



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

LE SFIDE DELLA POLITICA ECONOMICA

Settembre 2015

N. 24

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Pasquale Capretta, Chiara Felli, Alessandro Fontana, Alessandro Gambini, Giovanna Labartino, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà, Lorena Scaperrotta e Mauro Sylos Labini.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 14 settembre 2015.

Editore SIPI S.p.A.
Servizio Italiano Pubblicazioni Internazionali
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma
Stampa: Saro Italia S.r.l.- Roma

Finito di stampare nel settembre 2015.

INDICE

Premessa	pag. 5
1. Le previsioni	» 11
1.1 L'economia italiana	» 11
1.2 Le esogene della previsione	» 35
 <i>Riquadri</i>	
Il credito alle imprese italiane riparte piano nel 2015, accelera nel 2016	» 20
Le imprese di Confindustria promuovono, con i fatti, le misure sul lavoro	» 25
Correggere gli squilibri macroeconomici o i disavanzi di bilancio pubblico?	» 32
La persistente frenata del commercio mondiale: un <i>new normal</i>	» 38
Grecia: sgonfiata la bolla della crescita drogata pre-crisi	» 41
L'esempio della Spagna per accelerare la crescita italiana	» 43
Crescita globale giù al 2,3% se la Cina cresce al 4%	» 51
Le conseguenze economiche della "pace" con l'Iran	» 58
Solo un debole aiuto al Made in Italy dal tasso di cambio effettivo	» 69

PREMESSA

Si in occasionis momento cuius praetervolat opportunitas cunctatus paulum fueris, nequiquam mox omissam quaeras.

(Se nel breve momento utile a cogliere un'occasione, la cui opportunità passa e poi vola via, si esita, inutilmente si va poi alla ricerca della circostanza perduta).

Tito Livio, Storia di Roma dalla fondazione

Durante l'estate lo **scenario economico** è mutato.

Il **cambiamento** è avvenuto nel solco delle tendenze già emerse ed evidenziate nel corso dei mesi precedenti. È stato nell'intensità dei movimenti, non nella loro direzione.

Nel complesso risulta **più favorevole** all'economia italiana, seppure in misura marginale rispetto a quanto già chiaro e consolidato. Le modifiche intervenute rafforzano il quadro che si era delineato e fanno **rivedere al rialzo** le previsioni del CSC.

Le **principali variazioni** sono tre: la frenata del commercio mondiale più marcata, che deriva da una performance dei paesi emergenti peggiore delle attese; la nuova flessione del prezzo del petrolio; la dinamica dell'attività economica in Italia superiore a quanto inizialmente indicato.

Gli **scambi internazionali** di beni avevano iniziato in calo il 2015, a causa di fattori contingenti: clima avverso e sciopero dei porti in USA; impatto del taglio della domanda interna nei paesi esportatori di petrolio. Venuti meno questi fattori, gli scambi non sono rimbalzati e sono rimasti fiacchi per il prolungamento e l'accentuazione delle difficoltà dei mercati emergenti, specie dei maggiori.

Spicca il **caso della Cina**. Una serie di dati negativi e lo scoppio della bolla azionaria hanno focalizzato l'attenzione sui problemi cinesi e sulla capacità delle autorità di quel paese di pilotare, senza inciampì, il passaggio dalla crescita trainata da investimenti ed esportazioni allo sviluppo basato sui consumi.

Per la prima volta si è diffuso il dubbio che il **principale motore** dell'economia mondiale (contribuisce per un terzo all'espansione globale) si possa inceppare. Questa incertezza ha innescato violente **fluttuazioni dei mercati** finanziari, valutari e delle materie prime, fluttuazioni che non sono affatto terminate e che non aiutano a consolidare la fiducia di famiglie e imprese.

Il CSC da tempo monitora la delicata **fase di transizione** e gli **squilibri interni** (bolle immobiliare e mobiliare, alto debito privato) dell'economia cinese e proietta incrementi del suo PIL nettamente più bassi del consenso. Li riduce ora ulteriormente, pur non incorporando una discesa del tasso di crescita fino al o addirittura sotto il 4% (limite giudicato da recessione); le probabilità che questo accada

sono però notevolmente aumentate. Un tale evento avrebbe **ripercussioni** larghe, coinvolgendo gli altri emergenti da cui la Cina importa, facendo cadere ancora il prezzo delle materie prime e quindi il reddito e la domanda dei paesi che le producono, provocando una frenata brusca dei paesi avanzati¹. Le autorità di Pechino hanno ancora gli strumenti per evitare tutto ciò e li stanno utilizzando.

In generale, i profili di crescita del prodotto e del commercio mondiali si sono **strutturalmente abbassati** negli ultimi anni, per varie cause.

Il **prodotto** aumenta meno rispetto ai ritmi pre-crisi per ragioni demografiche (minor aumento e invecchiamento della popolazione), tecnologiche (inferiori guadagni di produttività originati dalle ultime ondate di innovazione), ridotta accumulazione di capitale, depauperamento delle competenze delle persone a lungo disoccupate e fisiologico scalare di marcia negli emergenti al raggiungimento di più alti livelli di benessere².

Il **commercio mondiale** ha rallentato ancora di più, tanto che da alcuni anni si è stabilizzato il suo rapporto con il PIL, rapporto che per alcuni decenni era stato in costante e notevole ascesa. La globalizzazione appare essere entrata in una nuova fase storica, con le catene del valore che hanno cessato di allungarsi (talvolta si accorciano per il rimpatrio di produzioni)³.

Alla luce dei nuovi dati e delle conferme dei trend in atto, il CSC rivede all'ingiù le stime, già molto contenute rispetto a quelle degli altri previsori, di aumento del PIL e degli **scambi globali**. Questi ultimi sono ora attesi aumentare appena dell'1,5% nel 2015 (dal +3,0% indicato a giugno) e del 3,6% nel 2016 (dal +4,4%). Variazione, quest'ultima, che potrebbe rivelarsi ottimistica.

Altri **fattori di rischio** al ribasso per l'economia mondiale sono costituiti dall'evoluzione politica greca e dalla tempistica e dall'entità del rialzo dei tassi da parte della FED. Appare mitigato, invece, il pericolo di un'escalation nel confronto armato tra Russia e Ucraina. Mentre la **deflazione** rimane la vera minaccia incombente perché è alimentata dall'eccesso di risparmio mondiale e dalla sovra capacità produttiva in una molteplicità di settori.

Le prospettive di più lenta crescita internazionale hanno contribuito a ridurre notevolmente le quotazioni delle **materie prime** e in particolare del petrolio, che è sceso di quasi il 30% rispetto ai massimi toccati in giugno. Ma il calo del prezzo del greggio è principalmente determinato dalla persistenza di una vasta **sovrabbondanza di offerta**, che faticherà a riassorbirsi perché non sono in vista significative diminuzioni nell'estrazione e anzi è probabile che essa aumenti con la fine delle sanzioni all'Iran.

Nel nuovo scenario del CSC il **prezzo del greggio** è posto a 54 US\$ nel 2015 (da 62 proiettato in giugno) e 51 US\$ nel 2016 (da 70). Quest'ultimo livello implica un incremento rispetto agli attuali valori di mercato.

Le altre principali variabili che formano il contesto esterno non sono mutate significativamente da tre mesi a questa parte. Il **cambio dell'euro** oscilla attorno a 1,12 contro il dollaro USA; assieme alla moneta americana, si è un po' apprezzato contro le valute degli emergenti. I **tassi di interesse** rimangono ai minimi storici.

¹ La riduzione dal 7,3% registrato nel 2014 al 4,0% nel 2015 del tasso di crescita cinese decurterebbe di 1,1 punti percentuali il PIL mondiale e di 0,5 punti quello italiano. Si veda il riquadro *Crescita globale giù al 2,3% se la Cina cresce al 4%*, p. 51.

² Si veda Nota dal CSC 15-12, *L'economia mondiale a rischio "stagnazione secolare"*. Un mix di politiche per accelerare la crescita, 4 settembre 2015.

³ Il tema è stato evidenziato già in CSC, *Scenari economici n. 19*, dicembre 2013, pag. 105-106. Un'analisi più dettagliata è contenuta nel riquadro *La persistente frenata del commercio mondiale: un new normal*, pag. 38.

Nell'insieme, le variazioni intervenute nel quadro internazionale limano impercettibilmente il **PIL dell'Italia** quest'anno e lo alzano dello 0,2% il prossimo.

Nel frattempo le **nuove misurazioni** dei conti nazionali e del mercato del lavoro italiani ci hanno consegnato un'economia che nel primo semestre 2015 è stata un po' più brillante di quanto descritto in precedenza ma più in linea con le informazioni qualitative, i potenti impulsi esterni e le valutazioni del CSC.

Il PIL è salito a un ritmo annualizzato di quasi l'1,5% e l'occupazione, tra febbraio e luglio, è aumentata in presa diretta con l'attività economica. I miglioramenti dell'uno si ripercuotono sull'altra, e viceversa, in un **circolo virtuoso** che sostiene i redditi e diffonde la fiducia.

Rimangono **lontanissimi i livelli** del 2007. Il PIL è dell'8,9% sotto il picco pre-crisi. Le persone impiegate sono oltre 720mila in meno ed è raddoppiato, a quasi otto milioni, il numero di quelli a cui manca lavoro, del tutto o in parte.

Comunque, l'aggiornamento delle statistiche aggiunge uno 0,2% alla previsione del prodotto italiano per quest'anno, a parità di profilo nel resto del 2015. Il CSC mantiene, infatti, invariate le proiezioni di **accelerazione** elaborate a giugno sul resto del 2015. Ci sono buone ragioni per pensare che essa sia in corso e sia guidata dalla domanda interna e dai servizi.

Anzitutto, i ritardi con cui si dispiegano appieno gli **effetti positivi** del risparmio sulla bolletta energetica nazionale (21 miliardi di euro a prezzi e cambi correnti), della svalutazione del cambio e della diminuzione dei tassi (quest'ultima opera anche alleggerendo il servizio del debito di famiglie e imprese, oltre che di quello pubblico, liberando risorse per altre uscite). In secondo luogo, le informazioni disponibili dicono che la **stagione turistica** è stata molto positiva e ciò è ribadito dai numeri sul trasporto (aereo e autostradale).

In terzo luogo, i **dati qualitativi** (PMI, fiducia) indicano un aumento di attività nel terzo trimestre superiore a quello registrato nel secondo. Quarto, il **successo di EXPO** va al di là dei preventivi e, a prescindere dalla sua rilevanza macroeconomica, catalizza e testimonia il risveglio della voglia di spendere. Quinto, la **ricomposizione del bilancio pubblico**, realizzata e realizzanda, è amica della crescita.

Le **nuove previsioni CSC** sul PIL italiano sono +1,0% nel 2015 e +1,5% nel 2016. Nel biennio avverrà la creazione di 494mila posti di lavoro⁴.

Le previsioni continuano a essere **prudenti** alla luce del potenziale effetto complessivo sull'economia del Paese dei bassi livelli dei tassi di interesse, del cambio dell'euro e del prezzo del petrolio e della riaccelerazione del commercio mondiale (l'anno venturo). L'effetto è quantificabile in +1,8 punti percentuali quest'anno e +1,2 punti il prossimo. In totale sono 3,0 punti, che si confrontano con i 2,5 punti dell'incremento cumulato previsto per il PIL.

