

## Sommario

*Il voto inglese del 23 giugno, che ha sancito la cosiddetta Brexit, ha accresciuto l'incertezza di imprese e consumatori e innalzato il grado di avversione al rischio degli investitori. È difficile quantificare l'impatto sulle prospettive di crescita, in particolare dei paesi europei. Esso dipenderà dalla lunghezza del periodo di incertezza, dalle ripercussioni dell'instabilità finanziaria sull'offerta di credito, dall'efficacia delle azioni di contrasto che adotterà la politica economica. Nell'aggiornamento del quadro previsivo di luglio, il Fondo monetario internazionale (FMI) corregge solo lievemente al ribasso le stime di crescita globale, assumendo un graduale superamento delle tensioni finanziarie grazie anche all'azione delle banche centrali. Il FMI sottolinea, tuttavia, l'aumento dei rischi negativi che Brexit comporta per lo scenario europeo.*

*Gli indicatori congiunturali disponibili per l'Italia segnalano, dopo il rafforzamento di inizio 2016, una decelerazione della fase di ripresa. Nelle stime UPB, il PIL sarebbe aumentato nel secondo trimestre intorno allo 0,2 per cento (+0,3 nel primo). Il rallentamento proseguirebbe nel terzo trimestre (circa +0,1), quando incidono anche gli effetti di incertezza del referendum britannico. Sulla base di queste stime, una crescita 2016 dell'1,2 per cento, come ipotizzato nel DEF, appare non raggiungibile (il PIL dovrebbe accelerare a ritmi prossimi all'1,5 per cento nel quarto trimestre). Scontando una dinamica contenuta, ma pur sempre favorevole, nell'ultimo trimestre (0,2-0,3 per cento), il tasso di crescita 2016 si collocherebbe poco sotto l'1 per cento. Una ripresa meno dinamica, rispetto alle precedenti stime, caratterizzerebbe anche il 2017; nelle simulazioni UPB l'impatto sulla crescita dell'effetto Brexit sarebbe di 0,2-0,4 punti percentuali, a seconda della severità delle ripercussioni sui mercati finanziari.*

*A fronte di una domanda estera frenata dal rallentamento internazionale, è la spesa interna a sostenere la ripresa italiana. Si tratta, tuttavia, di un sostegno relativamente debole, soprattutto se confrontato al miglioramento di potere d'acquisto che l'economia italiana ha conseguito nell'ultimo periodo grazie al calo del prezzo del petrolio; una quota rilevante del maggiore reddito non è stata destinata ad acquisti, ma indirizzata alla ricostituzione di risparmi e all'accantonamento di riserve da parte di famiglie e imprese.*

*Nel mercato del lavoro, prosegue l'evoluzione positiva dell'occupazione. La riduzione nel 2016 del regime di sgravi contributivi si è riflessa nella flessione delle assunzioni a tempo indeterminato. L'inflazione rimane negativa, risentendo della spinta deflativa delle materie prime e dei deboli impulsi interni connessi ai margini di capacità inutilizzata.*

*A cura del Servizio analisi macroeconomica; nota completata con le informazioni disponibili al 25-07-2016.*

## Contesto internazionale

### Le incertezze dopo Brexit

L'esito del referendum inglese del 23 giugno, favorevole all'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea (cosiddetta *Brexit*), si è innestato in un contesto globale caratterizzato da crescita modesta e deboli pressioni inflazionistiche.

È difficile prevedere l'influenza che il voto britannico avrà su tali tendenze, dipendendo anche dalla lunghezza del periodo che intercorrerà per la definizione del nuovo quadro di relazioni con l'Unione Europea (UE) e dall'azione di politica economica condotta a livello globale per contenere la potenziale instabilità derivante da una prolungata fase di incertezza.

Le valutazioni degli analisti convergono, in larga maggioranza, nello stimare un impatto netto di lungo periodo (nell'arco di 10-15 anni) negativo per l'economia inglese, conseguente alla minore integrazione del paese con l'UE. Secondo alcune stime, il costo connesso alla peggiore allocazione delle risorse e alle minori possibilità di scelta per imprese e consumatori britannici, al netto dei benefici insiti nel recesso (riduzione/azzeramento dei contributi al bilancio comunitario), si tradurrebbe in una diminuzione permanente di reddito pro capite inglese dell'1-3 per cento, a seconda delle ipotesi sugli accordi che verranno instaurati con l'UE. A tali perdite si dovrebbero poi aggiungere le conseguenze avverse per la dinamica della produttività, la cui determinazione è, però, molto aleatoria. Secondo alcune quantificazioni, considerando gli effetti dinamici e quelli connessi a una riduzione degli investimenti diretti dall'estero e dei flussi migratori, il declino di reddito del Regno Unito potrebbe ampliarsi, nel lungo termine, fino al 9-10 per cento<sup>1</sup>.

Le incertezze che circondano le valutazioni degli effetti a regime di *Brexit* si estendono alle ripercussioni di breve periodo. Quest'ultime, oltre a riguardare l'economia britannica, potrebbero incidere, se non efficacemente contrastate, sulla congiuntura internazionale e, in particolare, su quella dei paesi europei. I principali canali attraverso cui lo *shock Brexit* potrebbe influenzare gli andamenti correnti sono essenzialmente tre.

- *Effetto commercio internazionale*: decelerazione del Regno Unito dovuta a rallentamento degli investimenti in attesa che si chiarisca il quadro dei rapporti commerciali/finanziari con l'UE; l'impatto sul resto del mondo si espleterebbe attraverso la minore domanda inglese di importazioni.

---

<sup>1</sup> Cfr. Dhingra, S., H. Huang, G.I.P. Ottaviano, J.P. Pessoa, T. Sampson and J. Van Reenen (2016) "*The Costs and Benefits of Leaving the EU: Trade Effects*", *Centre for Economic Performance Technical Report*. Per un confronto con le stime di altre istituzioni e autori, che risultano nel *range* di valori indicato nel testo, cfr. FMI, (2016) "*Country Report no. 16/19, United Kingdom, Selected Issues*", giugno.

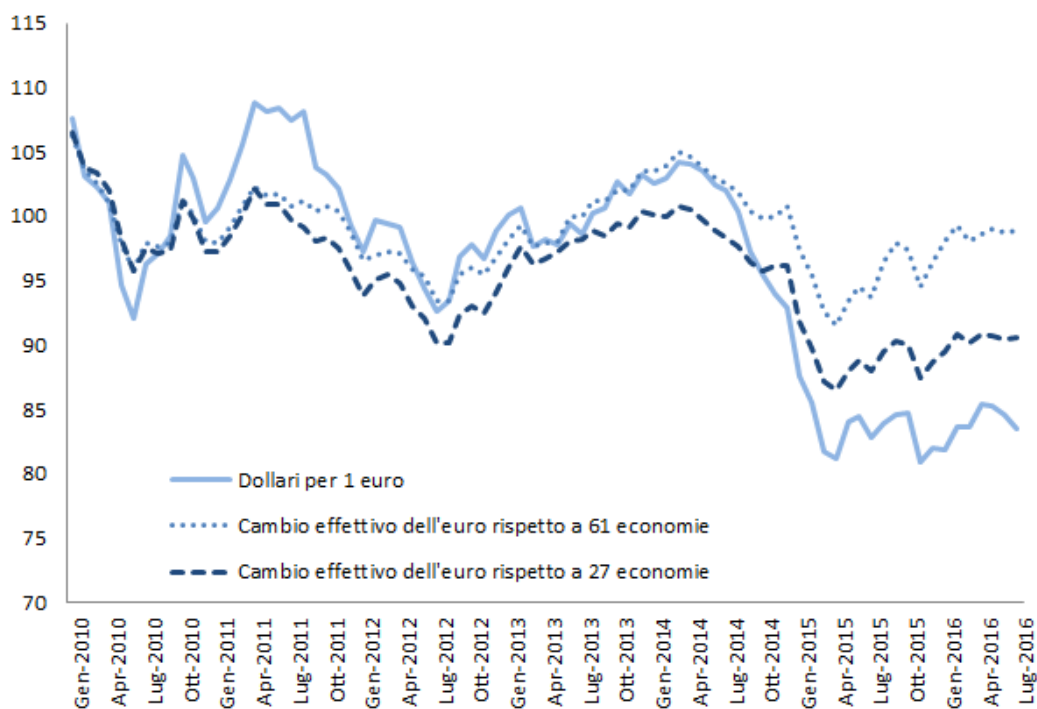
- *Effetto mercati finanziari*: aumento dell'avversione al rischio degli investitori nei mercati finanziari, alimentata anche dall'incertezza politica legata agli appuntamenti elettorali che si terranno in Europa nella seconda metà del 2016 e nel corso del 2017; l'impatto, in questo caso, si trasmette attraverso la rarefazione dei finanziamenti più rischiosi, in particolare quelli verso il settore bancario, con effetti di riduzione dell'offerta di credito.
- *Effetto fiducia*: caduta della fiducia di imprese e famiglie per l'aprirsi di un periodo di incertezza sulle prospettive dell'area europea; l'impatto di un calo del clima di opinione potrebbe tradursi in un freno per la domanda interna nelle varie economie.

Dato il peso relativamente limitato del Regno Unito nel commercio mondiale (l'*export* di beni e servizi verso questa economia è pari a poco più del 3 per cento del PIL per l'area euro, e meno del 2 per cento per l'Italia), sono soprattutto i canali finanziario e della fiducia quelli potenzialmente più rilevanti e da tenere sotto osservazione nei prossimi mesi.

