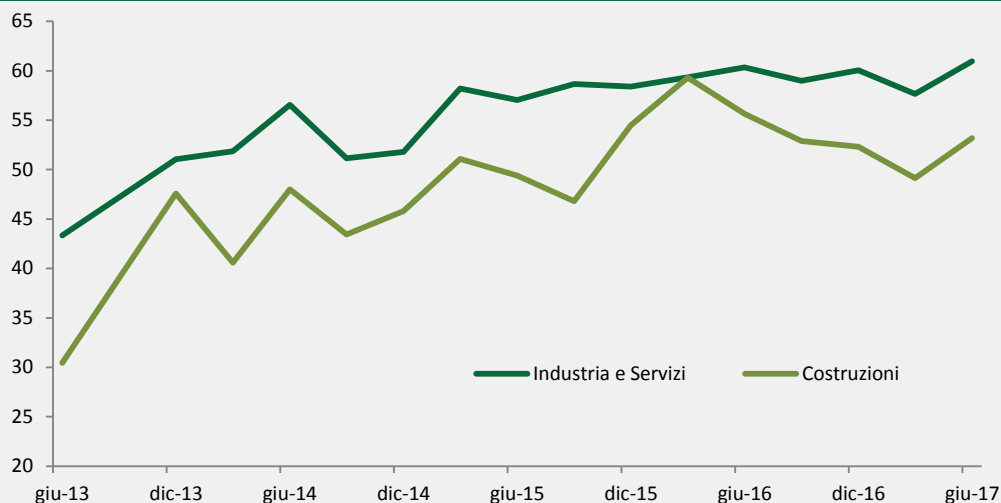


ANDAMENTO DELLE COMPONENTI DEGLI INVESTIMENTI FISSI LORDI (var. % a/a)

Nota: I dati rappresentati sono coerenti con i Conti economici trimestrali pubblicati il 1° settembre 2017.
Fonte: Istat.

A fronte di questi dati di contabilità trimestrale, le indagini Banca d'Italia e ISTAT suggeriscono invece tendenze positive sia per i piani di investimento complessivi delle imprese, sia per gli ordinativi domestici e le importazioni di beni strumentali.

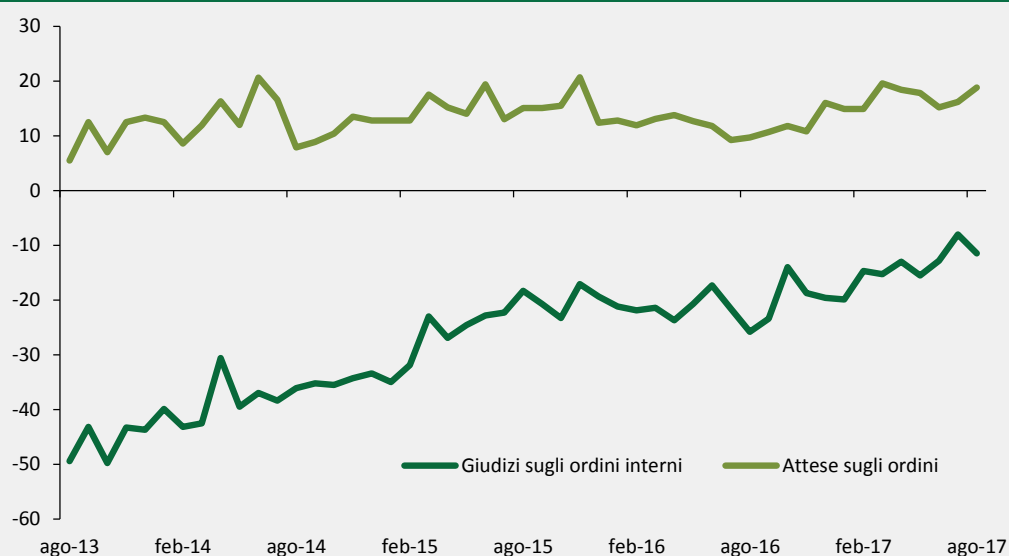
L'indagine Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione e crescita sottopone ad un ampio campione di imprese alcune domande sui loro programmi di investimento. Nell'ultima indagine, relativa al secondo trimestre di quest'anno, il 37,1 per cento delle imprese dell'industria e dei servizi dichiara di prevedere un incremento degli investimenti nel 2017 rispetto all'anno scorso, mentre solo il 15,2 per cento prevede di ridurli e la rimanente parte non anticipa variazioni. Sia la quota in aumento, sia il saldo fra aumento e riduzione sono al livello più alto registrato dall'inizio della ripresa. Nella stessa indagine, il settore delle costruzioni fornisce indicazioni nel complesso positive, dato che il 26,1 per cento delle imprese prevede di incrementare gli investimenti, contro un 19,7 per cento che le riduce e un 54,2 che prevede invarianza.

INVESTIMENTI FISSI LORDI NELL'ANNO IN CORSO RISPETTO AL PRECEDENTE (indice di diffusione)

Fonte: Elaborazioni MEF su dati Banca d'Italia, Indagine su aspettative di inflazione e crescita.

Per quanto riguarda la produzione e gli ordinativi di beni strumentali, nel primo trimestre del 2017 l'indice mensile destagionalizzato della produzione di beni strumentali è sceso dell'1,2 per cento sul trimestre precedente, ma è poi salito del 2,3 per cento nel secondo. In luglio, l'indice è ulteriormente salito, mettendo a segno un incremento dell'1,6 per cento in un solo mese. In media, nei primi sette mesi dell'anno l'indice corretto per i giorni lavorati è salito dell'1,9 per cento. Nello stesso periodo, i volumi di importazione di beni strumentali sono cresciuti in media del 5,4 per cento rispetto al primo trimestre del 2016, mentre le esportazioni sono aumentate del 3,5 per cento.

GIUDIZI SUGLI ORDINATIVI DI BENI STRUMENTALI (saldi destagionalizzati)



Fonte: Istat.

Nel complesso, i dati di produzione e commercio estero di beni strumentali sono pertanto compatibili con una tendenza positiva degli IFL in macchinari e attrezzature. L'indagine mensile ISTAT presso le imprese ravvisa una situazione e delle prospettive assai più positive. Infatti, gli ordinativi domestici vengono valutati con crescente ottimismo da parte delle imprese produttrici di beni strumentali, in termini sia di tendenze in corso, sia di aspettative. Coerentemente con questa valutazione, le imprese sono anche diventate più ottimiste circa l'andamento futuro della produzione di beni strumentali.

Come si spiega l'apparente divergenza fra contabilità trimestrale e indagini presso le imprese? E' anzitutto necessario ricordare che la stima degli IFL in macchinari e attrezzature nella contabilità nazionale trimestrale si basa sul metodo della disponibilità, ovvero considera la produzione e le importazioni di beni strumentali, portando in sottrazione le esportazioni. I dati attualmente disponibili per il fatturato dell'industria, mostrano che nei primi cinque mesi dell'anno il fatturato è stato più dinamico della produzione. È quindi plausibile ipotizzare che nel complesso, a fronte di una domanda piuttosto dinamica, le imprese produttrici abbiano dapprima ridotto le scorte di prodotti finiti. I dati di produzione di giugno e luglio, assai robusti, suggeriscono che questa fase di decumulo sia in fase di superamento e che la produzione stia accelerando, il che dovrebbe anche innalzare la stima degli IFL nella contabilità trimestrale.

Inoltre, nel caso degli investimenti in macchinari e attrezzature, il confronto con il 2016 è in parte distorto dal fatto che l'anno scorso le consegne di beni strumentali riportate dal comparto Difesa sono state superiori alla media degli ultimi anni, soprattutto nella seconda

metà dell'anno. Escludendo questa componente, che varia in base a fattori largamente indipendenti dal ciclo economico, l'andamento degli IFL in macchinari ed attrezzature risulterebbe un po' meno dinamico nel 2016 e, di conseguenza, stazionario anziché negativo nel corso del primo semestre 2017.