Si tratta, come spiegato più volte, di spinte **una tantum**. Il loro beneficio congiunturale si esaurirà nell'arco di un paio di anni.

Inoltre, il vantaggio che ne deriva non modifica la reale **posizione competitiva** del Paese perché ne godono tutte le nazioni dell'Eurozona, sebbene in modo asimmetrico in funzione della dipendenza dal petrolio, del grado di apertura verso l'estero e del livello del debito totale in ciascuna economia.

⁴ Per il dettaglio delle componenti del PIL e di tutte le altre variabili dell'economia italiana si rimanda al capitolo 1.1.

Né esso ne innalza il **potenziale di crescita**, che era assai contenuto prima della crisi e che da questa è stato ulteriormente eroso. Il suo aumento dipende da fattori strutturali su cui possono intervenire esclusivamente le riforme.

I primi importanti risultati ottenuti dalle misure sul lavoro sono la riprova che, con i giusti incentivi, l'**Italia reagisce** nei modi e con l'intensità attesi.

Occorre fare di più e con più decisione. La **Spagna** nel 2012 ha affrontato tutti insieme le questioni della flessibilità occupazionale, della moderazione salariale, della semplificazione amministrativa, delle norme fallimentari e del credito bancario. Oggi cresce a un ritmo più che triplo di quello italiano⁵.

Le potenti forze esterne rappresentano, ad ogni modo, una straordinaria **finestra di opportunità** per compensare i costi immediati delle riforme stesse e vincere le naturali resistenze a realizzarle. E aiutano a superare alcuni **ostacoli alla crescita** che sono stati causati dalla crisi.

L'**alta disoccupazione**, che inibisce i consumi. La ripartenza dell'economia si sta dimostrando job-rich e ciò fa riassorbire più rapidamente i senza lavoro e i cassintegrati. Non va dimenticato, però, che la gran parte dei disoccupati cerca un impiego da oltre dodici mesi, anche perché la creazione di posti è in settori, territori e con competenze diversi dai loro.

L'ampia **capacità produttiva inutilizzata** frena gli investimenti sia perché si saturano gli impianti esistenti prima di aprirne di nuovi sia perché mette a dura prova la volontà imprenditoriale. Su entrambi i fronti è d'aiuto una risalita più rapida e diffusa della produzione. Va ricordato che la propensione a investire è in Italia molto più alta che in tutti gli altri grandi paesi avanzati⁶.

Maggiori investimenti, pubblici e privati, restano lo snodo per consolidare il ritorno alla crescita e vanno sostenuti con misure e risorse ad hoc.

La **parsimonia** ai minimi storici spinge le famiglie ad accantonare una quota crescente dell'aumento del reddito. Se tale aumento si rivela più rapido, il riequilibrio del risparmio avviene prima.

La ripartenza da sola fa poco, invece, per abbassare altri ostacoli, contro i quali occorrono **interventi decisi e solerti**.

La forte **selettività del credito** bancario, che è accentuata dalla mole di sofferenze. Alcuni provvedimenti per smaltirle sono stati già adottati. Altri sono oggetto di negoziato con l'UE e sarebbe opportuno che questo si chiudesse positivamente e in fretta. I paesi che hanno anzitutto aggiustato i problemi delle banche sono ripartiti più velocemente. Inoltre, il fabbisogno finanziario delle imprese non potrà più essere interamente coperto dai prestiti bancari ed è quindi opportuno allargare i canali alternativi.

Le **costruzioni** sono così deboli che non basta a risollevarle un po' di risveglio dell'edilizia residenziale (quale è suggerito da compravendite e mutui ipotecari). Di nuovo, è importante stanziare risorse per le **opere pubbliche**, stante oltretutto l'ampia disponibilità di fondi europei. E mettere a punto qualche stimolo al riutilizzo dello stock di capannoni vuoti.

La **redditività ai minimi** nel manifatturiero è il più potente disincentivo alla conservazione delle produzioni esistenti e all'attrazione di nuove in Italia. La sua caduta è in larga parte legata a un sistema di **contrattazione collettiva** delle retribuzioni che non può tenere conto della dinamica della produttività perché è essenzialmente centralizzato su scala nazionale e che necessita con urgenza di

⁵ Si veda il riquadro *L'esempio della Spagna per accelerare la crescita italiana*, pag. 43.

⁶ Si veda Nota dal CSC 15-7, *Industria italiana con alta propensione a investire e innovare*, 7 marzo 2015.

essere cambiato. Lo stesso sblocco della negoziazione nel pubblico impiego, congiunto alla riforma della PA, va colto per rivedere le modalità e le contropartite degli incrementi retributivi.

In ogni caso, nell'industria in senso stretto i più recenti aumenti delle **buste paga reali** sono stati consistenti: +4,6% cumulato nel triennio 2013-15. E ipotizzano, in base agli accordi vigenti, ulteriori incrementi salariali nel prossimo futuro, quando peraltro l'inflazione rimarrà quasi nulla.

Anche il **CLUP penalizzante** discende dall'andamento delle retribuzioni slegato dalla produttività. Il Governo ha iniziato a diminuire il carico fiscale e contributivo agendo sull'IRAP e sulla decontribuzione delle nuove assunzioni a tempo indeterminato (con una riduzione totale del costo del lavoro pari a quattro punti percentuali). Ma il cuneo rimane molto ampio e ciò dovrebbe indurre a trasformare da temporanea a permanente la decontribuzione stessa, visti anche i successi che sta procurando.

Le imprese hanno cercato di compensare il maggiore CLUP facendo leva su altre determinanti competitive: innalzamento qualitativo e diversificazione dei prodotti, commercializzazione, riorientamento verso i paesi più dinamici. I risultati sono evidenti: l'**export** di beni è cresciuto più dei mercati di sbocco, dentro e fuori dell'Area euro, ed è in volume dell'1,5% sopra il massimo del 2008. Perciò oggi è in grado di sfruttare appieno la svalutazione dell'euro e di aumentare più degli scambi mondiali.

Va affrontata la questione della bassa dinamica della **produttività** che da oltre due decenni affligge l'economia italiana, essendo la causa prima della sua lenta crescita. Anche nell'attuale fase di ripartenza i guadagni di prodotto per addetto sono contenuti. Supporti diretti e indiretti alla **ricerca** e all'innovazione, con politiche analoghe a quelle da sempre praticate dai paesi concorrenti, sono parte indispensabile della soluzione e sarebbero prontamente colti dalle imprese italiane che hanno una pulsione al nuovo superiore a quella dei concorrenti europei (a eccezione dei tedeschi)⁷.

Sul piano della **sostenibilità** dei conti, pubblici e con l'estero, l'Italia ha compiuto **grandi progressi** ed è in condizioni più solide di quasi tutti gli altri paesi europei. Il saldo primario della PA è proiettato nel 2016 al 2,2% del PIL; era al -0,9% nel 2009. Quello delle partite correnti viaggia verso il 2,4% del PIL; stava al -3,5% nel 2010. All'appello manca il riposizionamento su un sentiero di più alta crescita. Una carenza cruciale.

L'analisi della situazione attuale suggerisce che in questo momento il Paese risplende più di **luce riflessa** che per meriti propri.

Provvedimenti nei campi e negli indirizzi qui indicati, inseriti in primo luogo nella Legge di stabilità che è in cantiere, possono rafforzare notevolmente l'intensità del **recupero** dell'economia italiana, che rimane **fragile** e **modesto** rispetto al terreno perduto, alle spinte che arrivano dall'esterno e ai ritmi che sono necessari per chiudere la voragine di produzione, reddito e occupazione scavata dalle due profonde e consecutive recessioni.

⁷ Si veda Nota dal CSC 15-7 già citata.

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

Un biennio di recupero Il CSC stima incrementi del PIL italiano dell'1,0% quest'anno e dell'1,5% nel 2016.

Il 2015 segna per l'economia italiana il primo progresso dopo tre cali annuali consecutivi che hanno portato a una riduzione cumulata del PIL del 4,9%. L'ampiezza del recupero quest'anno è la più robusta dal 2010, quando si era avuto un progresso dell'1,7% sul 2009.

La risalita è sostenuta soprattutto dai fattori esterni particolarmente favorevoli: bassi prezzo del petrolio, tassi di interesse, cambio dell'euro. A ciò si aggiungeranno nel 2016 migliori condizioni del credito. La riforma del mercato del lavoro, gli sgravi contributivi e la riduzione dell'IRAP hanno avuto un ruolo importante nel catalizzare la fiducia delle imprese, in prima battuta, e delle famiglie, in seguito. Le prime hanno ricevuto un segnale concreto di miglioramento del contesto competitivo. Le seconde hanno visto risalire l'occupazione, con la creazione di posti in prospettiva più stabili.

Si va, dunque, consolidando l'uscita dell'economia italiana dalla seconda recessione che è iniziata nell'estate del 2011 e proseguita fino all'autunno del 2014 e che è venuta poco dopo quella più breve ma più intensa del 2008-2009. La revisione dei conti nazionali ha evidenziato un passo un po' più sostenuto: nel primo trimestre di quest'anno il PIL è aumentato dello 0,4% congiunturale, sostenuto dal contributo di investimenti e scorte; nel secondo è cresciuto dello 0,3%, grazie all'apporto positivo di scorte e spesa delle famiglie. Si tratta di un ritmo annualizzato dell'1,4% e, cumulativamente, di due decimi di punto in più rispetto a quanto stimato in precedenza.

Il livello del PIL rimane, comunque, inferiore dell'8,9% nei confronti del massimo pre-crisi e del 4,7% rispetto al precedente picco (secondo trimestre del 2011) ed è al livello del primo trimestre 2000 (misurato in valori costanti). La strada del recupero appare, perciò, lunga in assenza di politiche che accelerino la crescita.