Le ripercussioni finanziarie all'indomani del referendum sono state intense. Esse hanno riflesso anche il contraccolpo conseguente alla smentita di aspettative che si erano generalmente orientate in senso diverso circa l'esito del voto. La sterlina ha perso nell'arco di poche settimane il 13 per cento del suo valore sul dollaro, l'8 per cento sull'euro. La moneta unica, a sua volta, ha compensato il rafforzamento sulla valuta inglese con deprezzamenti su quella americana e sullo yen, risultando complessivamente stabile in termini medi effettivi (fig. 1). Le tensioni nel mercato dei cambi hanno successivamente preso ad attutirsi, pur permanendo pressioni al ribasso sulla valuta inglese e sull'euro nei confronti del dollaro.

L'innalzamento dell'avversione al rischio ha investito i mercati azionari, in particolare quelli dell'area dell'euro e, tra questi, soprattutto la borsa italiana, trainata al ribasso dal diffondersi di timori per la situazione dei bilanci nel settore bancario. La quotazione media delle istituzioni creditizie in Italia è caduta di circa il 30 per cento tra il 23 giugno e il punto di minimo toccato nella prima decade di luglio (-20 per cento circa per il resto della zona dell'euro). La flessione è stata poi parzialmente recuperata, anche per le decisioni adottate dal Governo italiano e approvate dalla Commissione europea circa l'eventuale garanzia pubblica nella raccolta di nuova liquidità nel 2016 e per l'evidenziarsi di spazi nelle norme comunitarie per attivare, se necessario, interventi pubblici per far fronte a esigenze di ricapitalizzazione di singoli istituti.

**Fig.1** – Tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro ed effettivo nominale  
(numeri indice, 2010=100)

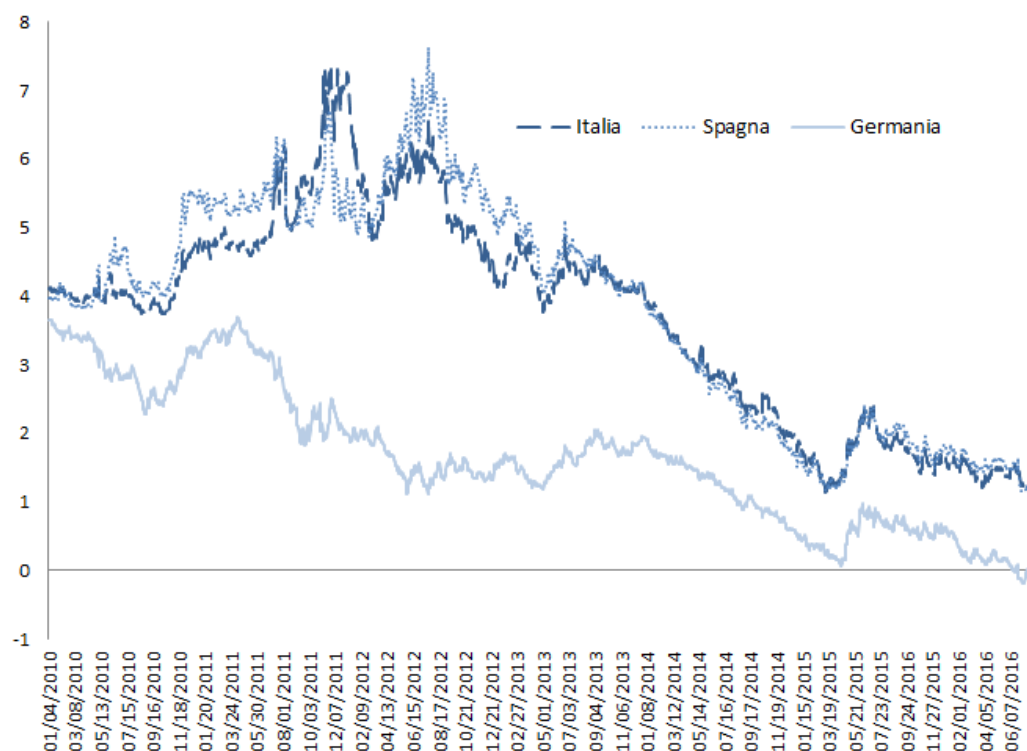


Fonte: Banca Centrale Europea, Banca dei regolamenti internazionali e stime UPB.

Assai più contenute sono risultate le oscillazioni dei premi al rischio nel mercato dei debiti sovrani, anche per il sostegno offerto dalla politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE). I differenziali di rendimento dei buoni decennali di Italia e Spagna rispetto alla Germania si sono innalzati intorno ai 160 punti base nei giorni immediatamente seguenti al referendum inglese, risentendo anche dell'abbassamento in territorio negativo del titolo tedesco. Il limitato rialzo degli *spread* è poi rientrato nelle settimane successive: alla fine della terza settimana di luglio il differenziale del Btp era sceso nuovamente sotto i 130 punti base, quello spagnolo sotto i 120 punti base. Contestualmente, i rendimenti dei titoli decennali dei due paesi erano tornati ad accostarsi verso i livelli minimi toccati nel marzo 2015 (fig. 2).

Nell'insieme, le tensioni finanziarie hanno preso a normalizzarsi nelle ultime settimane, grazie anche all'azione delle banche centrali. Il quadro rimane, però, contrassegnato dall'incertezza, col prevalere di rischi negativi per lo scenario globale.

**Fig.2** – Tassi di rendimento sui titoli di stato decennali



Fonte: Bloomberg.

Nel suo aggiornamento del quadro previsionale di luglio (quindi *post-Brexit*), il FMI ha ridotto solo marginalmente le stime di crescita globale: la dinamica del PIL mondiale è stata portata al 3,1 e 3,4 per cento nel 2016 e 2017 (un decimo di punto in meno in entrambi gli anni rispetto alle valutazioni di aprile). Più rilevante è stata la correzione del commercio internazionale nel 2016 (al 2,7 per cento, quattro decimi di punto in meno rispetto alle precedenti previsioni), cui fa seguito nel 2017 un lieve rialzo delle stime (un decimo di punto in più, al 3,9 per cento). Il nuovo quadro è basato sull'ipotesi che il Regno Unito decelererà, ma non cada in recessione, e che le incertezze internazionali indotte dal voto inglese si riducano gradualmente, senza dare luogo a rilevanti effetti di instabilità finanziaria. Il FMI sottolinea il prevalere dei rischi al ribasso insiti in queste assunzioni.

### **Le indicazioni della congiuntura internazionale**

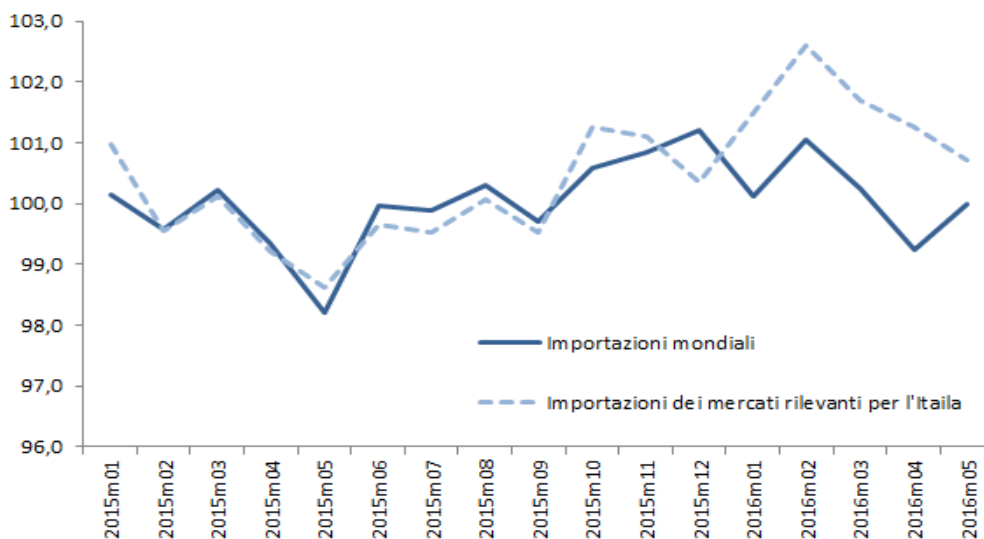
Le più recenti indicazioni congiunturali dipingono un'evoluzione dell'economia mondiale che ha viaggiato nella prima metà del 2016 a ritmi contenuti. Alla frenata dei paesi emergenti si è contrapposta la crescita moderata di quelli avanzati. La dinamica del commercio mondiale è rimasta debole nei primi quattro mesi del 2016. Anche l'evoluzione dei mercati rilevanti per l'Italia, risultata relativamente positiva tra la fine del 2015 e l'inizio del 2016, ha subito un sensibile rallentamento (fig. 3).

Con riferimento alle principali economie, gli Stati Uniti, pur registrando una decelerazione nel primo trimestre, hanno continuato a trainare la congiuntura globale. Le indicazioni sul periodo aprile-giugno sono positive, ma la ripresa sembra nel complesso essersi attestata su un ritmo più moderato rispetto agli scorsi anni. L'inflazione contenuta, i segnali altalenanti dell'occupazione e le incertezze dei mercati internazionali hanno spinto la *Federal Reserve* a procrastinare il rialzo dei tassi ufficiali di interesse. Dopo il voto inglese, le attese dei mercati non prevedono sostanzialmente aumenti nel 2016.

Anche nel Regno Unito, la dinamica dell'attività produttiva si è mantenuta favorevole nel primo trimestre e, secondo gli indicatori congiunturali disponibili, si è confermata su un sentiero positivo nel periodo aprile-giugno. Le prime indicazioni congiunturali successive al referendum segnalano un netto deterioramento del clima di opinione delle imprese (l'indice PMI è sceso bruscamente in luglio, situandosi sotto quota 50). A fronte dei rischi di instabilità finanziaria e di rallentamento economico, la Banca d'Inghilterra ha assunto un'impostazione a sostegno del ciclo, riducendo i requisiti di capitale per le banche e annunciando ulteriori passi in direzione espansiva per l'estate.