In sintesi, non solo è possibile che l'andamento degli IFL nella prima metà del 2017 sia rivisto al rialzo in futuri aggiornamenti della contabilità trimestrale, ma la seconda metà dell'anno in corso sarà probabilmente caratterizzata da un andamento nettamente più dinamico rispetto al primo semestre. Anche così, la previsione aggiornata di crescita per il 2017 è lievemente inferiore a quella del DEF 2017 per quanto attiene gli investimenti in macchinari e attrezzature e quelli in costruzioni. La prevista accelerazione nel secondo semestre dovrebbe tuttavia dar luogo ad un significativo effetto di trascinamento sulla crescita media degli IFL nel 2018.

Va infine rilevato che, con particolare riferimento alla componente costruzioni, il minor dinamismo degli IFL può essere spiegato da un livello di investimenti pubblici inferiore alle previsioni e agli intendimenti del governo. La stima per il 2017 presentata nel Capitolo III pone gli IFL delle Amministrazioni Pubbliche a 35,5 miliardi di euro, un livello di poco superiore al 2016 e di circa mezzo miliardo inferiore alla previsione del DEF 2017 (e circa 3 miliardi al di sotto della Nota di Aggiornamento del DEF di un anno fa). Il Governo intende operare affinché il 2017 si chiuda quantomeno con un risultato in linea con le nuove proiezioni e gli investimenti pubblici registrino un cospicuo incremento nel 2018.

Nel corso dell'anno è proseguito il processo di graduale miglioramento dell'offerta di credito². Le indicazioni più favorevoli provengono ancora una volta dai prestiti alle famiglie, in crescita dalla metà del 2015. Per quanto riguarda i prestiti concessi alle società non finanziarie, il dato corretto per le cartolarizzazioni mostra una dinamica sostanzialmente stabile a livello tendenziale. In merito alla qualità del credito, le evidenze più recenti indicano una caduta del rapporto tra le sofferenze e l'ammontare complessivo dei prestiti.

FOCUS

I recenti interventi sul settore bancario e le dismissioni di crediti deteriorati

Nell'ultimo biennio il Governo ha introdotto diverse misure volte a rendere il sistema bancario italiano più efficiente e capace di affrontare le sfide future di carattere economico, tecnologico e regolamentare. Da dicembre 2016 il processo di riforma ha affrontato le situazioni di crisi più acute e negli ultimi mesi le operazioni di dismissione dei crediti deteriorati (NPL – *Non performing loans*) iscritti nei bilanci degli istituti hanno subito una netta accelerazione.

Lo scorso dicembre il gruppo Unicredit ha approvato la dismissione di 17,7 miliardi di prestiti in sofferenza attraverso un accordo sottoscritto con operatori di mercato, poi completato in luglio. Nello stesso mese il consiglio di amministrazione di Banca Carige ha autorizzato la cessione entro la fine dell'anno di un portafoglio crediti per un ammontare di 1,2 miliardi. Per quanto riguarda invece le operazioni poste in essere dall'esecutivo, queste alleggeriranno il sistema di oltre 40 miliardi. Come stabilito dal piano di liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca³, 17,8 miliardi di crediti deteriorati sono stati ceduti alla Società di Gestione delle Attività (SGA). Infine, il nuovo piano industriale di MPS prevede la cessione di 28,6 miliardi di NPL di cui 26,1 attraverso un'operazione di cartolarizzazione e 2,5 miliardi attraverso la dismissione di crediti *unsecured*.

L'ammontare lordo complessivo di attività deteriorate coinvolte nelle operazioni finora

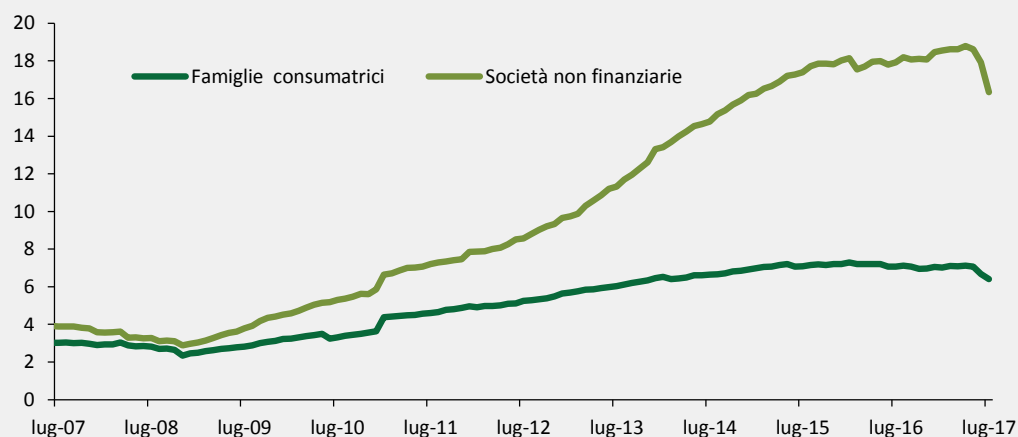
² Cfr. Banca d'Italia, Banche e moneta: serie nazionali, 12 Settembre 2017.

³ Si veda il DL. 25 giugno 2017, n. 99.

annunciate ammonta a circa 65,3 miliardi e segna una rilevante quanto inedita operazione di abbattimento dello stock di esposizioni deteriorate. Secondo il più recente *Rapporto sulla stabilità finanziaria* della Banca d'Italia a dicembre 2016 l'ammontare lordo di NPL del sistema bancario italiano era pari a 349 miliardi, di cui oltre tre quarti (267) di pertinenza degli istituti significativi⁴. L'*NPL ratio* (NPL/prestiti totali) era rispettivamente di 17,3 per cento per il totale degli istituti e di 17,6 per cento per i gruppi significativi. Al netto delle rettifiche, il valore dell'indice per il totale degli istituti si collocava al 9,5 per cento mentre era al 9,4 per cento per i gruppi significativi.

A confronto con i dati di dicembre 2016, quando nessuna delle operazioni annunciate era stata ancora contabilizzata, le dismissioni sopra elencate ridurrebbero l'*NPL ratio* al 14,5 per cento (13,9 per cento per gli istituti significativi)⁵. I dati più recenti pubblicati dalla Banca d'Italia, anche a seguito della contabilizzazione di alcune di queste operazioni, confermano il trend di riduzione dei crediti deteriorati⁶. La Figura R.1 mostra come l'incidenza delle sofferenze lorde sui prestiti totali abbia segnato una chiara riduzione a partire dal secondo trimestre dell'anno, che si è accentuata nel mese di luglio, in particolare per le società non finanziarie⁷.

FIGURA R.1: CREDITI IN SOFFERENZA (in rapporto al totale dei prestiti)



Fonte: Elaborazioni MEF su dati Banca d'Italia.

Naturalmente, il ritmo di riduzione dei crediti deteriorati dipende, oltre che da operazioni di dismissione, da fattori specifici di ogni istituto (come l'area in cui opera o la durata media del portafoglio crediti deteriorati) e più in generale dall'evoluzione dell'economia. Segnali incoraggianti arrivano in questo senso dalle dinamiche più recenti dei fallimenti. Tra gennaio e giugno 2017 i fallimenti aziendali si sono ridotti di oltre il 15 per cento rispetto allo stesso periodo del 2016, trainati in particolare dal settore dell'industria. Anche le procedure di concordato e le liquidazioni volontarie delle imprese operanti in Italia sono tornate a ridursi⁸.