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)				
	2013	2014	2015	2016
Prodotto interno lordo	-1,7	-0,4	1,0	1,5
Consumi delle famiglie residenti	-2,9	0,3	0,9	1,5
Investimenti fissi lordi	-5,8	-3,3	1,2	2,7
<i>in macchinari e mezzi di trasporto</i>	-4,4	-1,7	4,0	3,8
<i>in costruzioni</i>	-7,2	-4,9	-1,4	1,5
Esportazioni di beni e servizi	0,5	2,6	4,1	3,9
Importazioni di beni e servizi	-2,3	1,8	5,0	4,2
Saldo commerciale ¹	2,2	3,1	3,1	3,5
Occupazione totale (ULA)	-1,9	0,2	0,7	1,0
Tasso di disoccupazione ²	12,1	12,7	12,2	11,8
Prezzi al consumo	1,2	0,2	0,2	0,7
Retribuzioni totale economia ³	1,0	0,8	1,2	0,7
Saldo primario della PA ⁴	1,9	1,6	1,5	2,2
Indebitamento della PA ⁴	2,9	3,0	2,8	2,1
Debito della PA ⁴	128,5	132,1	133,0	132,6

¹ Fob-fob, valori in percentuale del PIL; ² valori percentuali; ³ per ULA; ⁴ valori in percentuale del PIL.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

Migliorano le stime

La revisione al rialzo delle stime CSC della crescita nel 2015, in confronto con la previsione elaborata in giugno (+0,8%), è spiegata principalmente da un incremento del PIL nel primo e nel secondo trimestre di quest'anno, superiore di un decimo rispetto a quanto indicato e stimato in giugno; inoltre, secondo la nuova dinamica trimestrale, il trascinarsi statistico ereditato dal 2014 è ora nullo (da -0,1%). Il profilo di crescita delineato dal CSC per la seconda parte del 2015 è rimasto invariato rispetto alle precedenti valutazioni e prevede una variazione trimestrale dello 0,4% in ciascuno degli ultimi due quarti (Grafico 1.1). Il trascinarsi statistico al 2016 è pari a +0,6%. Anche per il prossimo

anno la stima è stata ritoccata leggermente all'insù (all'1,5%, dall'1,4%), perché alcune variabili esogene internazionali nelle nuove previsioni hanno un andamento diverso e determinano un impatto complessivo superiore rispetto a quello derivante dalle precedenti stime (mentre per il 2015 tale impatto è invariato). In particolare: il prezzo del petrolio nel biennio 2015 e 2016 è ora stimato attestarsi, rispettivamente, a 54\$ e 51\$ al barile, da 62\$ e 70 \$ previsto in giugno, e la domanda mondiale è vista in rallentamento al +1,5% quest'anno e al +3,6% il prossimo, dal +3,0% e +4,4%. L'impatto potenziale sul PIL di minori tassi di interesse, svalutazione del cambio dell'euro, abbassamento del prezzo del petrolio e dinamica del commercio mondiale è quindi diverso da quello calcolato in giugno ed è pari a +1,79% (da +1,82%) nel 2015 e +1,17% (da 1,01%) nel 2016 (Tabella 1.2).

Grafico 1.1

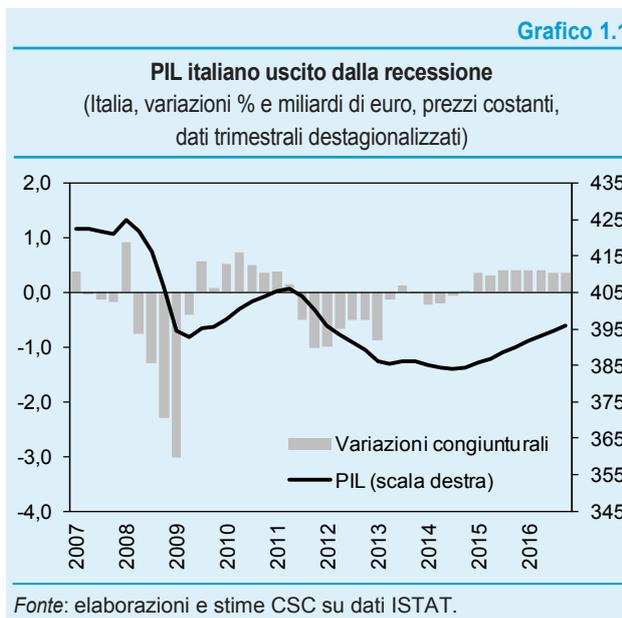


Tabella 1.2

L'impatto delle variabili internazionali sul PIL in Italia
(Punti %)

	2015			2016			Cumulato		
	Dicembre 2014	Giugno 2015	Settembre 2015	Dicembre 2014	Giugno 2015	Settembre 2015	Dicembre 2014	Giugno 2015	Settembre 2015
Petrolio	0,37	0,48	0,61	0,19	0,24	0,50	0,56	0,72	1,11
Cambio	0,45	1,17	1,17	0,20	0,39	0,39	0,65	1,56	1,56
Commercio mondiale	0,14	-0,04	-0,22	0,17	0,12	-0,01	0,31	0,08	-0,23
Tassi a lunga	0,00	0,21	0,23	0,00	0,26	0,29	0,00	0,47	0,52
Totale	0,96	1,82	1,79	0,56	1,01	1,17	1,52	2,83	2,96

Settembre 2015: petrolio a 54 dollari al barile nel 2015 e 51 nel 2016 (da 99 nel 2014); cambio a 1,13 dollari per euro nel 2015 e 1,15 nel 2016 (da 1,33 nel 2014); commercio mondiale a +1,5% nel 2015 e +3,6% nel 2016 (da +3,3% nel 2014); BTP decennale a 1,76% nel 2015-2016 (da 2,89% nel 2014).
Giugno 2015: petrolio a 62 dollari al barile nel 2015 e 70 nel 2016 (da 99 nel 2014); cambio a 1,13 dollari per euro nel 2015 e 1,15 nel 2016 (da 1,33 nel 2014); commercio mondiale a +3,0% nel 2015 e +4,4% nel 2016 (da +3,3% nel 2014); BTP decennale a 1,85% nel 2015 e 1,87% nel 2016 (da 2,89% nel 2014).
Dicembre 2014: petrolio a 70 dollari al barile nel 2015 e 75 nel 2016 (da 99 nel 2014); cambio a 1,25 dollari per euro nel 2015-2016 (da 1,33 nel 2014); commercio mondiale a +4,4% nel 2015 e +4,5% nel 2016 (da +3,3% nel 2014).
Fonte: elaborazioni e simulazioni CSC.

Il diverso numero di giorni lavorativi (tre in più quest'anno e due in meno il prossimo), infine, ha un effetto positivo nel 2015 (+0,12%) e negativo nel 2016 (-0,07%).

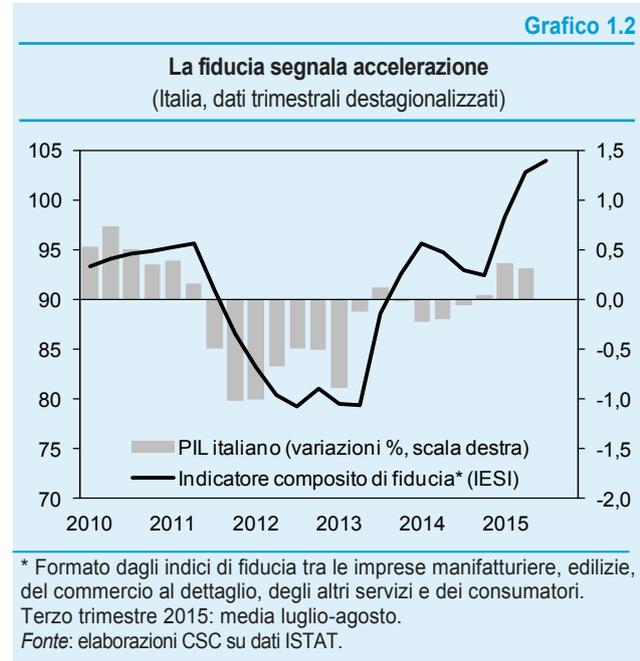
Indicatori qualitativi al top Gli indicatori congiunturali qualitativi, seppure con un andamento oscillante, hanno mostrato miglioramenti significativi sin dall'inizio del 2015. Molti di essi hanno raggiunto i livelli più elevati degli ultimi anni e a tali incrementi sono corrisposte variazioni positive della domanda e dell'attività. I loro ulteriori progressi nei mesi estivi sono coerenti con un'accelerazione del PIL.

L'indice composito di sentimento economico delle imprese (ISTAT) è diminuito di 0,6 punti in agosto su luglio (a 103,7) quando era arretrato di 0,3 punti sul mese precedente. Il livello nel bimestre è comunque tra i più elevati dall'estate del 2008 e superiore di 1,1 punti rispetto al valore medio del secondo trimestre (Grafico 1.2).

Tra i comparti, l'indicatore di fiducia è aumentato nelle costruzioni (+1,9 punti su luglio), grazie a valutazioni più positive su attività corrente e ordini, e nel commercio al dettaglio (+0,6, terzo incremento consecutivo), sospinto da aspettative più rosee; il lieve peggioramento nei servizi di mercato (-0,2) è dovuto a giudizi e attese meno favorevoli sulle vendite, ma viene dopo un netto progresso registrato nei tre mesi precedenti. Tra le imprese manifatturiere la fiducia stenta a decollare: in agosto l'indice ha registrato un altro calo (-1,0, dopo -0,3 in luglio), dovuto al peggioramento dei giudizi su ordini (specie quelli esteri) e produzione, mentre sono più favorevoli le attese. Nell'ultimo bimestre il livello dell'indice è poco più basso della media del secondo trimestre (103,0 da 103,7) ma rimane, comunque, su livelli storicamente elevati.

Tra i consumatori la fiducia è tornata ad aumentare (+2,3 punti in agosto, dopo -2,8), grazie al miglioramento delle componenti relative al clima economico personale e al clima corrente. Le valutazioni più strettamente connesse alle decisioni di spesa (giudizi sul bilancio familiare e sulle possibilità di acquisto e di risparmio) sono improntate a un maggiore ottimismo sia in agosto sia nell'ultimo bimestre. Ciò fa ipotizzare un incremento dei consumi nei mesi estivi.

Evidenziano una tendenza favorevole anche le indagini qualitative condotte presso i direttori degli acquisti delle imprese (Markit). In agosto il PMI composito per l'Italia (che sintetizza la dinamica complessiva nel manifatturiero e nel terziario) segnala una robusta espansione dell'attività e ha accelerato al ritmo più elevato da 53 mesi: indice a 55,0, +1,5 punti su luglio, meglio di quanto atteso e della media europea (54,3). Nel bimestre luglio-agosto il valore dell'indice è superiore di 0,4 punti rispetto a quello dei mesi primaverili. Secondo Markit è coerente con una crescita del PIL dello 0,5% congiunturale nel terzo trimestre.



In particolare, il PMI ha segnalato in agosto una solida espansione della produzione nel manifatturiero (56,0), dove l'aumento resta più solido nei beni di investimento. Negli ordini totali l'indice rimane sui livelli più alti da metà 2011 (56,1); è stato frenato dalla maggiore debolezza della domanda estera, mentre quella interna ha mantenuto un passo sostenuto. Nei servizi il PMI ha nettamente accelerato (54,6, +2,6); tra le componenti, è tornata a crescere l'occupazione (51,4), dopo una pausa in luglio, e i nuovi ordini sono rimasti in area di espansione per il sesto mese di fila. Tali indicazioni confermano un andamento positivo della domanda interna italiana durante l'estate.

Preannuncia stabilizzazione della crescita a inizio 2016 l'anticipatore OCSE, che precorre le svolte del ciclo di circa due/tre trimestri: l'indice si è attestato in luglio a 100,9, un livello superiore alla media di lungo periodo (-0,03% su giugno, +0,24% annuo); nel secondo trimestre 2015 è aumentato dello 0,17% congiunturale, dopo il +0,29% nel primo.

Risalgono i consumi Il CSC prevede che la spesa delle famiglie aumenti dello 0,9% nel 2015 e dell'1,5% nel 2016.