Dopo l'accelerazione del primo trimestre (+0,6 per cento), la ripresa della zona euro è tornata a moderarsi nei mesi primaverili. L'indebolimento della domanda estera è stato compensato dall'evoluzione positiva delle componenti interne della spesa. Gli indicatori anticipatori segnalano la prosecuzione della fase di crescita contenuta, ma il quadro dei rischi si è appesantito. Secondo prime valutazioni della Commissione europea, il referendum inglese potrebbe sottrarre alla crescita dell'area euro 1-2 decimi di punto quest'anno e 2-4 decimi di punto nel 2017, a seconda della severità e della lunghezza del periodo di incertezza.

**Fig. 3** – Importazioni mondiali e dei mercati rilevanti per l'Italia  
(numero indice, 2015=100)



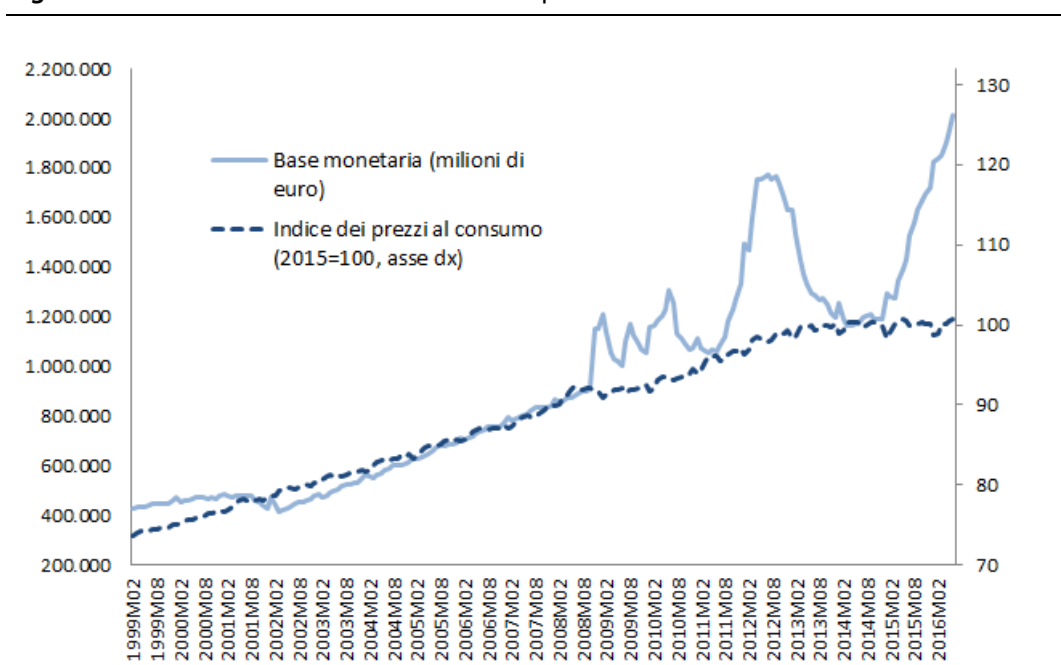
Fonte: Elaborazioni su dati *Central Plan Bureau*.

### L'azione della BCE per stimolare l'inflazione

In tale contesto, risulta essenziale l'azione della BCE nel fornire liquidità al sistema per contrastare l'intensificarsi dei rischi finanziari, sostenere il ciclo economico, riattivare l'inflazione. Nell'ambito delle decisioni assunte lo scorso marzo di ulteriore rafforzamento dello stimolo monetario, l'Eurosistema ha esteso a partire da giugno gli acquisti mensili di titoli alle obbligazioni *investment grade* emesse da imprese dell'area euro e ha avviato, alla fine dello stesso mese, la prima delle quattro operazioni di rifinanziamento a lungo termine del settore bancario a condizioni di costo molto favorevoli. Nella riunione di luglio, la prima dopo il voto britannico, la BCE ha lasciato la politica monetaria invariata, nell'attesa di acquisire maggiori informazioni sulla congiuntura e di disporre, in settembre, di nuove stime sull'evoluzione dell'area dell'euro.

L'azione della Banca centrale si situa in un quadro finanziario e di formazione delle aspettative molto complesso. L'eccezionalità della situazione è evidenziata dalla difficoltà di trasmettere il forte stimolo monetario alla dinamica dei prezzi (fig. 4). In giugno l'inflazione nell'area euro è stata solo marginalmente positiva (+0,1 per cento), quella delle componenti meno volatili (escludendo petrolio ed alimentari) si è situata su livelli bassi (+0,9 per cento). Le attese di inflazione a medio-lungo termine, misurate sui rendimenti degli strumenti finanziari, sono tornate a scendere verso i livelli minimi che hanno contrassegnato gli ultimi anni, nonostante il potenziamento dello stimolo monetario adottato dall'inizio del 2016.

**Fig. 4** – Area dell'euro: base monetaria e prezzi al consumo



Fonte: BCE, Eurostat.

## ***Economia italiana***

### ***Ripresa a passo lento trainata dalla domanda interna***

Nel primo trimestre 2016 il PIL italiano è aumentato dello 0,3 per cento (+1 per cento su base tendenziale), recuperando vigore dopo il rallentamento della seconda metà del 2015 (+0,1 per cento nel quarto trimestre). La crescita acquisita per il 2016, ovvero quella che si avrebbe nell'ipotesi di variazioni nulle per i restanti trimestri dell'anno, è pari allo 0,6 per cento.

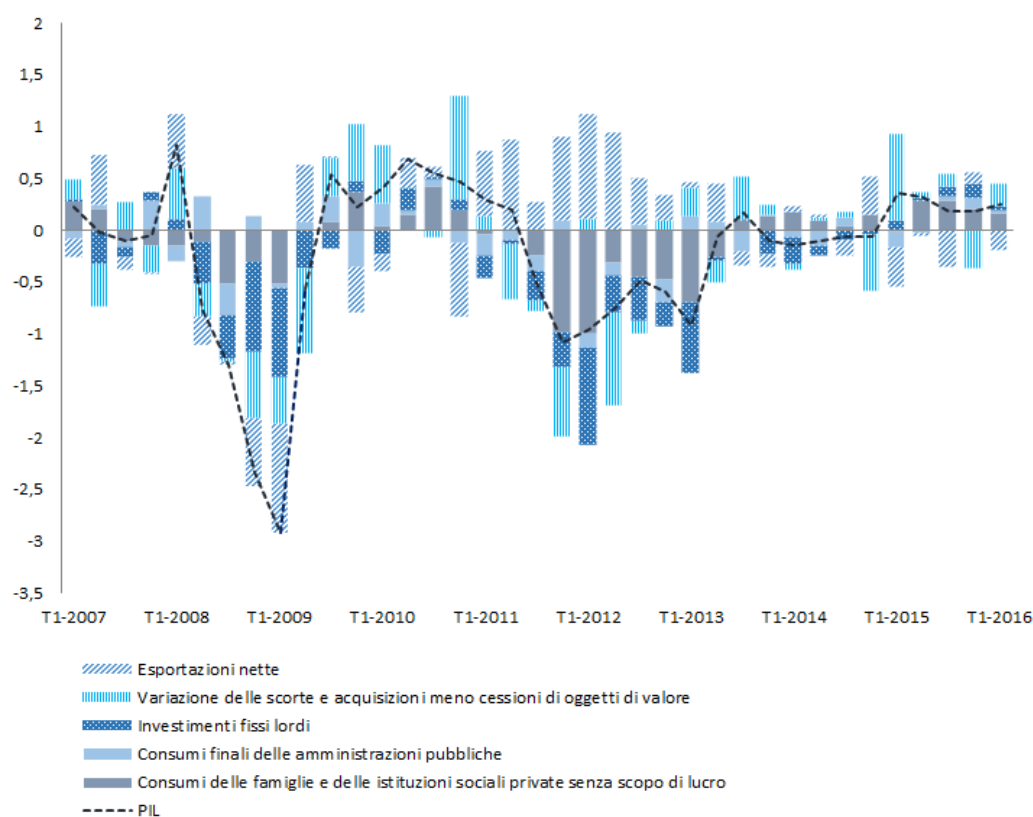
La ripresa è stata principalmente sostenuta dalla spesa per consumi delle famiglie e dalle scorte, che hanno entrambe fornito un contributo all'aumento del PIL pari allo 0,2 punti percentuali (fig. 5), mentre nullo è stato l'apporto degli investimenti e negativo quello della domanda estera netta (-0,2 punti percentuali), a seguito di una contrazione delle esportazioni (-1,5 per cento) eccedente quella delle importazioni (-0,9 per cento).

Si è, quindi, confermato il graduale recupero dei consumi privati in atto da oltre due anni. Sulla positiva evoluzione ha influito il rialzo del reddito disponibile delle famiglie, su cui hanno preso a incidere dallo scorso anno le migliori tendenze del mercato del lavoro. A inizio 2016 si sono registrati incrementi nell'acquisto di beni durevoli (+0,5 per cento) e non durevoli (+0,7 per cento); sono marginalmente cresciuti anche i consumi di servizi (+0,2 per cento). Tuttavia, pur in un quadro che rimane favorevole, emergono elementi di incertezza che spingono le famiglie verso comportamenti prudentziali di spesa. Il clima di fiducia dei consumatori è in ripiegamento dalla primavera, evidenziando un minore ottimismo sia sulla situazione economica personale che su quella generale del Paese. Valutazioni più sfavorevoli hanno riguardato anche le opportunità di acquisto di beni durevoli, ovvero la componente dei consumi che è risultata maggiormente dinamica negli ultimi anni. Tale incertezza finisce col costituire un fattore di freno per la spesa dei consumatori. Nel primo trimestre, poco più di un quarto dell'incremento del reddito disponibile reale (salito dell'1,1 per cento) si è tradotto in maggiori consumi, con un conseguente rialzo della propensione media al risparmio (all'8,8 per cento).