Le operazioni annunciate sullo stock di crediti deteriorati assieme alle misure messe in

⁴ Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2017/01, 28 aprile 2017.

⁵ In attesa delle prossime rilevazioni ufficiali della Banca d'Italia, la valutazione ex-post delle consistenze è da considerarsi preliminare. Per giungere ad una misurazione accurata dei nuovi stock di NPL è infatti necessario considerare i trend di ingresso in sofferenza e le uscite verso esposizioni 'in bonis' relative all'ordinaria attività degli istituti e non ricomprese tra le operazioni elencate.

⁶ Si fa riferimento alle consistenze corrette per le cartolarizzazioni. Cfr. Banca d'Italia, *Banche e moneta: serie nazionali*, 12 settembre 2017.

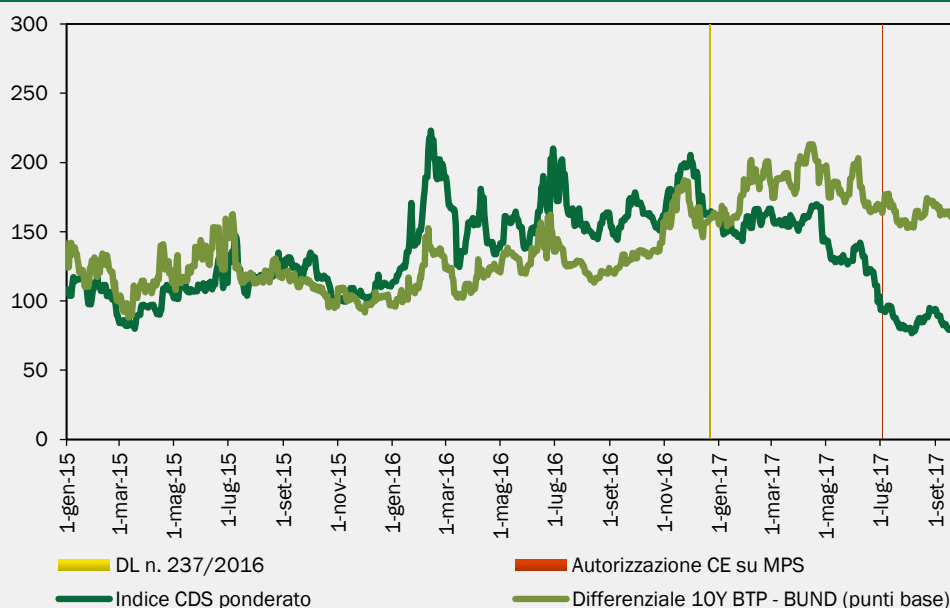
⁷ La discesa dei crediti deteriorati in rapporto al totale dei prestiti è anche assicurata dalla discesa del tasso di deterioramento del credito, già evidente nei dati pubblicati dalla Banca d'Italia per il 2016.

⁸ Cerved, Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese, settembre 2017.

campo dal Governo e dal Parlamento per gestire le situazioni di Banca MPS e degli istituti Veneti, hanno mostrato da subito i primi effetti sulle condizioni di rifinanziamento degli istituti e sul sistema del credito. Le banche interessate dagli interventi del Governo hanno infatti già riportato una ripresa della raccolta dalla clientela.

L'indice FTSE Italia-Banche, lo scorso primo settembre segnava un rialzo di oltre il 20 punti percentuali rispetto ai valori di inizio anno, riportando sull'anno la *performance* migliore dal 2013 e attestandosi tra i migliori indici di settore in Europa. Anche le condizioni di finanziamento e il rischio di credito degli istituti ne hanno risentito in maniera sostanziale. La Figura R.2 riporta l'indice CDS (*Credit Default Swap*) a 5 anni di tre grandi istituti italiani ponderato per il totale degli asset a fronte del differenziale di rendimento tra il decennale italiano e il Bund (in punti base), tra gennaio 2015 e settembre 2017.

FIGURA R.2: INDICE CDS A 5 ANNI PONDERATO E SPREAD BTP BUND



Fonte: Elaborazioni MEF su dati Bloomberg.

Tra l'inizio periodo e la fine del 2016, quando la fase più recente di risoluzione delle questioni ha avuto inizio con l'approvazione del DL n. 237/2016, la dinamica dei CDS è legata strettamente allo spread sui titoli sovrani. A partire dalla fine del 2016, il rischio di credito per gli istituti ha invece iniziato a ridursi sostanzialmente e a discostarsi dalla dinamica dello spread, pur conservando la componente sistematica. A seguito dell'autorizzazione della Commissione Europea dello scorso 4 luglio e della conseguente presentazione del piano industriale MPS e della soluzione della questione Venete, i CDS sulle banche hanno proseguito sul sentiero di riduzione.

La discesa dei CDS e la salita dei corsi azionari delle banche italiane implica condizioni più favorevoli per la provvista, anche su scadenze più lunghe. Questo miglioramento si trasmetterà nei prossimi trimestri al costo e alla disponibilità di credito all'economia, con effetti positivi sulla crescita del PIL.

Le esportazioni sono cresciute più del previsto in termini di volumi, favorite dalla ripresa della domanda mondiale. Nei primi sette mesi del 2017 l'avanzo commerciale è sceso a 25,6 miliardi (rispetto a 31,1 nello stesso periodo del 2016) e il surplus è salito a circa 45,3 miliardi al netto della componente energetica.

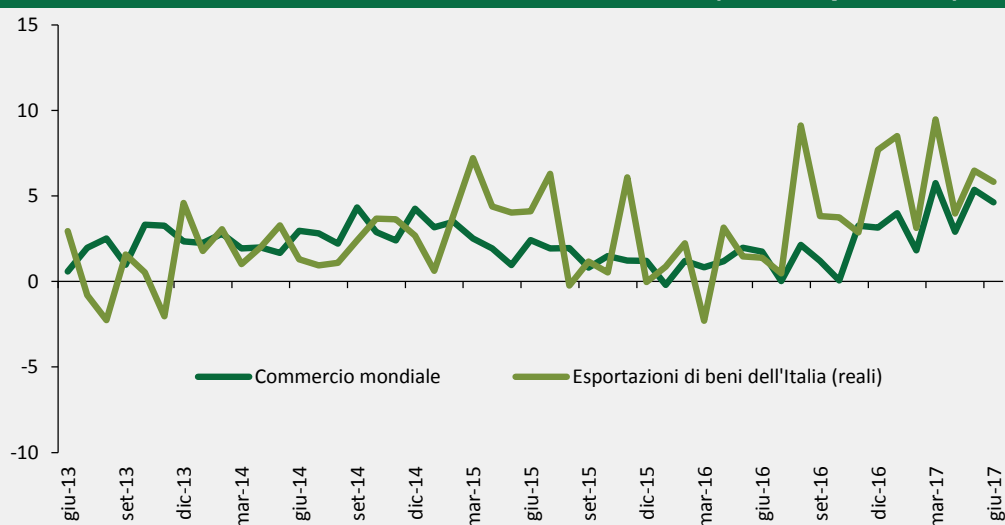
Nello stesso periodo, le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno mostrato un andamento favorevole (surplus di 28,4 miliardi, in aumento di 5,4 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2016).

FOCUS

La performance delle esportazioni italiane

La ritrovata vivacità degli scambi commerciali internazionali degli ultimi mesi del 2016 si è ulteriormente rafforzata nella prima parte del 2017. La fase espansiva del commercio internazionale ha beneficiato di prezzi stabili e contenuti sul mercato delle materie prime, della crescita americana e cinese, nonché della ripresa di alcune economie emergenti dell'America Latina e della Russia.