Nel primo trimestre 2015 è diminuita dello 0,1% sul quarto 2014, trainata all'ingiù dal calo degli acquisti di beni non durevoli e di servizi. Il recupero era iniziato nel terzo trimestre del 2013 (+0,8% cumulato) ed è proseguito nel secondo del 2015, quando è aumentata dello 0,4%, grazie soprattutto al forte incremento dei consumi di beni durevoli (+3,3%). La distanza rispetto al picco precedente (quarto trimestre 2010) è di -6,5%. Quasi metà della variazione annua della spesa delle famiglie è già acquisita nel secondo trimestre; nei successivi è prevista aumentare a un ritmo più robusto.

Gli indicatori congiunturali quantitativi disponibili per il terzo trimestre confermano - come quelli qualitativi - che è proseguita la tendenza favorevole: le immatricolazioni di auto sono aumentate del 2,8% in luglio e diminuite dell'1,1% in agosto (+0,1% nel bimestre sul secondo trimestre); in luglio l'indicatore ICC (Confcommercio) in volume è cresciuto dello 0,4% e il consumo di carburante per autotrazione dell'1,0% su giugno.

Il recupero della spesa nel biennio di previsione sarà sostenuto dall'incremento del reddito disponibile delle famiglie consumatrici, grazie al calo dei prezzi del petrolio e degli altri beni energetici, all'incremento delle retribuzioni (+1,2% quest'anno e +0,7% il prossimo, contro il +0,2% e il +0,7% dell'inflazione), all'aumento del numero di occupati (+0,9% e +1,0%), all'ulteriore progresso del credito alle famiglie e alla maggiore fiducia sulle prospettive economiche del Paese.

Un freno potrebbe invece venire dalla ricostituzione di più alti livelli di risparmio a scopo precauzionale. La propensione al risparmio delle famiglie (misurata dalla quota del risparmio lordo sul reddito disponibile) è già risalita in parte, avendo raggiunto il 9,2% nel primo trimestre di quest'anno (dal 6,3% nel secondo 2012, minimo storico), dimezzando il gap che si era accumulato rispetto alla media pre-crisi (12,0% tra 2000-2007).

Corrono gli investimenti Secondo il CSC gli investimenti tornano ad aumentare nel 2015 e accelerano nel 2016: +1,2% e +2,7% rispettivamente. Il principale sostegno viene dalla spesa in macchinari e mezzi di trasporto (+4,0% quest'anno e +3,8% il prossimo); quella in costruzioni, invece, è prevista in ulteriore arretramento nel 2015 (-1,4%) e in recupero nel 2016 (+1,5%).

La caduta degli investimenti è stata molto profonda durante la crisi, la risalita è ancora lenta e le conseguenze sul potenziale di crescita dell'Italia saranno durature. Tra il 2007 e il 2014

la spesa in beni strumentali è calata di oltre un terzo (specie per l'arretramento di quelli in costruzioni) e al secondo trimestre del 2015 la distanza rispetto al picco pre-crisi è ancora intorno al 30%. La recente dinamica trimestrale è stata positiva tra fine 2014 (+0,1%) e inizio 2015 (+1,2%) grazie soprattutto al forte incremento della spesa in mezzi di trasporto (+32% cumulato) e - solo nel primo trimestre - al primo aumento dopo un anno e mezzo di quella in costruzioni. In primavera, però, la spesa in beni capitali è tornata a diminuire (-0,3% congiunturale), trainata all'ingiù soprattutto dal calo delle costruzioni.

Secondo le valutazioni degli imprenditori, gli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto dovrebbero essere cresciuti in misura significativa nei mesi estivi: il saldo dei giudizi sugli ordini interni, un indicatore ben correlato con la dinamica effettiva degli investimenti, è salito a -20,5 in luglio-agosto da -24,3 nel secondo trimestre. Inoltre, le attese a tre mesi sulle condizioni economiche in cui operano le imprese e sulle condizioni di accesso al credito, rilevate in giugno nell'indagine trimestrale Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, sono improntate a un moderato ottimismo.

L'allentamento della stretta al credito, già evidente nelle statistiche più recenti, una maggiore fiducia sulle prospettive economiche e il rinnovo di provvedimenti governativi mirati a incentivare la spesa in beni capitali potranno sostenere ulteriori e più forti recuperi. Il basso grado di utilizzo degli impianti (circa cinque punti inferiore alla media 2000-2007) e la redditività ai minimi storici tendono, invece, a frenare o a far rinviare i piani d'investimento.

Produzione industriale in miglioramento La dinamica dell'attività industriale in Italia è stata positiva negli ultimi tre trimestri. Nel secondo 2015 ha registrato un +0,5% congiunturale, dopo il +0,5% nel primo e il +0,3% nel quarto 2014. In luglio si è avuto un incremento dell'1,1% (dopo il -1,0% in giugno) che ha portato la variazione acquisita per il terzo trimestre a +0,7%. Le valutazioni degli operatori manifatturieri per i prossimi mesi sono caute nell'indagine ISTAT sulla fiducia e molto favorevoli in quella Markit PMI.

L'attività nelle costruzioni ha registrato un recupero nei primi tre mesi di quest'anno (+0,3%), dopo cinque cali trimestrali consecutivi (-9,7% cumulato); la variazione trimestrale acquisita in maggio è di -1,0%. La fiducia degli imprenditori edili è in miglioramento nei mesi estivi e ciò potrebbe riflettere un nuovo recupero dell'attività.

Robusti gli scambi con l'estero Nello scenario CSC le esportazioni di beni e servizi, dopo un +2,6% nel 2014, aumenteranno a prezzi costanti del 4,1% nel 2015 e del 3,9% nel 2016. La crescita delle importazioni, pari all'1,8% nel 2014, accelererà al 5,0% quest'anno e si attesterà al 4,2% nel 2016. Di conseguenza, l'export netto fornirà un piccolo contributo negativo al PIL, per la prima volta dopo cinque anni, pari a -0,1 punti percentuali nel 2015, e di nuovo positivo nel 2016 (+0,1).

Nel secondo trimestre del 2015 hanno accelerato sia le esportazioni (+1,2% sul primo, quando avevano registrato un +0,6%) sia le importazioni (+2,2%, dopo +1,7%). Molto robusta la crescita degli scambi di beni: +1,8% nel secondo trimestre le vendite all'estero e +3,1% gli acquisti. Sono diminuiti, invece, quelli di servizi (-1,5% l'export e -1,6% l'import) e, in particolare, la componente viaggi.

Il forte recupero delle importazioni, comunque, è sintomatico del rafforzamento della domanda interna ed è favorito dalla solida crescita delle esportazioni, che incorporano anche beni e servizi intermedi acquistati dall'estero. Entrambi questi fattori continueranno a sostenere l'import nel biennio di previsione.

Nella prima metà del 2015 una forte spinta all'export è venuta dalla svalutazione del cambio (-3,5% in termini effettivi nominali nel primo semestre rispetto al secondo 2014). Questo guadagno di competitività di prezzo ha più che controbilanciato l'effetto negativo della caduta del commercio mondiale (-1,2%; si veda il paragrafo "Commercio mondiale in brusca frenata"). La performance dell'export italiano, infatti, è stata superiore alla dinamica della domanda potenziale. L'effetto cambio ha agito soprattutto nei mercati extra-Area euro ma anche all'interno del mercato unico (rispetto ai *competitor* esterni all'Eurozona). In particolare, nella prima metà dell'anno le vendite extra-Area sono aumentate del 5,0%, mentre la domanda potenziale si è ridotta dell'1,8%. E le vendite intra-Area sono cresciute del 3,6%, contro un +1,6% della domanda potenziale (Grafico 1.3).

Nella seconda parte dell'anno l'effetto della leva del cambio è atteso ridursi, in seguito a un apprezzamento nel terzo trimestre (+1,6% in termini effettivi nominali; si veda il riquadro *Solo un debole aiuto al Made in Italy dal tasso di cambio effettivo*).

Si prevede, invece, una moderata risalita degli scambi globali e quindi della domanda di beni italiani. Giocano a favore di ciò la robusta crescita degli Stati Uniti (destinazione del 7% dell'export italiano) e la graduale ripresa dell'Area euro (40%); a sfavore milita il persistente rallentamento degli emergenti, soprattutto asiatici.

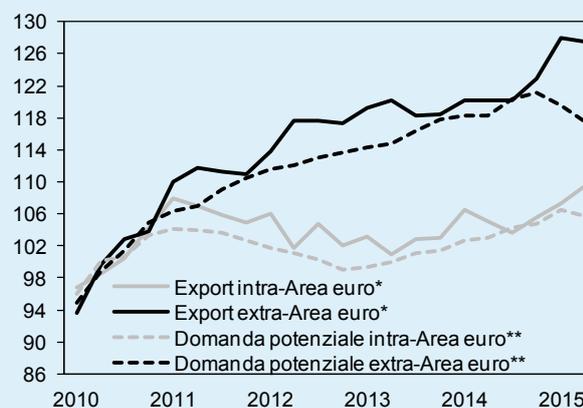
Nel complesso le prospettive sono di leggero rallentamento delle esportazioni, pur restando positive, anche secondo gli indicatori qualitativi degli ordini esteri nel manifatturiero: nella media luglio-agosto a 55,6 la componente PMI (da 56,2 nel secondo trimestre) e a -13,5 il saldo dei giudizi delle imprese rilevati dall'ISTAT (da -12,7).

Infine, il calo del prezzo del petrolio e delle quotazioni delle altre commodity favoriranno le ragioni di scambio, mentre il deprezzamento della moneta unica agirà in senso opposto. L'effetto complessivo sarà comunque di un aumento delle ragioni di scambio. Il CSC prevede, infatti, che la loro variazione passerà da +2,2% nel 2014 a +1,0% nel 2015, per poi attestarsi a +1,2% nel 2016, quando il prezzo del petrolio è atteso ancora in riduzione.

Il surplus commerciale sostiene quello corrente Nel corso del 2015 la dinamica favorevole dei prezzi relativi ha sostenuto il surplus commerciale, che ha raggiunto il 3,2% del PIL nei primi sei mesi dell'anno. L'ampliamento dell'avanzo è stato propiziato anche dal contenimento del deficit energetico, che si è ridotto di 5,8 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo del 2014, grazie alla diminuzione delle quotazioni del greggio. Nella media del 2015 il saldo si stabilizzerà al livello del 2014 (+3,1% del PIL) per poi ampliarsi nel 2016 (+3,5% del PIL).

Grafico 1.3

Gli esportatori italiani meglio del mercato (Dati a prezzi costanti trimestrali destagionalizzati, 2010=100)



* Esportazioni in valore deflazionate con i prezzi alla produzione dei prodotti venduti all'estero.

** Somma delle importazioni dei paesi partner, ponderate per le quote delle esportazioni italiane verso i partner.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT, Eurostat e CPB.

Il saldo dell'interscambio di servizi, invece, nei primi due trimestri del 2015 è tornato in territorio negativo (-0,1% del PIL), interrompendo il trend di miglioramento in atto dal 2011. Tale risultato è dovuto, in parte, all'ampliamento del deficit della voce trasporti, alimentato dall'aumento delle importazioni di merci.