Ancora più moderata appare la dinamica del processo di accumulazione delle imprese. Il lieve aumento degli investimenti fissi lordi nel primo trimestre (+0,2 per cento) è stato ancora trainato da quelli in mezzi di trasporto (+2,5 per cento), mentre è rimasto contenuto l'andamento di quelli in macchinari e attrezzature (+1,1 per cento) e sono risultati nuovamente in calo, dopo il recupero della seconda metà del 2015, gli investimenti in costruzioni (-0,5 per cento). Le migliorate condizioni del credito non sembrano aver ancora dato slancio a questa componente di spesa e, sebbene l'Indagine della Banca d'Italia segnali un'espansione dei piani delle imprese, il livello degli investimenti resta, in rapporto al PIL, del 30 per cento inferiore a quello precedente la crisi (del 20 per cento, escludendo quelli in costruzioni).



**Fig. 5** – Variazione del PIL sul trimestre precedente e contributi delle componenti della domanda al PIL  
(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: Istat.

### **Ragione di scambio e domanda interna**

La debolezza della ripresa della domanda interna spicca particolarmente quando viene posta a confronto col miglioramento del potere d'acquisto dell'economia italiana, consentito dal miglioramento della ragione di scambio (rapporto tra prezzi delle esportazioni e delle importazioni).

La variazione del potere d'acquisto di un paese, conseguente alle modifiche dei prezzi all'*export* e all'*import*, è misurata dal cosiddetto *command GDP*<sup>2</sup>. Tale grandezza aumenta in misura maggiore o minore del PIL a seconda che la ragione di scambio aumenti o diminuisca.

<sup>2</sup> Il *command GDP* misura il potere d'acquisto dell'*output* di un paese, ovvero la sua capacità di acquistare, in cambio della propria produzione, beni e servizi sul mercato mondiale. Esso si ottiene deflazionando, nell'identità contabile del PIL, il valore delle esportazioni con i prezzi all'importazione, talché guadagni della ragione di scambio (prezzi all'*export* che crescono rispetto a quelli all'*import*) si traducono in aumenti di questa grandezza superiori a quelli del PIL e viceversa. Si tratta di una statistica diffusamente utilizzata nelle analisi dell'OCSE e nella contabilità nazionale degli Stati Uniti; cfr. Kehoe T. J., Ruhl K. J., (2008) "Are shocks to the terms of trade shocks to productivity?", *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, gennaio.

Il *command GDP* dell'Italia ha evidenziato negli ultimi anni un'evoluzione sostanzialmente migliore del PIL (fig. 6). In particolare, nel corso della recente fase di ripresa esso è aumentato in misura più che doppia rispetto al PIL (+2,6 contro +1,3 per cento tra il quarto trimestre 2014 e il primo 2016), riflettendo il positivo influsso sul reddito reale italiano della caduta del prezzo del petrolio. A fronte di un simile miglioramento nelle potenzialità di spesa dell'economia, la risposta della domanda interna (misurata da consumi privati e investimenti fissi lordi) è stata molto contenuta (con un rialzo complessivo dell'1,7 per cento). Ciò sta a testimoniare che una quota rilevante dell'aumento di potere d'acquisto del Paese non è stata destinata ad acquisti, ma si è indirizzata alla ricostituzione dei risparmi degli individui, alla restituzione di prestiti di soggetti indebitati, all'accantonamento di riserve da parte delle imprese con scarse o incerte prospettive di mercato.

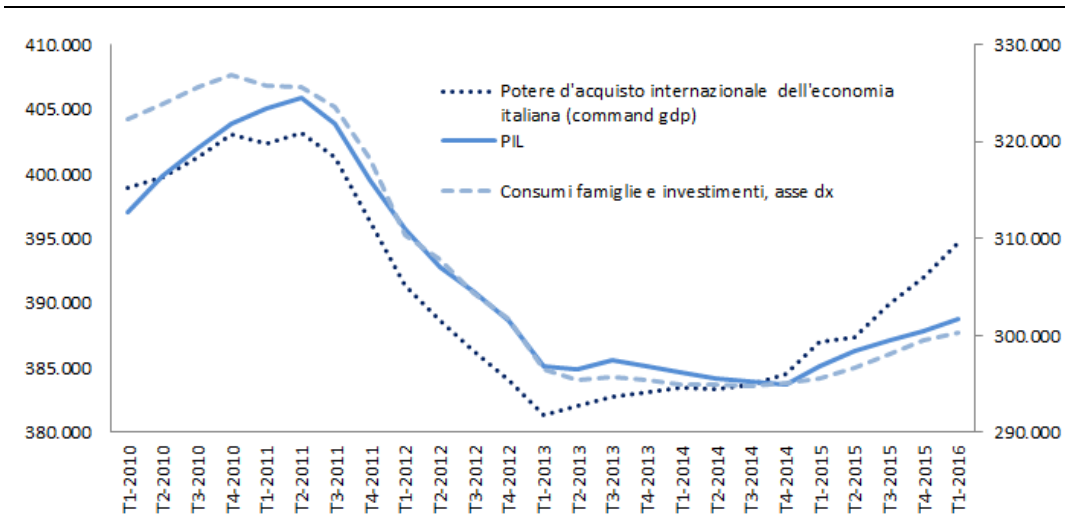
### ***Le indicazioni congiunturali più recenti: rallenta l'industria***

Dopo un inizio d'anno in recupero rispetto al rallentamento di fine 2015, le informazioni congiunturali più recenti segnalano un nuovo indebolimento dell'attività produttiva. La produzione industriale (in rialzo dello 0,5 per cento nel primo trimestre) è tornata a scendere in maggio (-0,6 per cento rispetto al mese precedente). La frenata ha trovato conferma, nello stesso mese, nel calo di fatturato (-1,1 per cento) e ordinativi (-2,8 per cento) su cui hanno inciso le flessioni registrate tanto nel mercato interno che in quello estero. La produzione è apparsa in contrazione in tutti i comparti (-1,8 per cento per i beni strumentali, -0,9 per cento per quelli intermedi, -0,6 per cento per l'energia, -0,3 per cento per i beni di consumo). È, invece, risultata ancora in aumento la fabbricazione di mezzi di trasporto (+0,8 per cento). Nel complesso, l'indebolimento della produzione industriale si è associato a un nuovo regresso del grado di diffusione della ripresa: la percentuale dei settori in espansione è scesa in aprile-maggio a 55 (all'inizio dell'anno tale quota era stimata superiore al 60 per cento, fig. 7)<sup>3</sup>.

---

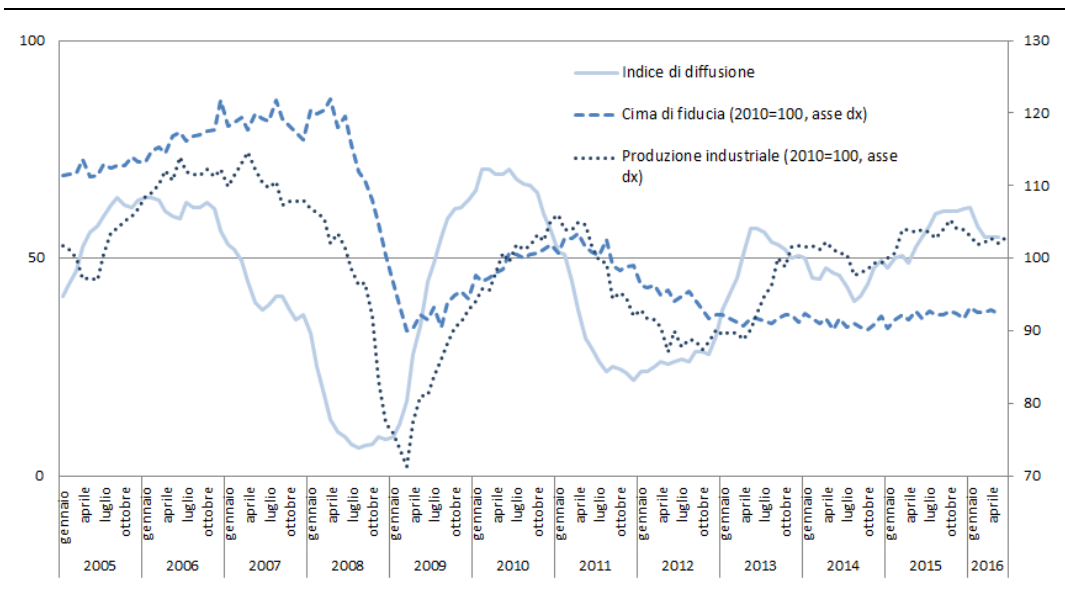
<sup>3</sup> L'indice di diffusione è calcolato considerando la quota di sottosettori del manifatturiero (circa 180 settori Ateco a 4 cifre, escludendo gli energetici) in espansione, ovvero con tasso di crescita positivo del *trend* (ottenuto con un filtro di Kalman in un modello a componenti inosservate con *trend*, *slope* e stagionalità). Quindi un valore pari a 50 indica che la metà dei sottosettori è in espansione. Per costruzione, nell'indice di diffusione tutti i settori sono considerati con un uguale peso.