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

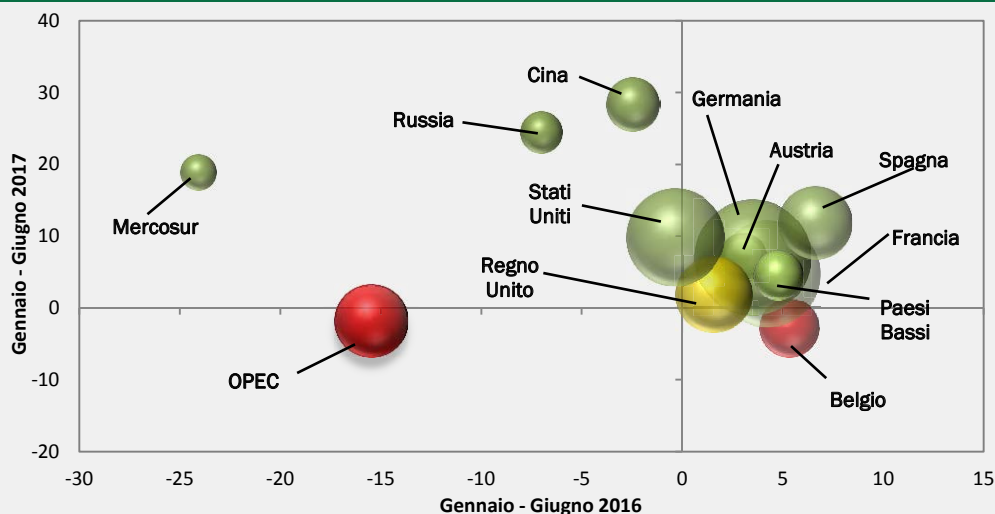


Fonte: CPB, ISTAT.

In tale contesto, le esportazioni italiane (in termini di volumi) hanno mostrato nel corso del primo semestre, una performance positiva (Figura R.1) e superiore alle attese.

Particolarmente positivo l'aumento del valore delle esportazioni italiane nei primi sei mesi del 2017 (+8,0 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), grazie ad una crescita diffusa in tutti i mercati di sbocco, con il maggior contributo proveniente dall'area extra-europea (9,1 per cento) rispetto a quello dei paesi europei (7,2 per cento).

Come mostra la Figura R.2, i progressi sono evidenti verso la Russia e il Mercosur, dopo tre anni di contrazione causati dalle note vicende internazionali e dalla crisi economica che ha colpito i maggiori paesi dell'America Latina. Significativi anche i risultati verso gli Stati Uniti (il terzo partner commerciale dell'Italia, dopo Germania e Francia) e verso la Cina. In particolare, negli ultimi dieci anni si è ampliata la quota delle esportazioni verso la Cina sulle vendite complessive, avvicinandosi al 3,0 per cento nel 2016. Tra i paesi produttori di energia, i paesi dell'OPEC rimangono l'unica area verso cui le vendite si contraggono, sia pure a tassi molto contenuti. Guardando agli scambi con l'UE-28, sono migliorate le vendite verso la maggioranza dei principali partner commerciali, ad eccezione del Belgio.

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

Nota: Le bolle verdi indicano i paesi verso cui le esportazioni sono cresciute nell'intervallo 4,6/28,4 per cento nella prima metà del 2017; quelle gialle rappresentano i paesi in cui si rileva una crescita attorno al 2,0 per cento; quelle rosse in cui la diminuzione è all'interno dei valori -2,7/-1,8 per cento. La dimensione delle bolle rappresenta il peso del paese sulle esportazioni dell'Italia.

Fonte: ISTAT.

Esaminando i dati riferiti ai raggruppamenti principali di industrie (RPI), il contesto favorevole dell'attività economica si è tradotto in incrementi robusti delle vendite di beni intermedi (7,5 per cento), seguiti a breve distanza dai beni strumentali e di consumo (rispettivamente 6,9 e 6,8 per cento rispetto alla prima metà del 2016); variazioni tendenziali eccezionali sono state registrate dalle vendite dei beni energetici (46,9 per cento). A livello di composizione settoriale delle esportazioni, la crescita ha interessato sia i settori tradizionali del Made in Italy che i comparti più moderni. Infatti, oltre all'aumento registrato nei macchinari (6,4 per cento), nei metalli di base (7,8 per cento) e nei beni alimentari (7,2 per cento), si conferma il ruolo di traino degli autoveicoli (19,8 per cento), già emerso negli ultimi anni, seguiti dai prodotti farmaceutici e chimici che hanno raggiunto incrementi superiori al 12 per cento. Secondo gli ultimi dati di luglio, nonostante una lieve flessione congiunturale, prosegue la fase positiva delle esportazioni, che sono aumentate del 5,1 per cento rispetto allo stesso mese del 2016, con il contributo prevalente dell'area europea (6,2 per cento) rispetto ai paesi extra-UE (3,8 per cento).

Considerando il ranking nel contesto internazionale, secondo l'ultimo Rapporto dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), nel 2016 l'Italia è stata il nono esportatore mondiale (con una quota del 2,9 per cento), guadagnando una posizione rispetto al 2015⁹. La quota media delle esportazioni italiane in valore sul totale del commercio internazionale è risultata pari al 3,1 per cento negli ultimi tre anni. Nella prima metà del 2017, tale quota è rimasta sostanzialmente immutata (3,1 per cento) rispetto allo stesso periodo del 2016 (-0,1 punti percentuali). Tale andamento porta quindi a ritenere che i cambiamenti in atto della domanda mondiale¹⁰ abbiano prodotto una dinamica degli

⁹ La classifica dei primi trenta esportatori mondiali è ancora guidata dalla Cina (13,2 per cento), dagli Stati Uniti (9,1 per cento) e dalla Germania (8,4 per cento). (Fonte: WTO, 'Trade Statistics and Outlook.', 12 Aprile 2017).

¹⁰ Considerando i maggiori paesi europei, le quote di mercato in rapporto alle esportazioni mondiali, rispetto alla prima metà del 2016, sono diminuite per la Germania di 0,5 punti percentuali (all'8,9 per cento), mentre rimangono sostanzialmente stabili (-0,2 punti percentuali) per la Francia (3,3 per cento) e invariate per la Spagna (al 2,0 per cento). Fonte: WTO, Short-term trade statistics, https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/short_term_stats_e.htm, Agosto 2017.

scambi commerciali internazionali maggiormente favorevole per l'Italia: da un lato, infatti, i paesi emergenti accrescono via via la domanda di beni di consumo, e in particolare di quelli tipici del Made in Italy, dall'altro il protrarsi dei prezzi del greggio attorno ai 50\$ al barile ha limitato la rilevanza di prodotti in cui il Paese è meno specializzato. Va inoltre considerato, negli ultimi anni, il cambiamento del mix merceologico delle esportazioni italiane che attribuisce maggiore peso ai settori più avanzati¹¹.

Un ulteriore approfondimento può essere condotto attraverso la *Shift and Share Analysis* (SSA)¹² che permette di valutare la più recente performance dei maggiori paesi europei (Germania, Francia, Italia e Spagna) nei mercati internazionali (Figura R.3)¹³.

Nel 2016, prosegue il miglioramento già in atto in tutti i quattro paesi rispetto agli anni precedenti. Riguardo all'Italia, i risultati del periodo 2013-2016 pongono in evidenza che: i) la specializzazione produttiva nell'ultimo triennio non rappresenta più una causa di perdita di quote di mercato e i risultati per il 2016 prospettano un orientamento dell'export verso settori più vivaci e a maggiore domanda; ii) negli ultimi anni si rafforza l'esposizione verso mercati maggiormente dinamici che porta le esportazioni italiane a miglioramenti non trascurabili, soprattutto partire dal 2014; iii) sul piano della specializzazione geografica, nel 2016 la robusta crescita economica dell'UE, all'interno della quale il commercio ha registrato una maggiore tenuta rispetto ad altre aree avanzate, ha favorito le esportazioni italiane. Tendenze analoghe si notano negli ultimi quattro anni anche negli altri paesi europei.