Anche le altre componenti hanno indebolito il saldo di parte corrente, allargandosi i loro saldi negativi rispetto al 2014: sono peggiorati sia il deficit della voce redditi primari (redditi da capitale e da lavoro), da -0,1% del PIL nel 2014 a -0,4% nei primi sei mesi del 2015, sia quello della voce redditi secondari (trasferimenti correnti), da -1,0% a -1,2%. In particolare, gli ingenti acquisti di portafoglio dall'estero di titoli italiani iniziati nel 2014 spingono all'ingiù il saldo dei redditi primari, attraverso un maggior pagamento di interessi ai non residenti.

Di conseguenza, il surplus di parte corrente si è attestato nei primi sei mesi dell'anno all'1,5% del PIL (Grafico 1.4). È atteso risalire nella seconda parte dell'anno, anche per fattori stagionali. Il CSC stima che nella media del 2015 l'attivo corrente torni al 2,0% del PIL per poi salire al 2,4% nel 2016.

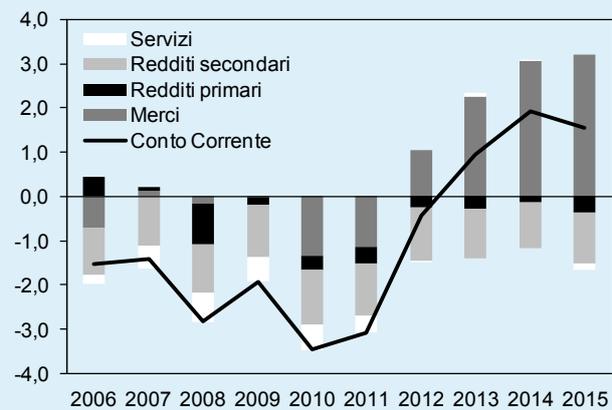
Nel corso del primo trimestre del 2015 l'aumento di valore delle passività dovuto alla riduzione dei rendimenti dei titoli del debito italiano e al rialzo dei corsi azionari ha più che compensato le rivalutazioni di prezzo e di cambio dal lato delle attività, contribuendo al peggioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia, da -27,7% del PIL a fine 2014 a -29,6%, nonostante il surplus delle partite correnti.

Credito alle imprese pronto a ripartire Nei primi sette mesi del 2015 si è sostanzialmente fermata la caduta del credito bancario erogato alle imprese italiane. Nello scenario CSC una lenta risalita dei prestiti si materializza nella seconda parte dell'anno e si rafforza nel 2016, accompagnando il recupero dell'attività economica, come già previsto a giugno (si veda il riquadro *Il credito alle imprese italiane riparte piano nel 2015, accelera nel 2016*).

A luglio i prestiti alle imprese si sono ridotti (-0,3%), dopo l'incremento di giugno (+0,1%, dati destagionalizzati CSC; Grafico 1.5). Il ritmo medio di caduta del

Grafico 1.4

Resta solido il surplus corrente (Italia, saldi in % del PIL)



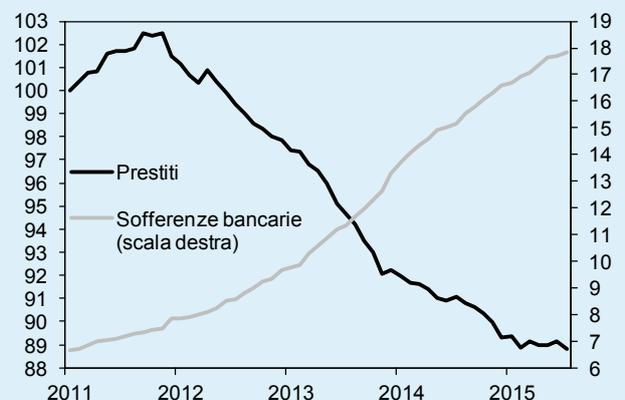
Primo semestre per il 2015.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia e ISTAT.

Grafico 1.5

Rischio di credito alto, prestiti fermi

(Italia, imprese, stock di fine periodo, indice gennaio 2011=100 e % sui prestiti, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

credito nei primi sette mesi del 2015 è stato pari allo 0,1% al mese, in netta attenuazione rispetto allo 0,3% mensile nel 2014 e allo 0,5% nel 2013. Lo stock di prestiti è del 13,4% inferiore al picco del settembre 2011 (-123 miliardi di euro).

La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti si è ridotta negli ultimi mesi: 9,4% in agosto, da 11,8% a maggio (14,0% a inizio 2014; indagine ISTAT). Era al 6,2% nella prima metà del 2011. Nella gran parte dei casi è la banca a negare il credito (93,3% in agosto), mentre è in progressivo calo la quota relativa a imprese che rinunciano a un'offerta troppo costosa (6,7%, da 33,2% a metà 2014).

La disponibilità di liquidità in azienda, rispetto alle esigenze operative, ha continuato a salire lentamente, superando i valori pre-crisi: saldo a 35 in agosto nel manifatturiero, da 25 un anno prima (32 nel 2007; indagine ISTAT). Le aziende, inoltre, non si aspettano quasi più liquidità in calo: le attese a tre mesi sono a -1 in agosto, da -12 un anno prima. Tali dati positivi sono confermati dall'indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, che mostra un miglioramento delle attese sulla liquidità delle imprese industriali e dei servizi (+6,6 per il 3° trimestre il saldo delle risposte tra chi la ritiene abbondante e chi la giudica insufficiente, da +6,1 nel 2°). Nelle costruzioni, invece, le attese sulla liquidità sono negative e in peggioramento (-30,6 il saldo nel 3° trimestre, da -27,9).

La normalizzazione della liquidità è spiegata anche dal pagamento di debiti commerciali arretrati della PA, proseguito molto lentamente nel 2015: 38,6 miliardi fino a luglio, da 36,5 a gennaio. Queste risorse sono state destinate dalle aziende in parte ad accrescere le riserve e in parte per ridurre i debiti bancari (indagine Banca d'Italia). È importante che il flusso di pagamenti della PA prosegua nei prossimi mesi e che non si formino nuovi arretrati.

I dati qualitativi raccolti presso le banche indicano che la stretta sull'offerta di credito alle imprese è stata allentata, seppure poco, nei primi due trimestri del 2015 e a fine 2014 (*Bank lending survey*). Tuttavia, il forte inasprimento del 2011-2013 continua a pesare. Nel secondo trimestre 2015 le banche hanno continuato a ridurre il margine di interesse medio sui prestiti e applicano criteri meno stretti sull'ammontare del prestito e sulle scadenze.

L'allentamento nei criteri di offerta è spiegato dalle banche con il miglioramento della loro posizione patrimoniale, con il venir meno delle difficoltà nella liquidità e nella raccolta di fondi sui mercati, con la riduzione delle preoccupazioni sull'andamento di particolari settori o imprese.

L'indagine presso le imprese industriali e di servizi conferma il miglioramento delle condizioni di accesso al credito: +7,8 il saldo delle risposte nel secondo trimestre 2015, da +4,7 nel primo (Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, prosegue il peggioramento delle condizioni di credito, sebbene con un'intensità in progressiva attenuazione (-1,7 da -4,7).

Ha iniziato a rallentare l'accumulo di prestiti deteriorati nei bilanci delle banche: 141 miliardi a luglio da 140 a giugno, con una variazione mensile in netta flessione (+1,0 miliardi a luglio, da +1,5 in media nella prima metà del 2015, +1,9 nel 2014, +2,1 nel 2013). Le misure varate dal Governo a giugno (deducibilità fiscale in un anno delle perdite su crediti, velocizzazione delle procedure fallimentari) aiuteranno ad appiattire il profilo delle sofferenze, insieme alla ripartenza dell'economia. Le vendite private di prestiti deteriorati vanno a rilento. Si continua a lavorare a ulteriori interventi per sbloccare tale mercato, che potrebbero includere la creazione di una società veicolo per l'acquisto e la vendita di crediti in sofferenza e la fornitura di garanzie pubbliche a titolo oneroso sulle cartolarizzazioni di tali asset.

Le sofferenze, al momento, sono ancora una pesante zavorra (17,8% dei prestiti a luglio, da 3,0% a fine 2008), che tiene alta l'avversione al rischio di credito da parte delle banche e frena la ripartenza dei nuovi prestiti.

I tassi di interesse pagati dalle imprese italiane sono rimasti fermi a luglio, ma nell'ultimo anno e mezzo hanno riflesso la riduzione dei rendimenti di riferimento sui mercati (Grafico 1.6). In media, è stato del 2,1% a luglio il tasso sui nuovi prestiti (da 3,5% nel febbraio 2014). Le imprese più piccole pagano il 2,9% (dal 4,4%), le maggiori l'1,6% (dal 2,8%). I margini applicati dalle banche, tuttavia, restano ampi rispetto ai paesi *core* dell'Eurozona; le piccole imprese in Italia continuano a pagare tassi molto più alti che in Germania, sebbene il divario sia in riduzione: +1,1 punti percentuali nei primi sette mesi del 2015 (+0,8 a luglio), da +1,9 nello stesso periodo del 2014 (il divario era nullo, in media, nel 2010). La riduzione di tale spread ha riflesso quella del divario di rendimento tra i titoli sovrani di Italia e Germania.

La domanda di credito delle imprese italiane è aumentata nel secondo trimestre 2015, dopo essersi sostanzialmente stabilizzata da inizio 2014. Tuttavia, le richieste restano molto sotto i livelli del 2011. L'inizio di risalita è stato favorito dal minor costo del credito. In particolare, ha iniziato ad aumentare la domanda per finanziare investimenti fissi, sommandosi all'incremento già in atto di quella per scorte e capitale circolante.

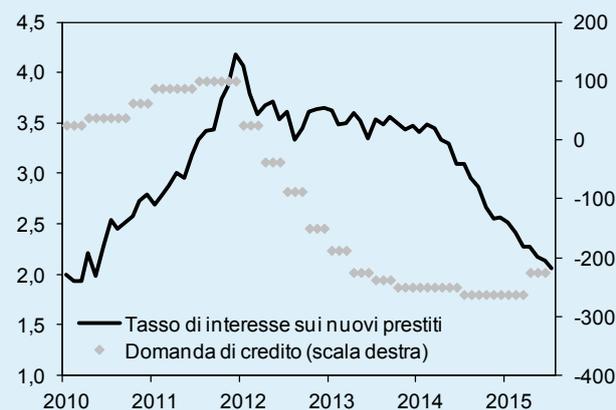
Le misure espansive della BCE sosterranno l'atteso aumento dei prestiti alle imprese. Si tratta delle aste T-LTRO, disegnate in modo da fornire alle banche risorse a tassi quasi nulli per erogare nuovi crediti (fino a giugno 95 miliardi agli istituti italiani). E del *Quantitative Easing*, cioè gli acquisti di titoli: ABS (cioè prestiti cartolarizzati), *covered bond* bancari e bond pubblici dei paesi dell'Eurozona. Grazie a tali misure, il rendimento del BTP decennale si mantiene su bassi livelli (1,91% a settembre, da 2,21% a giugno; era a 4,12% nel dicembre 2013). Ciò ha accresciuto per le banche l'incentivo a erogare prestiti invece che acquistare bond; ha abbassato il costo della raccolta tramite obbligazioni; ha migliorato i bilanci degli istituti, attraverso il simmetrico aumento dei prezzi dei titoli in portafoglio.