**Fig. 6** – Potere d'acquisto dell'economia italiana, PIL e domanda interna  
(milioni di euro, valori concatenati, anno di riferimento 2015)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig.7** – Diffusione della ripresa nel settore manifatturiero  
(valori percentuali e numeri indice 2010=100, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

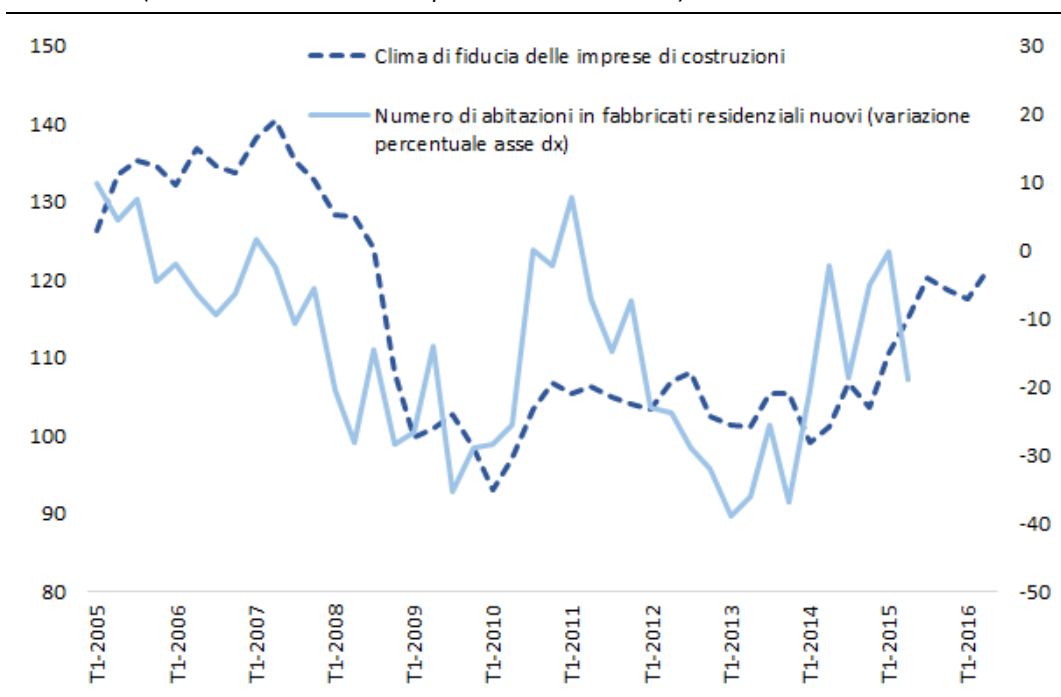
***Tra alti e bassi, le costruzioni migliorano; servizi sono in moderata ripresa***

Appaiono contrastanti le indicazioni nel settore delle costruzioni. Dopo il miglioramento della fine del 2015, gli investimenti sono diminuiti nel primo trimestre, sia per la componente non residenziale (-0,5 per cento) che per quella in abitazioni (-0,6 per cento). Un andamento irregolare si riscontra anche per l'indice di produzione, cresciuto

sensibilmente in aprile (+2,5 per cento) per poi calare in misura marcata in maggio (-3,6 per cento). La volatilità degli indicatori sembra comunque sottendere un tendenziale processo di lento miglioramento. Le imprese del settore si mostrano maggiormente ottimiste, principalmente a riflesso di valutazioni più favorevoli su portafoglio ordini e piani di costruzione (fig. 8). La progressiva stabilizzazione delle quotazioni delle case e la ripresa delle compravendite (in rialzo del 20 per cento nel primo trimestre 2016 rispetto ad un anno prima) sostengono la componente residenziale che beneficia del recupero del reddito disponibile delle famiglie e delle migliori condizioni di credito. Gli investimenti in abitazioni sono aumentati, a prezzi correnti, a ritmi medi trimestrali dell'1 per cento a partire dalla metà dello scorso anno, evidenziando un'inversione di tendenza rispetto al calo quasi ininterrotto in atto dal 2010 (fig. 9).

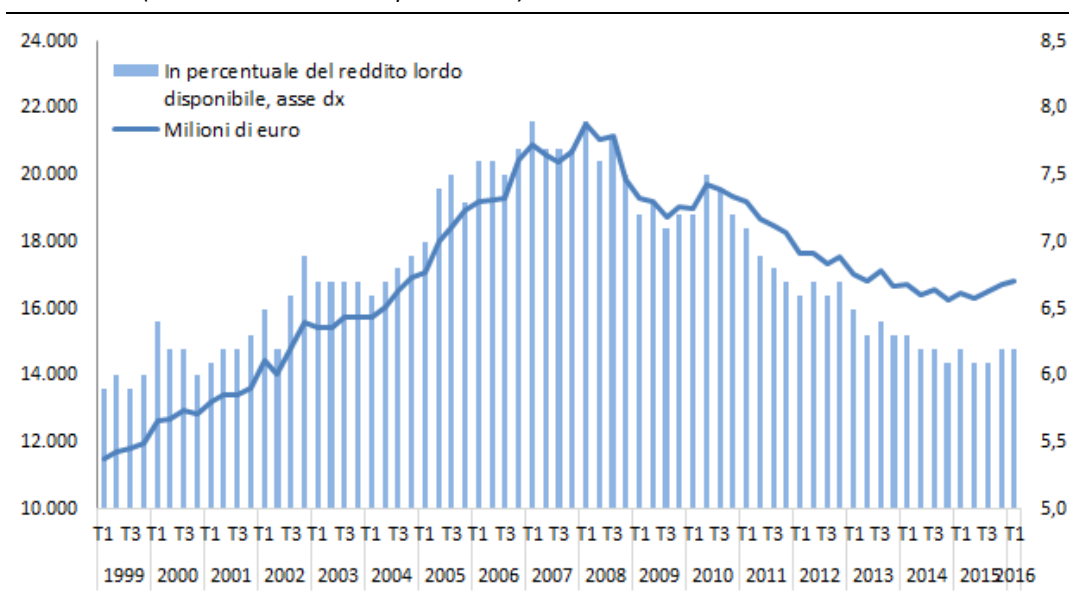
Il settore dei servizi appare in moderata espansione, riflettendo la spinta proveniente dalla domanda interna. Il clima di fiducia delle imprese è lievemente diminuito nella prima metà dell'anno, non discostandosi tuttavia dai livelli relativamente elevati raggiunti nella seconda metà del 2015 (fig. 10). Dopo la flessione di marzo, le vendite al dettaglio in volume hanno recuperato una dinamica marginalmente positiva nei mesi successivi (+0,1 per cento ad aprile, +0,2 per cento a maggio), confermando sostanzialmente i segnali di recupero forniti dall'indicatore dei consumi di Confcommercio.

**Fig. 8** – Fiducia e costruzione di nuove abitazioni  
(numeri indice e variazioni percentuali tendenziali)



Fonte: Istat.

**Fig. 9** – Investimenti delle famiglie per acquisto di abitazioni  
(milioni di euro e valori percentuali)



Fonte: Istat ed elaborazioni su dati Istat.

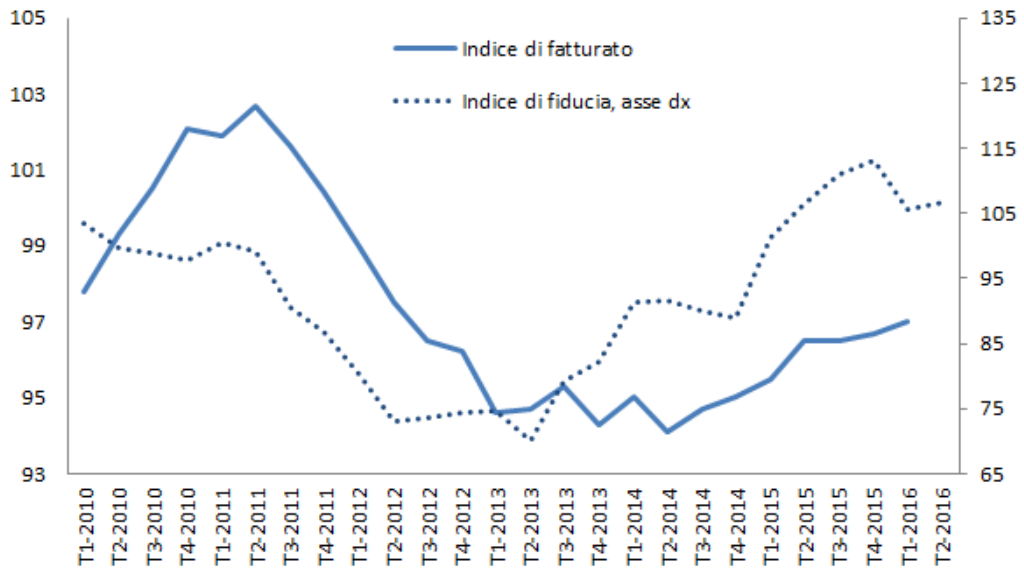
#### **La previsione di breve periodo: il PIL frena nel secondo e terzo trimestre**

Nel complesso, queste indicazioni segnalano una decelerazione della crescita dell'attività economica a partire dalla primavera. In attesa del dato sui risultati effettivi del secondo trimestre, sulla base delle stime dei modelli di breve periodo UPB, il PIL dovrebbe essere aumentato in aprile-giugno intorno allo 0,2 per cento, compensando la frenata dell'industria con l'andamento più positivo degli altri settori. Risentendo anche degli effetti di incertezza indotti dal voto inglese, la dinamica dell'attività economica potrebbe attenuarsi ulteriormente nel terzo trimestre, quando si stima una variazione del PIL solo marginalmente positiva (intorno a +0,1 per cento). Data questa evoluzione congiunturale, il tasso di incremento tendenziale del PIL si collocherebbe a circa 0,9 per cento nel secondo trimestre, lievemente sotto tale livello nel terzo (fig. 11).