Nel complesso, procede la buona performance del settore estero dell'Italia iniziata nel 2010 che, secondo recenti studi, è il risultato sia di fattori temporanei che di natura strutturale¹⁴. I primi comprendono il deprezzamento dell'euro, che ha favorito il recupero in termini di competitività di prezzo delle merci esportate, e il miglioramento della congiuntura internazionale caratterizzata da una domanda più dinamica nei settori di specializzazione dell'Italia. I fattori strutturali si fondano invece principalmente sulla trasformazione del sistema produttivo nazionale. Si è accentuato, infatti, il peso di settori a più alto contenuto tecnologico, da cui è derivata una qualità più elevata dei beni esportati con una minore esposizione alla concorrenza da parte delle economie emergenti (soprattutto della Cina). Inoltre, l'impatto della crisi economica ha accelerato il processo di selezione delle imprese esportatrici, spingendo verso un sistema maggiormente caratterizzato da imprese di dimensione medio-grande, che, grazie ad un potere di mercato più consistente, risultano più abili nel fronteggiare i cambiamenti della domanda mondiale e le variazioni del tasso di cambio.

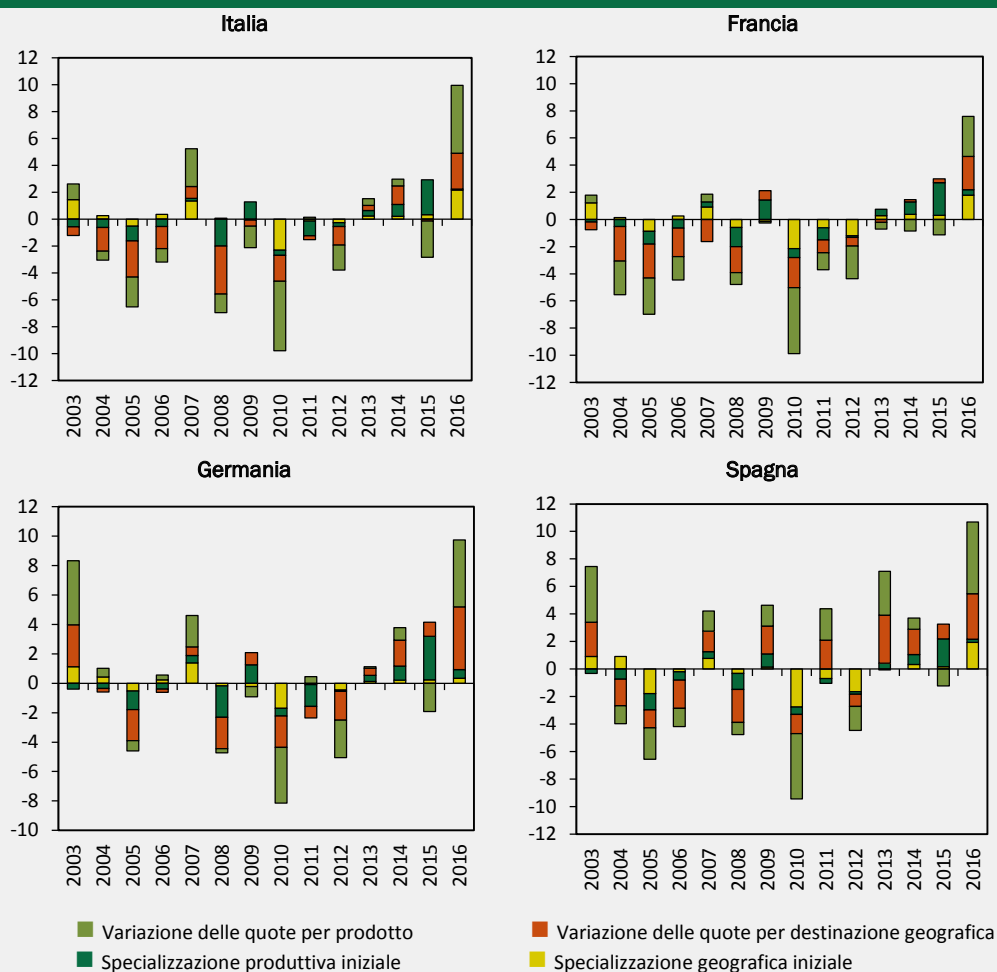
¹¹ Fonte: ICE-ISTAT, 'L'Italia nell'economia internazionale', Rapporto 2016-2017, Luglio 2017.

¹² 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.

¹³ L'analisi è basata sui dati disponibili (88 per cento del totale) nella banca dati UNComtrade al 5 settembre 2017.

¹⁴ Relazione Annuale, Banca d'Italia, Maggio 2017.

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.

Si conferma, tuttavia, la presenza anche di fattori di rischio per il futuro andamento del settore estero dell'Italia. In particolare, pesa l'incertezza connessa al perdurare delle tensioni geo-politiche nonché all'eventualità di un ulteriore apprezzamento della valuta europea, che potrebbe frenare le esportazioni. D'altra parte, il cambiamento in corso nel mercato unico legato alla Brexit non sembra costituire un elemento di particolare preoccupazione. In base ad un recente studio, ai prodotti italiani venduti nel mercato britannico verrebbe imposto un dazio medio del 5,0 per cento, leggermente inferiore a quello stimato per l'UE (5,2 per cento), qualora venisse adottata la clausola della "nazione più favorita" dell'OMC in mancanza di uno specifico accordo sugli scambi commerciali tra l'UE e il Regno Unito¹⁵.

In linea con la crescita economica, anche il mercato del lavoro è migliorato, in misura maggiore delle attese, beneficiando della riforme introdotte negli ultimi

¹⁵ Cappariello R., 'Brexit: estimating tariff costs for EU countries in a new trade regime with the UK', Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers, N. 381, Giugno 2017.

anni. L'occupazione nei primi due trimestri dell'anno ha continuato a crescere sospinta da quella dipendente: secondo i dati della Rilevazione delle Forze di lavoro, in luglio il numero degli occupati ha superato il livello di 23 milioni di unità, oltrepassato solo nel 2008, vale a dire prima dell'inizio della grande recessione. Sono proseguiti i segnali di miglioramento della domanda di lavoro da parte delle imprese ed ha continuato a ridursi il ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni.

La produttività del lavoro (misurata sulle unità di lavoro) è risultata lievemente positiva nella prima parte dell'anno con andamenti difformi tra settori. Nella prima parte del 2017 è proseguita la moderazione salariale, il costo del lavoro è cresciuto poco sopra il mezzo punto percentuale su base annua e le retribuzioni contrattuali hanno mantenuto un profilo sostanzialmente piatto. Nonostante la debole dinamica della produttività, l'evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto resta piuttosto contenuta.

Il tasso di inflazione è attualmente pari all'1,2 per cento secondo i dati di agosto, dopo il picco registrato in aprile (1,9 per cento). Nel corso dell'anno l'inflazione totale ha mantenuto un profilo superiore alla componente *core*, che è rimasta sotto l'1 per cento. Il deflatore del PIL si è ridotto nel primo trimestre per poi aumentare lievemente nel secondo. Nel primo trimestre l'andamento divergente tra deflatore del PIL e deflatore dei consumi privati è legato al peggioramento delle ragioni di scambio verificatosi a seguito dell'aumento del prezzo del petrolio nei primi mesi dell'anno. Tenuto conto dell'apprezzamento dell'euro e dell'andamento del prezzo del petrolio, la crescita del deflatore del PIL dovrebbe accelerare nella seconda parte dell'anno.