Inoltre, la vigilanza bancaria unica della BCE, operativa da fine 2014 dopo la valutazione degli asset bancari e gli *stress test*, ha accresciuto la trasparenza dei bilanci e può diffondere fiducia nel sistema, aiutando a far ripartire il mercato interbancario. Da inizio 2015, inoltre, è operativo il primo tassello del meccanismo unico di risoluzione di banche in crisi (il *Board*, che lo guiderà). La condivisione di risorse nazionali in un Fondo europeo di risoluzione procederà gradualmente dal 2016. Per il completamento dell'Unione bancaria mancano progressi nell'assicurazione comune dei depositi, di recente rilanciata dalla Commissione.

Grafico 1.6

Costo del credito in calo, riparte la domanda

(Italia, imprese, dati mensili, valori % e indice cumulato 4° trimestre 2009=0*)



* Calcolato sulle % nette di risposte delle banche; indicatore ricavato dai dati qualitativi della *Bank lending survey*.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Le misure più recenti adottate in Italia per sostenere il credito bancario sono: la nuova moratoria sul rimborso dei prestiti; la creazione di nuovi plafond CDP e il potenziamento di quelli esistenti per fornire risorse alle banche che intendano erogare prestiti non solo a PMI, ma anche a *midcap* e reti di imprese; il rafforzamento del Fondo di Garanzia delle PMI; gli interventi per favorire il consolidamento patrimoniale del sistema dei Confidi, che restano però in larga parte inattuati; la misura che consente alle compagnie di assicurazione di concedere credito alle imprese.

L'aumento dei prestiti nei prossimi anni, tuttavia, sarà molto lento a causa della necessità degli istituti di tenere alti i *ratio* di capitale, in linea con le più stringenti richieste regolamentari e di vigilanza. Ciò a fronte di una redditività bancaria strutturalmente bassa. Ulteriori restrizioni regolamentari, in discussione a livello internazionale, aggraverebbero il quadro.

Il credito alle imprese italiane riparte piano nel 2015, accelera nel 2016

Quali sono i fattori che guideranno l'andamento dello stock di credito alle imprese nel 2015-16? Alla luce degli sviluppi recenti nel settore bancario e delle prospettive più probabili per il prossimo futuro, i prestiti possono tornare a crescere per accompagnare la risalita dell'economia? Sulla base di un bilancio semplificato del sistema bancario italiano, il CSC ha realizzato una simulazione che illustra il prossimo andamento dei prestiti alle imprese: +0,5% a fine di quest'anno sul dicembre 2014 e +2,2% tendenziale a fine 2016.

Le stime si basano anzitutto su due assunzioni relative alla raccolta bancaria. Primo, si ipotizza il proseguire della crescita dei depositi (+1,5% quest'anno, +2,0% nel 2016), sulla scia della ripartenza dell'economia; a luglio i depositi hanno già registrato un aumento dello 0,7% rispetto a fine 2014. Secondo, si assume una graduale frenata della riduzione dello stock di obbligazioni bancarie (-10,0% e 5,0%), grazie al miglioramento delle condizioni sui mercati, sia nazionale sia internazionale (-14,4% a luglio da fine 2014).

Le due variabili chiave della simulazione sono la dotazione di capitale bancario e la quota di titoli di Stato in portafoglio (Tabella A). Per queste due variabili il CSC formula assunzioni fondate sull'analisi della situazione del sistema bancario italiano e sugli andamenti già registrati nel 2015, in base ai dati disponibili fino a luglio.

Riguardo alla dotazione di capitale, il CSC ipotizza che le banche italiane siano, nel complesso, in grado di accrescerla: nel 2015 la sua quota sul totale passivo sale di 0,50 punti (ciò equivale a

Tabella A

Più capitale e meno avversione al rischio per la ripartenza dei prestiti (Bilancio delle banche italiane, stock di fine periodo, miliardi di euro)						
	2011	2012	2013	2014	Capitale su, titoli in frenata*	
					2015	2016
ATTIVO						
Prestiti a imprese Italia	894	865	814	788	792	809
Prestiti a famiglie Italia	618	610	602	597	603	608
Titoli di Stato Italia	210	331	387	401	409	402
Altro attivo	2.341	2.415	2.245	2.238	2.260	2.281
Totale attivo	4.063	4.220	4.048	4.023	4.063	4.101
PASSIVO						
Depositi**	1.031	1.100	1.130	1.166	1.183	1.207
Obbligazioni**	382	380	330	238	214	203
Capitale	380	373	391	424	449	453
Altro passivo	2.270	2.367	2.197	2.195	2.217	2.237
Totale passivo	4.063	4.220	4.048	4.023	4.063	4.101
<i>Funding gap</i>	-100	6	44	19	3	-7
Leva (Attivo/Capitale)	10,7	11,3	10,4	9,5	9,1	9,1

* Capitale (var. quota % sul passivo): +0,50 nel 2015 e 0,00 nel 2016; titoli di Stato (var. quota % sull'attivo): +0,10 nel 2015 e -0,25 nel 2016.

** Imprese e famiglie Italia.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Banca d'Italia.

ipotizzare un aumento a 449 miliardi, rispetto ai 443 già raggiunti a luglio) e nel 2016 resta stabile (in valore assoluto sale a 453 miliardi). Ciò avviene grazie al miglioramento della redditività, che mette fine all'erosione causata dalle perdite di bilancio. E grazie all'incremento della fiducia sui mercati, che facilita la raccolta di capitale fresco. Inoltre, le banche continuano a essere punzolate dalla regolamentazione prudenziale e dalla vigilanza unica della BCE, che tendono a innalzare ulteriormente le dotazioni minime di capitale, specie nel 2015. La maggiore capitalizzazione determina quest'anno un'ulteriore riduzione della leva (9,1 a fine 2015, da 9,5 a fine 2014), ovvero del rischio complessivo dell'attività bancaria, nonostante l'espansione dell'attivo (+40 e +38 miliardi nei due anni).

Per la quota di titoli di Stato in portafoglio, il CSC assume che le banche frenino gradualmente l'acquisto di titoli pubblici, al quale destineranno una quota nell'attivo in modesta crescita nel 2015 (+0,10 punti percentuali; pari a 409 miliardi a fine anno, dai 407 di luglio) e in leggero calo nel 2016 (-0,25 punti, a 402 miliardi). Ciò avviene a seguito dell'assottigliarsi della forchetta dei rendimenti netti tra titoli di Stato e prestiti (netti = corretti per il rischio), sulla scia del programma di *Quantitative Easing* della BCE che continuerà a tenere bassi i tassi sui BTP. Inoltre, alla riduzione dei titoli di Stato nei bilanci bancari contribuirà la minore avversione al rischio da parte delle banche, sullo sfondo della ripartenza dell'attività economica in Italia che, in prospettiva, appiattirà il profilo delle sofferenze bancarie.

In tale scenario, favorevole ma prudente, i prestiti alle imprese smetteranno di diminuire, dopo tre anni di cali. Si registrerà una modesta risalita: +4 miliardi di euro a fine 2015 su fine 2014 (pari al +0,5%, partendo da un -0,6% registrato fino a luglio) e +18 miliardi nel 2016 (+2,2%). Si tratta di un riavvio molto lento rispetto ai ritmi pre-crisi e inferiore a quello del PIL nominale nel primo anno. Tale aumento dei prestiti è largamente insufficiente a recuperare i volumi precedenti al triennio di *credit crunch* (ancora -85 miliardi a fine 2016 rispetto a fine 2011).

Questo scenario, già non brillante, è esposto a vari rischi al ribasso per i prestiti alle imprese. In particolare, se un ulteriore irrigidimento della regolamentazione prudenziale e della vigilanza europea agisse nel modo sbagliato sugli incentivi delle banche, queste potrebbero essere indotte a proseguire con più decisione nel percorso di aumento della quota di titoli di Stato in portafoglio. Inoltre, è possibile che le banche, in aggregato, non siano in grado di continuare a reperire abbastanza capitali freschi sul mercato, a fronte di un contributo degli utili reinvestiti che resterà marginale. Il realizzarsi di entrambi i rischi, pur in misura contenuta per il 2015 (la quota del capitale cresce meno, di 0,40 punti; quella dei titoli di Stato sale di più, di 0,25 punti) sarebbe sufficiente a far proseguire il *credit crunch* (-5 miliardi a fine anno, pari al -0,6%), anche in presenza di un andamento positivo del totale dell'attivo.

Non decolla la finanza alternativa

La scarsità dei prestiti alle imprese ha fatto crescere l'importanza dei canali di finanziamento alternativi. I quali, però, restano con volumi contenuti.

Il mercato delle obbligazioni di piccole-medie imprese (mini-bond) ha registrato una battuta d'arresto nel 2015: 30 emissioni nei primi otto mesi, per un totale di 256 milioni di euro, tendenzialmente inferiori a quelli del 2014 (50 emissioni in dodici mesi, per 511 milioni). A ciò si affiancano 10 emissioni di cambiali finanziarie, per 29 milioni, emesse da piccole imprese. I mini-bond risentono in particolare di un costo relativamente alto. Per il rilancio delle emissioni si è puntato sul Fondo di Garanzia, che può garantire portafogli di mini-bond, sul Fondo Ita-

liano di Investimento, che ha istituito un fondo di fondi di *private debt*, e sulle compagnie di assicurazione, che possono investire direttamente in minibond o tramite i fondi privati.

Il mercato azionario per le PMI (AIM Italia), invece, procede ai ritmi dello scorso anno: 14 nuove quotazioni nei primi otto mesi del 2015 (20 in tutto il 2014). I volumi restano ridotti (198 milioni nel 2014). Servono investitori specializzati per allargare il mercato a molte più piccole-medie aziende. Positivo il progetto di una "Unione dei Mercati dei Capitali" nella UE, lanciato dalla Commissione prima dell'estate, con l'obiettivo di far crescere e integrare i mercati, borsistici e non, dei paesi membri.

Crescono i prestiti per le famiglie L'aumento dei prestiti alle famiglie italiane si sta consolidando: +0,3% a luglio, +0,5% al mese nel secondo trimestre (dati destagionalizzati). Lo stock di credito è cresciuto dello 0,4% in media nei primi sette mesi del 2015, dopo la lunga ma graduale riduzione durata tre anni (-0,04% al mese nel 2014, -0,1% nel 2012 e 2013). Ciò ha già riportato i prestiti sui livelli precedenti al triennio di grave *credit crunch*. A differenza di quanto avviene per il credito alle imprese, le nuove erogazioni bancarie per le famiglie forniscono già un sostegno ai consumi e all'attività nel settore residenziale.