Sulla base di queste stime, una crescita 2016 dell'1,2 per cento, come ipotizzato nel DEF, appare non raggiungibile (per conseguirla il PIL dovrebbe accelerare a ritmi prossimi all'1,5 per cento nel quarto trimestre). L'indebolimento degli indicatori anticipatori del ciclo economico e le ripercussioni del voto inglese sul quadro globale e, attraverso il canale dell'incertezza, su quello interno condizionano la prospettiva di breve termine. Scontando una dinamica del PIL contenuta, ma pur sempre favorevole, nell'ultimo trimestre dell'anno (nell'ordine dello 0,2-0,3 per cento), il tasso di crescita 2016 si collocherebbe poco sotto l'1 per cento. Una ripresa meno dinamica, rispetto alle precedenti stime, caratterizzerebbe secondo la generalità dei previsori anche il 2017; secondo simulazioni UPB, l'effetto *Brexit* impatterebbe sulla crescita del PIL 2017 per 0,2-0,4 punti percentuali, a seconda del grado

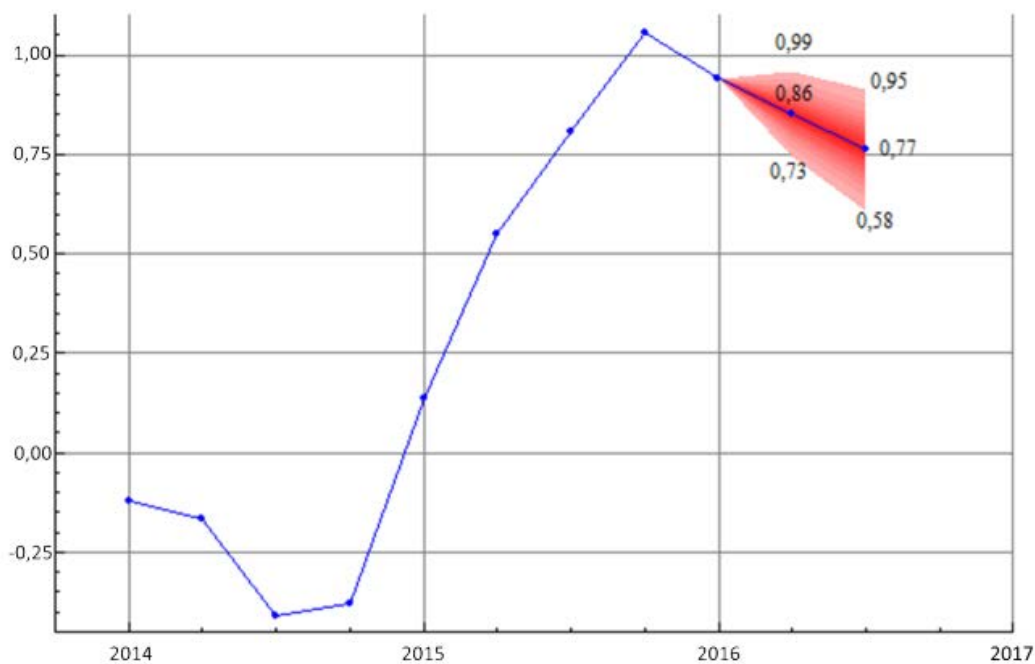
di severità delle ripercussioni sui mercati finanziari e sull'offerta di credito (si veda il Riquadro "L'impatto di *Brexit* sull'economia italiana").

**Fig. 10** – Fatturato e fiducia nei servizi  
(numeri indice, 2010=100)



Fonte: Istat ed elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 11** – Previsioni di breve periodo del PIL ed errore standard (1)  
(valori percentuali)



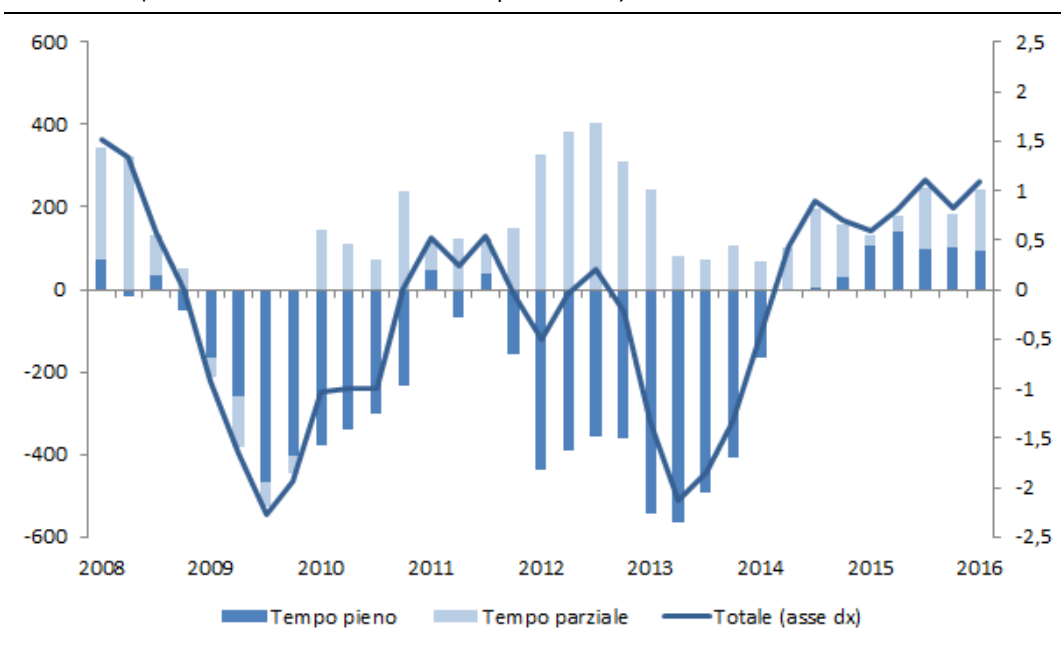
(1) al 95 per cento delle probabilità. Fonte: UPB

### Prosegue a ritmi moderati l'andamento positivo dell'occupazione

Nel mercato del lavoro, l'evoluzione dell'occupazione è rimasta favorevole, pur risentendo della discontinuità indotta dall'anticipo delle assunzioni effettuate dagli imprenditori nei mesi finali dello scorso anno per beneficiare dell'abbattimento integrale dei contributi previdenziali.

Nel primo trimestre l'occupazione è aumentata moderatamente (+0,1 per cento secondo l'indagine sulle Forze di lavoro, +0,2 per cento sulla base delle unità standard di contabilità nazionale). Il rialzo è interamente attribuibile alla componente degli occupati alle dipendenze permanenti (+0,5 per cento, +75.000 unità), in crescita secondo ritmi analoghi a quelli registrati nella seconda metà del 2015; si è per contro accentuata la flessione della componente dipendente a tempo determinato (-2,4 per cento, -57.000 unità), mentre una stazionarietà ha interessato l'occupazione indipendente. Nel confronto rispetto a un anno prima, il rialzo degli occupati (+1,1 per cento, pari a 242.000 unità) ha soprattutto interessato la popolazione di età compresa tra i 50 e i 64 anni (+4,6 per cento), a fronte di riduzioni nelle classi centrali di età. L'occupazione a tempo parziale, contrassegnata dalla maggiore incidenza di *part-time* volontario, è aumentata in misura nettamente superiore rispetto a quella a tempo pieno (+3,7 per cento), contribuendo per circa il 62 per cento all'incremento dell'occupazione su base annua (fig. 12).

**Fig. 12** – Occupati a tempo pieno e a tempo parziale  
(variazioni tendenziali assolute e percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

I dati di flusso relativi alle transizioni nel tempo tra gli stati del mercato del lavoro, disponibili fino al primo trimestre 2016, hanno confermato le indicazioni di un aumento dei passaggi dall'occupazione dipendente a termine verso quella a tempo indeterminato (+4,4 punti percentuali l'incremento tra il primo trimestre del 2016 e il primo del 2015 rispetto all'analogo periodo di dodici mesi prima), interamente ascrivibile alla componente maschile.

Gli effetti della rimodulazione del regime di decontribuzione, con il passaggio nel 2016 da un abbattimento pressoché completo dei contributi a carico dei datori di lavoro a un esonero parziale, cominciano probabilmente a evidenziarsi nei dati delle forze di lavoro nei mesi primaverili. Nel bimestre aprile-maggio l'occupazione ha continuato a incrementarsi (+0,4 per cento rispetto al primo trimestre), venendo, però, sospinta soprattutto dal favorevole sviluppo degli occupati alle dipendenze a termine (+2,3 per cento), a fronte di un'evoluzione più contenuta della componente a carattere permanente e di quella indipendente (+0,2 per cento, per entrambe).

Il minor sostegno alla crescita dell'occupazione fornito dai dipendenti a carattere permanente, a fronte del buon andamento di quelli a termine, ha trovato riscontro nei dati dell'Osservatorio sul precariato dell'INPS. Nel periodo gennaio-maggio, i rapporti di lavoro subordinato, al netto delle cessazioni, hanno registrato una flessione significativa (-19 per cento, circa 102.000 rapporti di lavoro in meno). Tale riduzione ha riflesso il forte calo dei rapporti di lavoro a tempo indeterminato (280.000 in meno rispetto allo stesso periodo del 2015), per il significativo contenimento di quelli instaurati con la fruizione dell'esonero contributivo. Secondo i dati INPS, nei primi cinque mesi dell'anno in corso, l'incidenza delle assunzioni e trasformazioni agevolate (sul totale delle assunzioni/trasformazioni a tempo indeterminato) è risultata inferiore di almeno 20 punti percentuali rispetto allo stesso periodo del 2015 (fig. 13).