Per quanto riguarda la seconda metà del 2017, si prevede che l'espansione economica continui, trainata dal settore manifatturiero e dai servizi.

Dal lato dei consumi, si rafforzano le indicazioni incoraggianti emerse nei ultimi mesi: anche in agosto il clima di fiducia delle famiglie aumenta grazie al miglioramento di tutte le componenti. Gli indicatori disponibili forniscono segnali molto positivi anche per gli investimenti, specie in chiave prospettica; l'informazione qualitativa proveniente dalle inchieste ISTAT evidenzia valutazioni favorevoli riferite agli ordini e alle attese sulla produzione, il che consente di ipotizzare per i prossimi trimestri tassi di crescita sostenuti rispetto alla prima parte dell'anno. Per la domanda estera, i livelli degli ordini desumibili dalle indagini PMI risultano elevati; tuttavia l'effetto dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale implica una stabilizzazione della crescita delle esportazioni in volume.

Per quanto riguarda il lato dell'offerta, vi sono segnali positivi per il settore industriale e per quello dei servizi. A luglio l'indice di produzione industriale ha segnato una crescita oltre le attese, seppure di lieve entità (in particolare ha sorpreso al rialzo la produzione di beni di investimento). La crescita acquista della produzione industriale resta alta (1,1 per cento) e in linea con quanto registrato nel primo trimestre. Le indagini congiunturali riferite al mese di agosto evidenziano un miglioramento del clima di fiducia delle imprese (IESI) che si è collocato sui valori medi del 2007 (pre-crisi). Gli orientamenti delle imprese si rivelano positivi soprattutto nel settore manifatturiero grazie ad aspettative più ottimistiche sulla produzione. Sulla stessa linea anche l'indice PMI, che tocca il valore più elevato degli ultimi sei anni e mezzo. Più incerte le prospettive del

settore delle costruzioni: dopo il lieve recupero mostrato nel 2016 e all'inizio del 2017 la produzione è calata nei mesi primaverili per aumentare lievemente in luglio. Anche gli indicatori di fiducia del settore risultano meno ottimistici.

Resta positivo il quadro del settore dei servizi per la seconda parte dell'anno dopo la crescita sostenuta del valore aggiunto e del fatturato avvenuta nei primi due trimestri dell'anno. Le più recenti rilevazioni effettuate dall'ISTAT mostrano un aumento del livello di fiducia; puntano nella stessa direzione i risultati delle indagini presso i direttori degli acquisti che rilevano un altro forte incremento dell'attività nel mese di agosto. Anche i dati del turismo¹⁶ sono incoraggianti e in aumento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, come pure le indicazioni sul traffico autostradale. In sostanza le informazioni disponibili suggeriscono che nei prossimi mesi dovrebbe proseguire la crescita del valore aggiunto dei servizi di mercato.

In conclusione, nella seconda parte dell'anno la crescita sarà sostenuta e quantomeno in linea con il ritmo del primo semestre. Conseguentemente, la previsione di crescita del 2017 è rivista al rialzo a 1,5 per cento, sostenuta principalmente dal contributo positivo della domanda interna, comprese le scorte, mentre le esportazioni nette sottrarranno circa 1 decimo di punto alla crescita del PIL.

Scenario tendenziale

Gli scenari presentati nella Nota di Aggiornamento sono due: il primo viene definito “tendenziale” e il secondo “programmatico”. I due scenari sono formulati sulla base delle stesse variabili esogene internazionali, descritte nel paragrafo precedente, e delle informazioni di contabilità nazionale¹⁷. A partire dal 2018, l'impatto delle future misure di politica fiscale comporta delle differenze tra i due scenari.

Lo scenario tendenziale si basa sulla legislazione vigente e tiene conto anche degli effetti sull'economia degli aumenti di imposte indirette per il 2018-2020. Nel determinare il tendenziale sono naturalmente incluse le disposizioni del DL n. 50/2017 approvato lo scorso aprile.

La revisione al rialzo della crescita 2017 ha un effetto positivo di trascinamento sulla previsione per il 2018. Anche le prospettive per il triennio successivo migliorano, grazie in parte a variazioni del quadro internazionale e agli effetti delle riforme strutturali e delle misure di sostegno alla crescita già prese dal Governo (si veda il riquadro *La revisione delle stime di crescita tendenziali rispetto al DEF e analisi di rischio*).

¹⁶ Federalberghi, Comunicati stampa, Agosto e Settembre 2017.

¹⁷ Per i dati trimestrali si fa riferimento alle serie storiche disponibili fino al secondo trimestre del 2016 e pubblicate dall'ISTAT lo scorso 1 settembre. I dati annuali si riferiscono alle serie pubblicate dall'ISTAT il 22 settembre riviste per gli anni 2015 e 2016. L'ISTAT pubblicherà il profilo trimestrale coerente con i nuovi dati annuali il 3 ottobre.

TAVOLA II.2: QUADRO MACROECONOMICO TENDENZIALE (var. perc. salvo ove non diversamente indicato)

	2016	2017	2018	2019	2020
ESOGENE INTERNAZIONALI					
Commercio internazionale	3,1	4,7	3,9	4,0	3,7
Prezzo del petrolio (Brent, futures)	43,6	51,4	52,2	52,8	53,6
Cambio dollaro/euro	1,107	1,132	1,186	1,186	1,186
MACRO ITALIA (VOLUMI)					
PIL	0,9	1,5	1,2	1,2	1,3
Importazioni	3,1	5,5	3,4	3,7	4,5
Consumi finali nazionali	1,3	1,2	0,8	0,9	1,1
Consumi famiglie e ISP	1,5	1,4	1,0	1,0	1,2
Spesa della PA	0,5	1,0	0,1	0,3	0,8
Investimenti	2,8	3,1	2,7	2,2	3,0
- macchinari, attrezzature e vari	1,6	1,4	3,6	2,8	3,6
- mezzi di trasporto	28,1	26,3	4,3	2,5	2,7
- costruzioni	1,1	1,4	1,4	1,6	2,4
Esportazioni	2,4	4,8	3,5	3,6	3,6
<i>pm. saldo corrente bil. pag.in % PIL</i>	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4
CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL (*)					
Esportazioni nette	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,2
Scorte	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Domanda nazionale al netto delle scorte	1,5	1,5	1,1	1,1	1,4
PREZZI					
Deflatore importazioni	-3,5	2,4	0,8	1,9	1,6
Deflatore esportazioni	-1,1	2,1	1,5	1,7	2,0
Deflatore PIL	0,8	0,6	1,8	1,8	1,7
PIL nominale	1,7	2,1	3,0	3,0	3,0
Deflatore consumi	0,0	1,5	2,0	2,1	1,8
<i>p.m. inflazione IPCA al netto degli energetici importati, var.% (**)</i>	0,1	1,1	1,3	1,4	1,5
LAVORO					
Costo lavoro	0,5	0,8	1,0	1,5	1,5
Produttività (mis.su PIL)	-0,4	0,5	0,4	0,3	0,4
CLUP (misurato su PIL)	0,9	0,3	0,6	1,2	1,1
Occupazione (ULA)	1,4	1,0	0,8	0,9	0,9
Tasso di disoccupazione	11,7	11,2	10,8	10,3	9,8
Tasso di occupazione (15-64 anni)	57,2	58,1	58,7	59,3	60,0
<i>p.m. PIL nominale (valori assoluti in milioni euro)</i>	1.680.523	1.716.479	1.768.679	1.821.689	1.876.584

(*) Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

(**) Fonte: ISTAT.

Nota: Il quadro macroeconomico è stato elaborato sulla base delle informazioni disponibili al 22 settembre 2017.