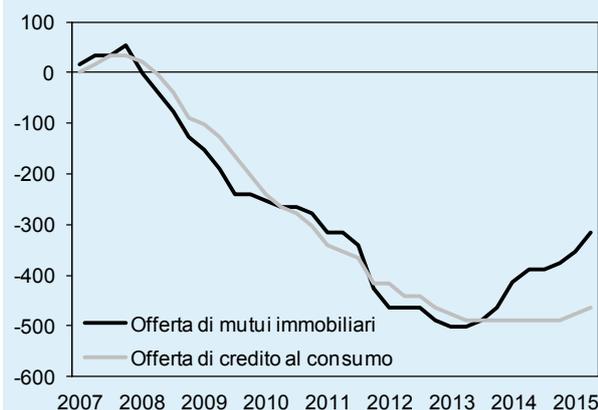
Il loro aumento riflette un'offerta meno stretta (Grafico 1.7). Per i mutui, le banche indicano che i criteri di concessione sono stati ulteriormente allentati nel secondo trimestre 2015, proseguendo la tendenza iniziata nella seconda metà del 2013. Nel complesso è stata annullata solo una parte della restrizione precedente. Per il credito al consumo l'allentamento dei criteri di offerta è partito più tardi, a inizio 2015, e finora è stato marginale, essendo rimasti invariati per un anno e mezzo sui livelli molto stretti raggiunti a metà 2013 (indagine Banca d'Italia).

Gli istituti segnalano di aver ridotto, nel secondo trimestre del 2015 come già nel primo, solo i margini di interesse per la media dei prestiti, lasciando invariate le altre condizioni (garanzie, scadenze, volumi). Costo della provvista e vincoli di bilancio sono giudicati dalle banche favorevoli e c'è una maggiore concorrenza fra istituti. Per i mutui gioca a favore pure una minore avversione al rischio. L'offerta di credito al consumo, invece, risente di nuovo della percezione di deterioramento del merito di credito delle famiglie.

Nel secondo trimestre, inoltre, si è rafforzata la risalita della domanda di mutui, che prosegue da inizio 2014. Ciò è stato favorito dal miglioramento delle attese delle famiglie sul mercato immobiliare, dall'aumento della fiducia, dalla rinegoziazione di vecchi contratti. Il principale fattore positivo, comunque, è stato il minor costo rispetto agli ultimi anni. I dati Banca d'Italia mostrano che il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui era al 3,0% a luglio, da un minimo di 2,9% in aprile, un punto in meno dal 4,0% nel settembre 2013.

Grafico 1.7

Offerta di mutui su, ferma per il credito al consumo
(Italia, famiglie, indici cumulati 4° trimestre 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche*)



* Indicatori ricavati dai dati qualitativi della *Bank lending survey*; offerta=variazione dei *credit standard* con segno invertito.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

La domanda di credito al consumo nel secondo trimestre ha accelerato, pur su ritmi inferiori a quelli registrati per i mutui e con una partenza ritardata (da fine 2014). Questo andamento comunque positivo riflette l'incremento dei progetti di spesa delle famiglie in beni durevoli, una maggior fiducia e, in minor misura, la riduzione dei tassi. Il TAEG sul credito al consumo è sceso all'8,1% a luglio, dal 9,4% nel febbraio 2014.

Lavoro in presa diretta con il PIL

Di pari passo con il PIL è ripartita anche la domanda di lavoro, che continuerà a crescere nella seconda metà del 2015 e per tutto il 2016.

L'aumento dell'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), iniziato nel 2014 (+0,2% rispetto al 2013) nonostante il calo del PIL (-0,4%), si rafforzerà quest'anno e per tutto il 2016.

I dati trimestrali di contabilità nazionale relativi alle ULA non sembrano molto coerenti con la dinamica del PIL e con l'andamento dell'occupazione rilevata con l'indagine trimestrale sulle forze lavoro. Il CSC stima che le ULA aumenteranno dello 0,7% nel 2015 e dell'1,0% nel 2016. Ciò è in linea con la crescita del numero degli occupati nei primi sette mesi dell'anno (+0,8% acquisito) e il progressivo calo delle richieste di CIG (-30% nei primi sette mesi del 2015 le ore autorizzate, rispetto allo stesso periodo del 2014). La differenza tra l'incremento delle ULA e quello del numero di occupati potrebbe essere dovuto anche all'inserimento di nuove figure professionali in imprese che fanno ancora ricorso alla cassa integrazione, favorito dalle nuove regole del *Jobs Act* e dalla decontribuzione prevista per i neo assunti.

CIG in discesa...

Il ricorso alla CIG, rimasto alto nel 2014, si sta progressivamente sgonfiando: tra gennaio e luglio 2015 le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte sono state mediamente pari a 210mila, un livello di poco più alto a quello di inizio 2009.

L'intervento ordinario è sceso a 60mila unità, in media nei primi sette mesi del 2015 dalle 95mila di fine 2013. Quello straordinario ha cominciato a contrarsi dall'autunno 2014 (200mila unità a ottobre 2014) e, pur rimanendo alto, si è ridotto nei primi sette mesi di quest'anno (120mila unità, il 57,6% del totale).

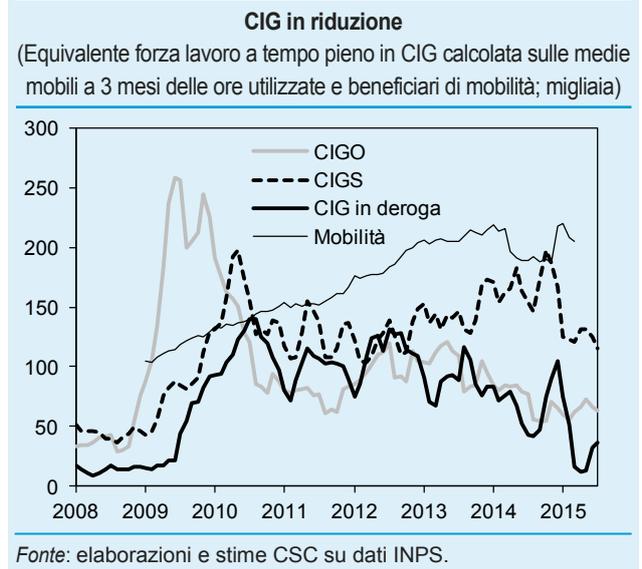
Scende la Cassa integrazione in deroga (30mila unità nei primi sette mesi del 2015), che è tornata sui livelli di primavera 2009. Nelle stime CSC lo stock di CIG continuerà a diminuire progressivamente: a fine 2016 nell'intera economia interesserà ancora l'equivalente di circa 150mila ULA, un livello di poco superiore a quello di inizio 2009 (Grafico 1.8).

Nelle stime CSC lo stock di CIG continuerà a diminuire progressivamente: a fine 2016 nell'intera economia interesserà ancora l'equivalente di circa 150mila ULA, un livello di poco superiore a quello di inizio 2009 (Grafico 1.8).

Nelle stime CSC lo stock di CIG continuerà a diminuire progressivamente: a fine 2016 nell'intera economia interesserà ancora l'equivalente di circa 150mila ULA, un livello di poco superiore a quello di inizio 2009 (Grafico 1.8).

I dati INPS sul numero di lavoratori in mobilità si fermano a marzo 2015: gli interventi in deroga sono in progressivo esaurimento (2mila beneficiari nel primo trimestre da 54mila un

Grafico 1.8



anno prima), quelli ordinari sono ancora molti ma in calo a febbraio e marzo (205mila beneficiari in media) dal picco di gennaio 2015 (220mila)¹.

...e l'occupazione sale

Il numero di persone occupate in Italia, dopo essere diminuito di 864mila unità dal 2008 a fine 2013, ha registrato un recupero tra primo quarto 2014 e primo 2015 (+169mila unità) e un forte incremento nel secondo trimestre: +103mila sul primo. In luglio gli occupati sono cresciuti ancora (+0,2% rispetto al trimestre precedente), tornando sui livelli di fine 2012.

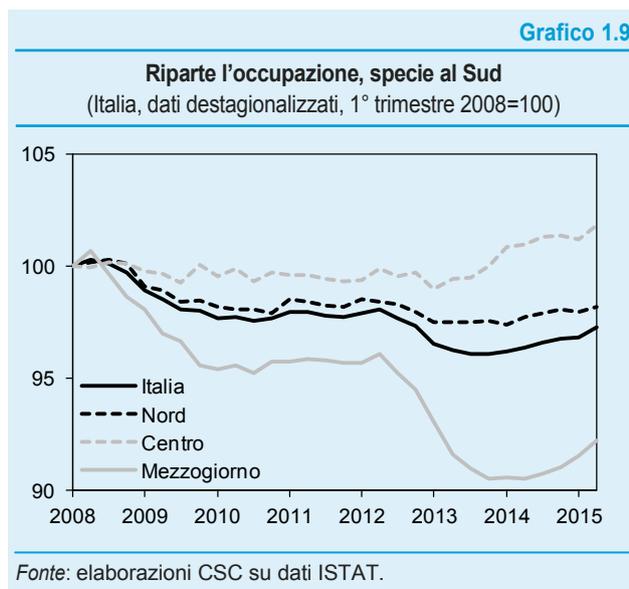
Sull'andamento dell'occupazione hanno certamente avuto un ruolo importante l'introduzione degli sgravi contributivi per le assunzioni a tempo indeterminato, operativi da gennaio, e le nuove regole previste dal *Jobs Act*, entrate in vigore a marzo. Sebbene gli effetti delle nuove norme non siano ancora compiutamente quantificabili, i dati disponibili indicano che le misure governative stanno avendo un impatto positivo: nei primi sette mesi dell'anno, secondo i dati INPS, le nuove assunzioni a tempo indeterminato nel settore privato sono cresciute del 35,4% rispetto allo stesso periodo del 2014, le trasformazioni sono aumentate del 41,6% e ci sono stati 787mila contratti con decontribuzione (si veda il riquadro *Le imprese di Confindustria promuovono, con i fatti, le misure sul lavoro*).

La disaggregazione per macroaree rivela andamenti alquanto differenti. Al Centro l'occupazione ha tenuto durante la crisi, è ripartita prima che nel resto del Paese e si colloca a un livello ben più alto di quello pre-crisi (nel secondo trimestre 2015 +135mila persone dal primo trimestre 2013 e +86mila dal primo 2008). Il Nord ha accumulato una perdita occupazionale pari a -310mila persone tra il 2008 e il primo quarto del 2014 e i dati più recenti mostrano una lenta risalita (+12mila nel primo semestre di quest'anno da fine 2014). Nel Mezzogiorno, infine, si osserva un progressivo aumento del numero di persone occupate da inizio 2014 (+108mila unità, l'incremento percentuale più forte: +1,8%), ma la caduta durante la crisi è stata molto maggiore, cosicché il divario da recuperare è molto più ampio che nelle altre zone del Paese (Grafico 1.9).

Nel 2015 il numero di persone occupate continuerà a crescere, con una variazione in media d'anno pari a +0,9%. Nel 2016 registrerà un +1,0% e il biennio previsivo si chiuderà con 278 mila occupati in meno rispetto a fine 2007 (-1,2%) ma con +494mila rispetto al 2014.

Disoccupazione in diminuzione

A inizi 2015 è cominciata la flessione del tasso di disoccupazione: 12,4% nella media del primo semestre dal 12,7% medio del 2014. Continuerà a scendere per il resto dell'anno (12,0% a luglio), a fronte di una forza lavoro pressoché piatta (+0,3% in media d'anno, dopo il -0,5% del primo e il +0,5% nel secondo trimestre). Nel 2015



¹ Da inizio 2015 è cominciato il *decalage* di durata dell'indennità di mobilità previsto dalla legge Fornero (92/2012); questo potrebbe spiegare il picco di richieste a dicembre e da gennaio la costante contrazione delle stesse.

sarà in media del 12,2%. Scenderà all'11,8% nel 2016, nonostante una forza lavoro che accelera (+0,5% in media d'anno).