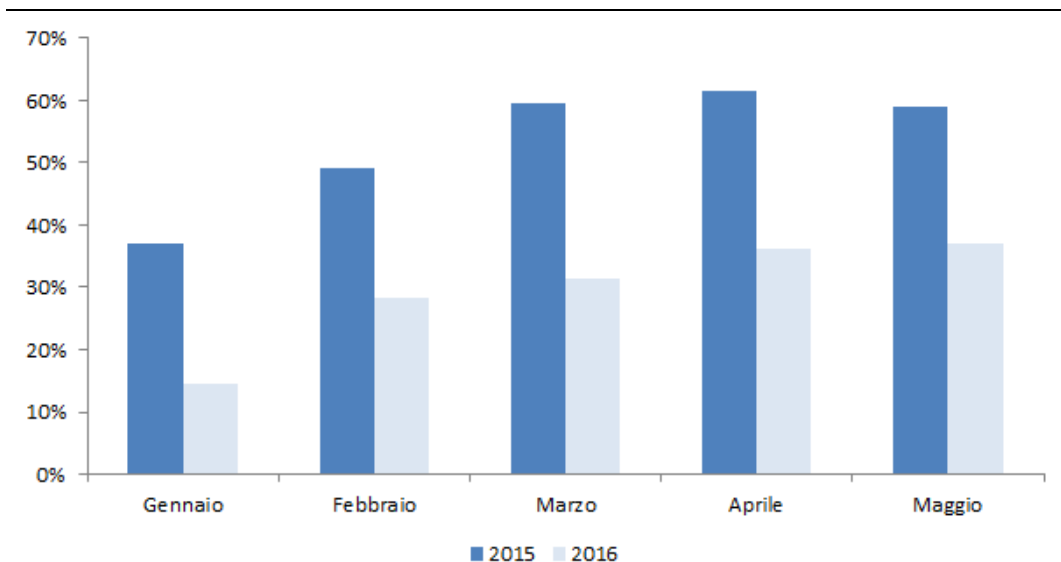
Nei primi tre mesi dell'anno, le persone in cerca di occupazione hanno registrato un ulteriore rialzo (+0,3 per cento su base congiunturale). Tale evoluzione ha soprattutto riflesso la diminuzione degli inattivi. L'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, compensando il positivo andamento dell'occupazione, ha contribuito alla stabilità del tasso di disoccupazione per il terzo trimestre consecutivo (11,6 per cento). La quota dei senza lavoro si è confermata stazionaria in aprile, per poi ridursi leggermente in maggio (11,5 per cento). Nel complesso, il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro ha trovato riscontro in un calo della probabilità di persistere nello stato di disoccupazione. Secondo i dati di flusso disponibili fino al primo trimestre del 2016, il tasso di permanenza nella disoccupazione è diminuito, a distanza di un anno, di circa tre punti percentuali (dal 40,4 per cento stimato tra il primo trimestre 2014 e il primo 2015). Si è, al contempo, confermato positivo il saldo delle transizioni dalla disoccupazione verso lo stato di occupazione (+1,2 punti percentuali).

Gli indicatori sul mercato del lavoro misurati dal lato delle imprese hanno continuato a evidenziare un progressivo miglioramento, a testimonianza di una domanda di lavoro



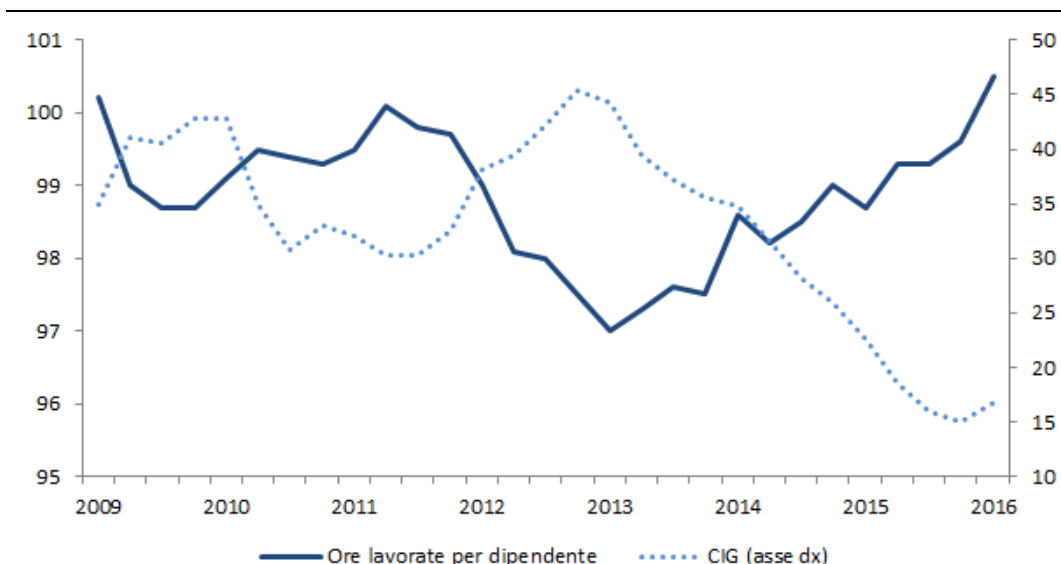
ancora crescente. Un sensibile progresso ha, inoltre, riguardato l'ammontare di ore lavorate per dipendente (+0,9 per cento l'incremento complessivo nell'industria e nei servizi di mercato), a seguito della considerevole diminuzione delle ore di Cassa integrazione guadagni, particolarmente sostenuta nell'industria in senso stretto e nelle costruzioni (fig.14).

**Fig. 13** – Assunzioni effettuate con l'esonero contributivo  
(incidenze percentuali sul totale delle assunzioni/trasformazioni a tempo indeterminato)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 14** – Ore lavorate per dipendente e incidenza della CIG  
(indici destagionalizzati 2010=100; incidenza per 1.000 ore lavorate)



Fonte: Istat.

### ***Inflazione in negativo sospinta dagli impulsi esteri e dalla debole ripresa dell'economia***

L'inflazione permane in territorio negativo, risentendo tanto degli impulsi al ribasso provenienti dall'estero, quanto degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata che contraddistinguono il debole ciclo di ripresa.

La riduzione tendenziale dei prezzi al consumo registrata in giugno (-0,2 per cento) è stata ancora ascrivibile al deterioramento della componente energetica (-7,5 per cento), che ha continuato a riflettere la caduta delle quotazioni delle materie prime; vi ha inoltre contribuito l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei mesi iniziali dell'anno. Nella media del secondo trimestre, la dinamica dei prezzi è tornata nuovamente in flessione (-0,3 per cento), dopo la stazionarietà nei primi tre mesi dell'anno.

Anche la dinamica di fondo dei prezzi (al netto di energetici e alimentari freschi) si è confermata debole (+0,5 per cento in giugno, un decimo in meno rispetto a maggio), riflettendo spinte contenute dal lato dei beni industriali non energetici e stazionarietà dei servizi. Dall'inizio dell'anno, l'inflazione di fondo è risultata in significativa attenuazione (quattro decimi di punto in meno rispetto a gennaio).

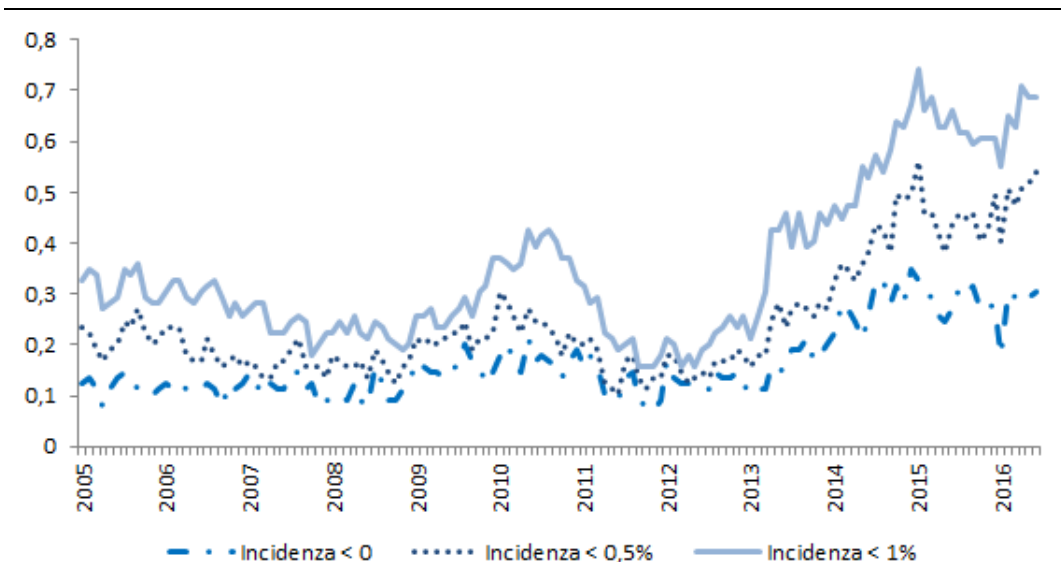
Con riferimento alle voci elementari del paniere IPCA, l'incidenza dei prodotti in deflazione è rimasta sostanzialmente stabile in giugno (risultando pari a pari a poco più del 30 per cento del paniere). È, invece, cresciuta sensibilmente (al 54 per cento, 14 punti percentuali in più rispetto a gennaio) la quota percentuale di voci caratterizzate da variazioni tendenziali dei prezzi molto basse (inferiore allo 0,5 per cento). La percentuale dei beni e servizi caratterizzati da una dinamica tendenziale inferiore all'1 per cento è risultata stabile (70 per cento in giugno) (fig. 15).