Per le esogene internazionali si fa riferimento alle informazioni fino al 31 agosto 2017.

PIL e componenti in volume (prezzi concatenati anno base 2010), dati non corretti per i giorni lavorativi.

La revisione delle stime di crescita per il 2017 e gli anni seguenti

Lo scopo di questo riquadro è duplice: in primo luogo, presenta un'analisi dei principali fattori che hanno portato alla revisione delle previsioni macroeconomiche per il 2017 rispetto al DEF; nella seconda parte illustra l'impatto delle nuove variabili esogene sulla crescita per l'intero arco previsivo (2017-2020). Le previsioni della Nota di Aggiornamento tengono conto di nuove informazioni sull'economia italiana, tra cui i dati aggiornati di contabilità nazionale disponibili per i primi due trimestri dell'anno, e delle nuove prospettive del quadro internazionale. Il nuovo quadro macroeconomico tendenziale è stato elaborato tenendo conto anche di questa analisi.

In linea con i precedenti documenti, la Tavola R.1 mostra i fattori sottostanti la revisione della previsione macroeconomica per il 2017.

Le prime due colonne rappresentano: a) l'impatto della revisione dei dati del 2016 (delta effetto trascinamento); b) l'effetto degli errori di previsione che hanno interessato i primi due trimestri del 2017: le stime del DEF si fondavano su una base dati ufficiale ferma all'ultimo trimestre 2016, mentre sono ora disponibili le stime ufficiali dell'ISTAT sui primi due trimestri dell'anno in corso. Complessivamente, questi due fattori porterebbero a una revisione verso l'alto delle previsioni di crescita del PIL di 0,3 decimi di punto rispetto al DEF, con un profilo migliore per tutte le componenti della domanda interna ad eccezione degli investimenti. Per l'analisi degli investimenti fissi lordi si rimanda al riquadro *L'andamento degli investimenti fissi lordi nella prima metà del 2017*. Indicazioni di segno opposto (colte dalla previsione tendenziale) emergono per il deflatore del PIL.

La revisione della previsione è influenzata anche dalle migliori prospettive del quadro internazionale. La **colonna c** ("delta scenario internazionale") mostra l'impatto, generalmente positivo, di tali mutamenti, stimato con il modello econometrico del Dipartimento del Tesoro.

L'effetto congiunto dei tre fattori (**colonna d**) analizzati porta a concludere che il nuovo scenario giustifica un rialzo della previsione di crescita del PIL per il 2017 pari a circa cinque decimi di punto.

La **colonna h** (c.d. altri fattori)¹⁸ mostra la differenza tra la revisione effettivamente apportata alle previsioni (**colonna g** = NADEF-DEF) e quella suggerita dall'analisi dei dati. Un valore negativo indica "prudenzialità" nell'effettuare le nuove previsioni. Come già riscontrato nel DEF, la stima di crescita del PIL risulta prudente¹⁹.

La Tavola R.2 mostra gli impatti sulla crescita del PIL tra il 2017 e il 2020 delle revisioni delle variabili esogene internazionali rispetto alle assunzioni di marzo. La dinamica del commercio mondiale nel 2017 risulta maggiormente vivace rispetto a quanto prospettato nel DEF²⁰. Tale comportamento si estende al 2018 e, in misura inferiore, al periodo 2019-2020. La maggiore crescita del PIL derivante dall'aumento degli scambi internazionali è pari a 3 decimi di punto per il 2017 e si riduce negli anni seguenti.

Dopo il rialzo delle quotazioni del greggio a fine 2016 e inizio 2017, il prezzo del petrolio si è stabilizzato in media poco sopra i 50 dollari al barile risentendo ancora dell'eccesso di offerta. Come già rilevato in primavera, i contratti *futures* indicano solo un marginale aumento del prezzo del petrolio tra il 2017 e il 2020. Unito anche al rafforzamento dell'euro, la nuova ipotesi del prezzo del petrolio avrebbe, in media nell'intero periodo, un effetto lievemente positivo sulla crescita del PIL reale.

¹⁸ La definizione "altri fattori" è generica poiché include ulteriori informazioni che riguardano anche indicazioni sul grado di fiducia degli operatori economici non tutti necessariamente quantificabili tramite relazioni econometriche.

¹⁹ L'intervallo delle previsioni di crescita del PIL è compreso tra l'1,2-1,5 per cento per il 2017 e 0,9-1,3 per cento per il 2018. Cfr. *Consensus Forecasts*, Settembre 2017, *Consensus Economics Inc.*

²⁰ Si ricorda che per le simulazioni si utilizza la domanda internazionale pesata per l'Italia.

TAVOLA R.1: PRINCIPALI VARIABILI DEL QUADRO MACROECONOMICO (dati destagionalizzati)

2017								
	Fattori motivanti della revisione delle stime di crescita del 2017 (differenze dei tassi di crescita)				Previsione		Delta previsione e altri fattori	
	Delta effetto trascinamento sul 2017	Errore previsione (acquisito I sem 2017 al netto trascinamento)	Delta scenario internaz.	Delta complessivo*	NADEF 2017	DEF 2017	NADEF - DEF	Altri fattori
	a	b	c	d=(a+b+c)	e	f	g=e-f	h=g-d
PIL	0,2	0,1	0,1	0,5	1,5	1,1	0,4	-0,1
Importazioni di beni e servizi	0,2	1,2	0,4	1,8	5,5	4,4	1,1	-0,7
Spesa per consumi delle famiglie	0,1	0,3	0,1	0,5	1,4	1,0	0,4	-0,1
Investimenti fissi lordi	0,4	-2,1	0,2	-1,4	3,1	3,7	-0,6	0,8
Esportazioni di beni e servizi	0,2	0,9	0,4	1,4	4,9	3,7	1,1	-0,3
Deflatore PIL	-0,1	-0,9	-0,1	-1,1	0,6	1,1	-0,5	0,6
Deflatore consumi	0,0	0,2	-0,3	-0,1	1,5	1,2	0,4	0,4
Occupazione (ULA)	-0,1	0,5	0,1	0,5	1,0	0,8	0,2	-0,3

(*) Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

Con riferimento ai tassi di cambio, la migliore congiuntura rispetto alle attese dell'Area dell'Euro unitamente alla recenti vicende politiche internazionali, hanno comportato un apprezzamento dell'euro non solo nei confronti del dollaro ma anche, seppur in misura più contenuta, delle altre principali valute. È importante sottolineare che l'impatto macroeconomico viene definito dagli scostamenti del tasso di cambio nominale effettivo, calcolato come media ponderata dei tassi di cambio bilaterali rispetto all'euro dei principali partner commerciali dell'Italia. Per la proiezione delle valute è stata adottata l'usuale ipotesi tecnica che mantiene invariata nell'arco previsivo la media degli ultimi 10 giorni lavorativi terminanti il 31 agosto. L'apprezzamento del tasso di cambio effettivo avrebbe un effetto negativo sulla crescita stimato -0,2 punti percentuali nel 2017 e di -0,4 punti percentuali nel 2018. Per il biennio 2019-2020 non vi sono effetti vista l'ipotesi di stabilità del tasso di cambio.

L'impatto dell'apprezzamento potrebbe essere tuttavia più contenuto rispetto a quanto catturato solo in termini di competitività di prezzo. Infatti è ragionevole ipotizzare che almeno altri due fattori possono incidere in direzione opposta: i) un dollaro più debole renderebbe più convenienti le materie prime denominate in dollari, in primo luogo il petrolio, con effetti positivi sul piano del contenimento dei costi interni di produzione; ii) la struttura produttiva delle imprese si è modificata agevolandone la presenza sui mercati esteri²¹.