Il deterioramento della componente di fondo ha riflesso la persistente flessione della dinamica dei prezzi nelle fasi iniziali del processo inflazionistico. La caduta dei prezzi dei beni di consumo venduti sul mercato interno (-0,7 per cento a maggio rispetto all'analogo periodo di un anno prima), interamente attribuibile al calo dei non durevoli, si è accompagnata alle più significative riduzioni della componente energetica (-10,6 per cento) e dei beni intermedi (-1,8 per cento). Anche l'evoluzione dei prezzi dei beni di consumo importati, in flessione in maggio (-1,2 per cento), è il risultato di una tenuta della componente dei durevoli e di una marcata caduta dei non durevoli (-1,9 per cento, -2 punti percentuali la diminuzione rispetto a gennaio).

Le attese formulate dalle famiglie e dalle imprese, rilevate attraverso le indagini congiunturali dell'Istat, segnalano il persistere nei prossimi mesi della fase di debolezza, con una dinamica dei prezzi che evolverebbe secondo i ritmi attuali. Dal lato delle famiglie, la quota di coloro che si attendono prezzi stabili o in riduzione è andata crescendo col calare dell'inflazione e si mantiene dall'inizio dell'anno su livelli molto elevati, prossimi al 60 per cento degli intervistati (fig. 16). Dal lato delle imprese, aspettative di un accentuato deterioramento nella formazione dei prezzi di vendita hanno interessato i servizi di

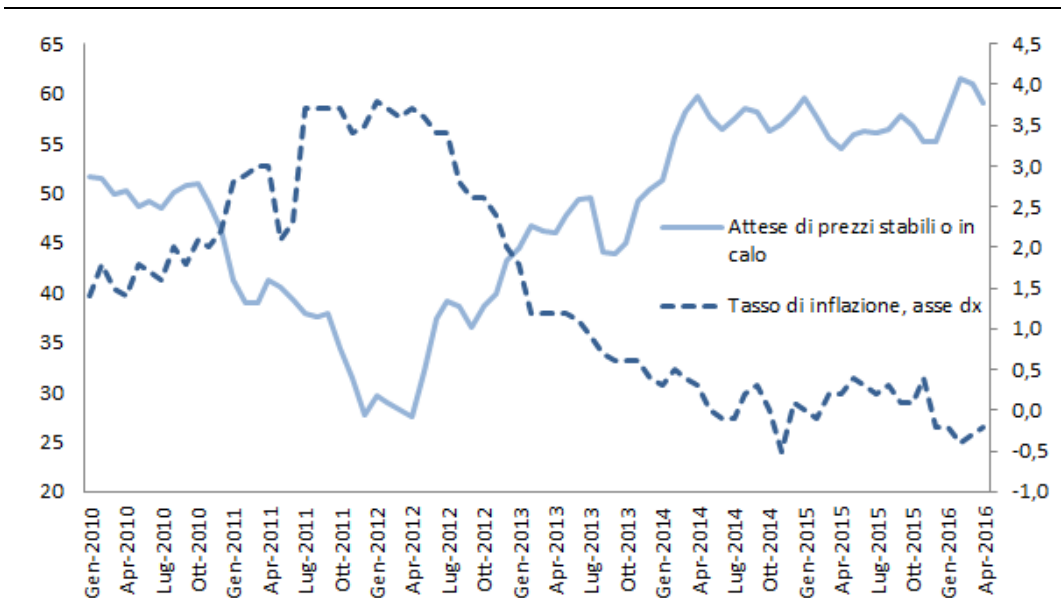
mercato e il commercio; nelle costruzioni, le prospettive sulla dinamica dei prezzi sono state corrette al ribasso fino ad attestarsi sui valori di gennaio. Indicazioni a favore di una possibile risalita nel breve termine si sono registrate nell'industria manifatturiera, trainate dalle attese di rialzo nel comparto dei beni di consumo.

**Fig. 15** – Incidenza di beni e servizi in deflazione o a bassa inflazione (quota percentuale sul totale delle voci elementari dell'IPCA)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

**Fig. 16** – Percentuale di consumatori che si attendono prezzi invariati o in calo nei successivi dodici mesi e tasso di inflazione (valori percentuali, per le attese medie mobili trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

## Riquadro – L’impatto di *Brexit* sull’economia italiana

La stima delle ricadute del voto britannico sulle prospettive macroeconomiche dell’Italia è, allo stato delle informazioni disponibili, un esercizio affetto da elevato grado di aleatorietà. Tutti gli analisti sono concordi nell’osservare che, dato il peso limitato del Regno Unito nel commercio globale e in quello bilaterale col nostro Paese, la trasmissione dello *shock* all’Italia avverrebbe non tanto tramite il canale commerciale o del tasso di cambio, ma piuttosto attraverso la fiducia di imprese e consumatori e le ripercussioni che un aumento dell’avversione al rischio degli investitori avrebbe sulla nostra economia. Tale contesto, se non adeguatamente contrastato, innescherebbe nuove turbolenze finanziarie e potrebbe impattare sul sistema bancario italiano, con effetti di contrazione della disponibilità di credito.

L’evoluzione post-*Brexit* delle principali variabili che identificano l’operare dei suddetti canali indicherebbe contraccolpi complessivamente contenuti per il quadro previsivo: il Regno Unito sta effettivamente frenando, ma la volatilità finanziaria, acuitasi subito dopo il voto inglese, ha teso a normalizzarsi e le quotazioni del settore bancario hanno in parte recuperato le forti cadute delle scorse settimane. Cionondimeno, la situazione è incerta e rimane esposta a *shock* di instabilità che potrebbero riproporsi nel prossimo futuro. Per questo motivo l’UPB ha cercato di valutare come varierebbe la crescita italiana in alcune ipotesi di scenario.

L’esercizio UPB è stato condotto con il modello econometrico di *Oxford Economics*. Lo scenario pre-*Brexit* è costituito dalla previsione di giugno ottenuta con tale strumento. Partendo da questa base, si è incorporato nel modello il profilo del PIL italiano del secondo e terzo trimestre 2016 stimato con i modelli UPB di breve periodo. Si sono, quindi, costruiti due scenari riguardo agli effetti del voto inglese.

- Il primo scenario suppone effetti finanziari limitati. In particolare si ipotizza: a) una decelerazione dell’economia inglese nel 2017 pari a circa un punto percentuale (rispetto a un andamento senza *Brexit*); b) transitori effetti di incertezza per famiglie e imprese italiane, essenzialmente limitati al terzo trimestre 2016. Sulla base di queste assunzioni, la crescita dell’economia italiana si abbasserebbe di un decimo di punto nel 2016 e di due decimi nel 2017. La minore dinamica sarebbe principalmente da attribuire al rallentamento del commercio mondiale indotto dal rallentamento britannico.
- Il secondo scenario ipotizza tensioni finanziarie più consistenti, ma nel complesso sotto controllo. Si assume, in particolare, che, oltre alla decelerazione inglese, si verifichi un aumento del premio al rischio sul debito sovrano italiano (lo *spread* nei confronti del titolo decennale tedesco sale, rispetto all’ipotesi base, di 50 punti nel quarto trimestre 2016 e di 30 punti nel primo 2017, per poi allinearsi allo scenario base) e una restrizione del credito di entità comunque inferiore a quella osservata nella crisi finanziaria. In queste assunzioni, la crescita del PIL si ridurrebbe di due decimi di punto nel 2016 e di quattro decimi nel 2017. Il ridimensionamento sarebbe da attribuire, oltre che alla minore dinamica del commercio mondiale, a effetti di freno sugli investimenti delle imprese e sui consumi delle famiglie.

Queste stime si collocano nel *range* delle valutazioni avanzate dalle istituzioni italiane e internazionali dopo il 23 giugno. In generale, tutti i previsori hanno rivisto al ribasso le stime di crescita, soprattutto per il prossimo anno. Le differenze tra le previsioni riflettono principalmente le ipotesi circa il grado di persistenza della turbolenza finanziaria e le ripercussioni sul credito: la correzione al ribasso per il 2016 e il 2017 si mantiene entro i due/tre decimi di punto nell’assunzione di effetti limitati di *Brexit*; supera questi valori quando si incorporano tensioni nei mercati finanziari (tab. R1).

**Tab. R1** – Impatto di *Brexit* sulla crescita italiana

	Impatto <i>Brexit</i>	
	2016	2017
Confindustria (28 giugno)	-0,1	-0,5
UBS (28 giugno) (scenario base)	-0,2	-0,3
(scenario peggiore)	-0,4	-0,9
<i>Oxford Economics</i> (1 luglio) (1)	0,0	-0,2
Intesa San Paolo (1 luglio)	0,0	-0,2
Prometeia (4 luglio) (2)	-0,2	-0,3
Banca d'Italia (15 luglio) (3)	-0,25 nel 2016-18	
REF (18 luglio) (4)	-0,3	-0,2
FMI (19 luglio)	-0,1	-0,1
<b>UPB (5)</b> (scenario base)	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
(scenario peggiore)	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>

(1) L'impatto è misurato rispetto alla previsione di giugno. – (2) L'impatto è misurato rispetto alla previsione di marzo. – (3) L'impatto è misurato rispetto alla previsione di giugno. – (4) L'impatto è misurato rispetto alla previsione di aprile. – (5) Previsione effettuata col modello *Oxford economics*. Lo scenario base ipotizza la diminuzione, rispetto al quadro tendenziale, di 1 punto percentuale della crescita del Regno Unito nel 2017 e transitori effetti di incertezza. Lo scenario peggiore ipotizza, oltre al rallentamento del Regno Unito, un aumento dello *spread* BTP/Bund di 50 punti base a fine 2016 e di 30 punti base a inizio 2017 e una parziale restrizione del credito.