Rispetto al DEF la curva dei rendimenti sui titoli di stato italiani risulta più bassa. Il nuovo profilo dei tassi d'interesse congiuntamente alle minori tensioni finanziarie legate anche al risanamento del sistema bancario, rendono maggiormente favorevoli le condizioni del credito. Secondo le stime del modello econometrico l'effetto sarebbe leggermente positivo a

²¹ Cfr. Riquadro La performance delle esportazioni italiane.

partire dal 2019.

Complessivamente il nuovo contesto internazionale risulta più favorevole e porterebbe ad una maggior crescita di 0,1 punti percentuali nel 2017 e nel 2019 mentre nel 2018, anno in cui incide maggiormente l'apprezzamento del tasso di cambio, l'impatto sarebbe nullo (Tavola R.2).

TAVOLA R.2: EFFETTI SUL PIL DELLE IPOTESI SULLE ESOGENE INTERNAZIONALI (impatto sui tassi di crescita)

	2017	2018	2019	2020
1. Domanda mondiale pesata per l'Italia	0,3	0,2	0,1	0,0
2. Ipotesi tasso di cambio nominale effettivo	-0,2	-0,4	0,0	0,0
3. Ipotesi prezzo del petrolio	0,1	0,1	0,0	-0,1
4. Ipotesi tassi d'interesse	0,0	0,0	0,1	0,1
Totale (*)	0,1	0,0	0,1	0,0

(*) Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

FOCUS

Un'analisi di rischio (o di sensitività) sulle variabili esogene

Le ipotesi sul profilo di crescita del commercio mondiale e l'evoluzione dei tassi di cambio, del prezzo del petrolio e dei mercati finanziari risultano fondamentali nell'aggiornamento del quadro macroeconomico per l'economia italiana, essendo essa particolarmente esposta allo scenario internazionale. Quello sottostante al quadro tendenziale adotta delle regole di proiezione condivise dai maggiori previsori nazionali ed internazionali. Per fornire elementi di valutazione circa i rischi sottostanti tali previsioni, è stato svolto un esercizio di simulazione per stimare quale potrebbe essere l'impatto sulla crescita derivante da un differente profilo delle principali variabili esogene internazionali. L'analisi dei rischi individua, quindi, quattro scenari alternativi rispetto alle ipotesi sottostanti al quadro macroeconomico di riferimento che prefigurano dei rischi (positivi e negativi) a cui l'economia nazionale risulta esposta.

Le prime due simulazioni si riferiscono rispettivamente alla domanda mondiale e al tasso di cambio nominale effettivo per l'Italia. Nel primo semestre del 2017 la crescita del commercio internazionale ha sorpreso positivamente comportando una revisione al rialzo delle stime per l'anno in corso al 5,5 per cento. Nel quadro macroeconomico tale dinamica tende ad affievolirsi lungo l'orizzonte di previsione fino a raggiungere una variazione del 3,8 per cento nel 2020. Nel primo scenario alternativo si è prospettato che il commercio mondiale mantenga un ritmo di crescita più vivace dal 2018 in avanti pari al 4,8 per cento. Riguardo i tassi di cambio si abbandona l'ipotesi tecnica incorporata nello scenario tendenziale di valori dei cambi a un livello costante²² e si utilizzano invece i cambi previsti tra il dollaro e le principali valute dalla c.d. "Parità coperta dei tassi di interesse" collegata ai tassi di interesse previsti dal mercato. Questa metodologia di previsione proietta un maggiore apprezzamento dell'euro e una variazione del tasso di cambio nominale effettivo complessiva del 5,4 per cento nel triennio 2018 - 2020, rispetto al 1,6 per cento adottato nello scenario tendenziale. Il terzo scenario interessa il prezzo del petrolio, per il quale, rispetto alla previsione dello scenario tendenziale che utilizza i contratti *future* sul greggio e che prospetta una lieve risalita delle quotazioni, è stato simulato un aumento di 10\$ dal 2018. Infine, si introduce uno scenario di miglioramento delle condizioni finanziarie per i soggetti privati. Da un lato si sconta un profilo dei tassi d'interesse praticati alla clientela più ottimistico di quanto ipotizzato nel tendenziale; dall'altro si prospetta una maggiore rivalutazione degli asset detenuti dalle famiglie.

Sul piano dei risultati si evidenzia che la maggiore domanda internazionale rafforzerebbe la

²² Pari ad una media osservata negli ultimi dieci giorni lavorativi.

crescita delle esportazioni italiane e porterebbe ad una maggiore crescita di 0,6 punti percentuali nel triennio 2018-2020. Tuttavia, sia l'apprezzamento dell'euro (e in particolare del tasso nominale effettivo pesato per l'Italia) sia l'aumento del prezzo del petrolio rappresentano un fattore di potenziale freno alla crescita nel corso dei prossimi anni. Sul fronte finanziario, invece, una più rapida discesa dei tassi sui prestiti, favorita anche dai recenti interventi a favore del sistema bancario, congiuntamente ad un maggior rendimento degli asset delle famiglie avrebbe effetti favorevoli sul PIL andando ad alimentare i consumi e gli investimenti.

Per concludere tre degli scenari ipotizzati agiscono attraverso il canale estero, contribuendo positivamente alla crescita attraverso una domanda estera più vivace o apportando un minore stimolo per via di un ulteriore apprezzamento dell'euro o del rialzo del prezzo del greggio. Un miglioramento delle condizioni finanziarie, invece, porterebbe maggiori benefici alla domanda interna (si veda la Tavola R.1).

TAVOLA R.1: EFFETTI SUL PIL DELLE DIFFERENTI IPOTESI SULLE ESOGENE INTERNAZIONALI (impatto sui tassi di crescita)

	2018	2019	2020
1. Domanda mondiale pesata per l'Italia	0,1	0,2	0,3
2. Ipotesi tasso di cambio nominale effettivo	-0,2	-0,4	-0,4
3. Ipotesi prezzo del petrolio	-0,2	-0,3	-0,1
4. Ipotesi migliori condizioni finanziarie	0,1	0,2	0,2

Scenario programmatico

Il quadro macroeconomico programmatico incorpora gli effetti sull'economia delle misure che il Governo intende presentare al Parlamento con il disegno di legge di bilancio 2018.

Per quanto riguarda il 2018, vengono meno gli aumenti di imposta connessi all'attivazione delle clausole di salvaguardia. Saranno introdotte misure a favore della crescita attraverso l'incentivazione degli investimenti delle imprese. Inoltre si intende promuovere la crescita occupazionale in particolare dei giovani attraverso la riduzione degli oneri contributivi. Altri interventi dal lato della spesa sono volti a sostenere i redditi delle famiglie più povere.

Per quanto riguarda le coperture, la manovra per il 2018-2020 consiste grosso modo in un terzo di tagli strutturali alla spesa pubblica e due terzi di misure sul versante delle entrate, come illustrato nel capitolo III.

L'insieme di questi interventi produce un impatto positivo sulla crescita rispetto alla previsione tendenziale nel biennio 2018-19. La crescita programmatica risulta invece sostanzialmente pari a quella tendenziale nel 2020. Il processo di riduzione dell'indebitamento netto nello scenario programmatico è infatti più graduale nei primi due anni e più accentuato nell'ultimo anno del periodo, ma la *stance* fiscale più restrittiva nel 2020 è largamente compensata dagli effetti di stimolo su investimenti e esportazioni delle misure programmatiche introdotte anche negli anni precedenti. Le previsioni programmatiche sono basate su simulazioni effettuate con il modello econometrico del Tesoro (ITEM).

La tavola seguente mostra l'impatto stimato delle misure della manovra raggruppate per tipologia di intervento espresso come differenziale di crescita rispetto allo scenario tendenziale. Sulla base di una valutazione prudenziale delle