Considerando anche le ULA equivalenti in CIG, il CSC stima che l'incidenza della forza lavoro inutilizzata passerà dal 13,3% nel secondo trimestre 2015 al 12,6% nel quarto, per scendere gradualmente al 12,3% a fine 2016. Aveva raggiunto il 14,0% nel primo trimestre 2014.

Nonostante la risalita dell'attività economica e un recupero dell'occupazione superiore a quanto il CSC aveva previsto a giugno scorso, nel mercato del lavoro italiano permarrà un ampio bacino di persone a cui manca lavoro (in tutto o in parte): agli oltre 3 milioni di disoccupati nel secondo trimestre 2015 (+84,8% rispetto a sette anni prima) bisogna aggiungere gli occupati part-time involontari (2,6 milioni, +88,8%) e i non-occupati che sarebbero disponibili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva perché scoraggiati (1,6 milioni, +53,4%) oppure perché stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (638mila, raddoppiati). In totale, si tratta di 8 milioni di persone (+105,9%).

Un'altra misura del deterioramento del mercato del lavoro durante la crisi è l'ormai elevatissimo stock di disoccupati di lunga durata: nel secondo trimestre 2015 le persone alla ricerca di un impiego da almeno dodici mesi erano 1,8 milioni (+134,1% rispetto al secondo 2008), il 60% del totale dei disoccupati.

Le imprese di Confindustria promuovono, con i fatti, le misure sul lavoro

Le imprese hanno cambiato le politiche occupazionali, in reazione alle nuove norme e agli sgravi contributivi sui contratti a tempo indeterminato. L'annuale Indagine Confindustria sul lavoro ha rilevato, presso un vasto campione di aziende associate, l'impatto molto positivo sulle assunzioni e sui rapporti di lavoro delle misure varate nei primi mesi del 2015¹ (Tabella A).

Tabella A

Sgravi contributivi e contratto a tutele crescenti rilanciano le assunzioni (% di risposte)

	Imprese che prevedono o hanno effettuato assunzioni a tempo indeterminato (%)	Sulla decisione hanno influito le nuove norme?		
		No	Sì, Nuove assunzioni	Sì, Trasformazioni
Totale	39,0	37,9	17,9	44,1
1-15 addetti	26,5	36,1	23,1	40,9
16-99 addetti	48,8	37,1	16,9	46,1
100 e più addetti	77,1	43,7	9,9	46,4
Industria in senso stretto	42,9	39,0	16,8	44,3
Costruzioni	27,2	38,0	24,2	37,8
Servizi	36,1	36,4	18,8	44,9

Fonte: elaborazioni CSC su dati Indagine sul lavoro nel 2014.

¹ I dati sono stati raccolti nel periodo febbraio-aprile 2015 presso 3.937 aziende associate a Confindustria. I risultati medi a livello nazionale sono ponderati sulla base della distribuzione (per 11 comparti e 3 classi dimensionali) degli occupati nel totale delle imprese associate. Si vedano le domande in appendice.

Sebbene l'economia italiana fosse da poco ripartita, quasi due imprese su cinque (39,0%) hanno previsto o effettuato assunzioni a tempo indeterminato nel corso dell'anno, la maggior parte grazie ai provvedimenti.

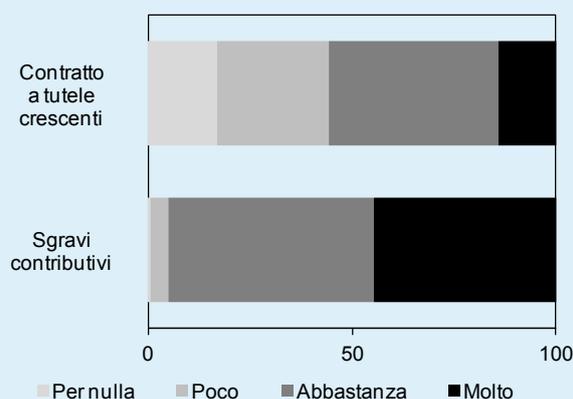
La riduzione dei contributi e/o il contratto a tutele crescenti introdotto dal *Jobs Act* hanno influenzato le decisioni sulla forza lavoro del 62,0% delle aziende che hanno dichiarato di aver effettuato o di avere la volontà di effettuare assunzioni. In particolare, il 17,9% ha deciso di aumentare la forza lavoro a seguito dei provvedimenti, mentre un po' meno della metà (44,1%) ha trasformato in rapporti a tempo indeterminato altri tipi di contratto.

L'impatto delle nuove norme varia molto in funzione della dimensione aziendale. Tra le grandi imprese che hanno fatto assunzioni o hanno in programma di farlo (77,1%), il 56,3% dichiara che il *Jobs Act* e gli sgravi contributivi hanno influito sulla scelta; una su 10 ha deciso di incrementare il personale, il restante 46,4% ha trasformato contratti preesistenti. Tra le imprese di minore dimensione, invece, la quota le cui decisioni sono state influenzate dalle nuove norme è più elevata (64,0% per le imprese con 1-15 addetti, 63,0% per quelle con 16-99), con un maggiore impatto dei provvedimenti sulla propensione a effettuare nuove assunzioni (23,1% e 16,9%).

Come atteso, i giudizi sull'incisività per le decisioni delle due norme sono positivi, con un grado differente: l'introduzione del contratto a tutele crescenti è ritenuta abbastanza o molto importante dal 55,6% dei rispondenti, gli sgravi contributivi dal 95,2% delle imprese (Grafico A).

Grafico A

Forte l'impatto degli sgravi contributivi
(Giudizi delle imprese su quanto i provvedimenti hanno influenzato eventuali assunzioni, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Indagine sul lavoro nel 2014.

Appendice

B.9 Nella sua azienda sono previste - o sono già state effettuate - assunzioni a tempo indeterminato nel corso del 2015?

No, perchè non ci sono le condizioni di mercato SI

Se Sì, sulla decisione hanno influito in qualche modo gli sgravi contributivi per le assunzioni effettuate nel 2015 e/o il contratto a tutele crescenti introdotto dal *Jobs Act*?

No, in nessun modo
SI

Se Sì, perchè? (Scegliere una delle due opzioni)

- I provvedimenti hanno consentito di ampliare la forza lavoro con assunzioni a tempo indeterminato
- I provvedimenti hanno reso più conveniente - a parità di forza lavoro - i contratti a tempo indeterminato rispetto ad altre forme contrattuali

Indicare quanto i due provvedimenti hanno influito sulla decisione di assumere a tempo indeterminato (Indicare una sola opzione per provvedimento)

	per niente	poco	abbastanza	molto
Sgravi contributivi per le assunzioni effettuate nel 2015	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
L'introduzione del contratto a tutele crescenti	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Retribuzioni al passo dei contratti Il CSC stima che nell'intera economia l'aumento delle retribuzioni contrattuali sia pari all'1,1% nel 2015 e allo 0,6% nel 2016, dopo il +1,2% nel 2014. Quello delle retribuzioni di fatto è di poco più alto: +1,2% nel 2015 e +0,7% nel 2016. A fronte di un'inflazione estremamente bassa, le retribuzioni reali nel totale dell'economia cresceranno dell'1,0% nel 2015 e resteranno piatte nel 2016.

Sulla dinamica complessiva delle retribuzioni contrattuali ha finora influito il blocco delle procedure negoziali nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale). Il congelamento degli stipendi pubblici, inizialmente introdotto per il triennio 2010-2012 e via via prorogato, da ultimo dalla Legge di stabilità 2015 al 31 dicembre di quest'anno, è stato ritenuto illegittimo per il futuro dalla Corte Costituzionale nel giugno scorso². Le risorse per eventuali aumenti retributivi saranno definite dalla prossima Legge di Stabilità e pertanto non sono inglobate nelle previsioni. Le procedure negoziali nel settore pubblico si riapriranno tra fine 2015 e inizio 2016 e nella seconda metà dell'anno si concluderanno i primi rinnovi contrattuali.

Sulla dinamica delle retribuzioni di fatto influirà sia il venir meno di alcuni tagli alla spesa introdotti negli anni passati³ sia le trasformazioni di personale da tempo determinato a tempo indeterminato previste dall'ultima Legge di stabilità nell'ambito del progetto "Buona scuola". Ciò porterà a un aumento delle retribuzioni di fatto nel settore pubblico pari allo 0,4% quest'anno e allo 0,6% nel prossimo.

Negli ultimi anni l'attività contrattuale è stata intensa, invece, nell'industria: in quella in senso stretto i contratti rinnovati tra fine 2012 e primavera 2014 coprono circa il 95% del monte retributivo e hanno fissato aumenti per il triennio 2013-2015 o per quello 2014-2016 prendendo a riferimento le previsioni ISTAT di inflazione IPCA al netto degli energetici importati, così come formulate ad agosto 2012 e a maggio 2013⁴. Sulla base dei CCNL in vigore, le retribuzioni contrattuali nell'industria in senso stretto cresceranno del 2,3% nel 2015. Tra la fine del 2015 e nel corso del 2016 scadrà la maggior parte dei contratti. Molti di essi prevedono di considerare, in fase di rinegoziazione, lo scostamento registrato nel triennio precedente tra inflazione prevista al momento del rinnovo e quella effettiva. Quest'ultima risulta in media più bassa di 3,6 punti percentuali rispetto alla prevista. Sulla base di questo scarto, nel rispetto degli accordi, la dinamica delle retribuzioni contrattuali dovrebbe risultare pressoché nulla nel 2016. Le retribuzioni di fatto potrebbero trarre impulso dalla contrattazione di secondo livello, i cui risultati non sono stimabili ex-ante.

Nei servizi privati, l'attività contrattuale è stata nei primi mesi del 2015 più intensa che nel 2014, tanto che la copertura dei contratti è passata dal 17,6% al 66,2% del monte retributivo. Se la copertura dovesse ancora crescere, la dinamica retributiva contrattuale sarà pari allo 0,8% nel 2015 e all'1,1% nel 2016, maggiore di quella nell'industria. D'altra parte nei servizi le retribuzioni reali sono aumentate, nel biennio scorso, meno (-0,4% nel 2013 e +0,8% nel 2014, contro +0,9% e +1,7%).

² Sentenza n.178/2015.

³ Dal 2015 non hanno effetto le norme di contenimento della spesa per il personale introdotte dal decreto 78/2010 riguardante il blocco dei trattamenti economici individuali e il blocco economico delle progressioni di carriera.

⁴ La previsione ISTAT di agosto 2012 per l'inflazione IPCA al netto degli energetici importati (+2,0% nel 2013, +1,8% nel 2014, +2,1% nel 2015) è stata presa a riferimento dagli accordi rinnovati fino a maggio 2013, quando le stime sono state riviste (+1,8% per il 2013, +1,8% per il 2014 e +2,0% per il 2015). A maggio 2014 la previsione era più bassa di quella di un anno prima (+0,8% per il 2014, +1,3% per il 2015, +1,5% per il 2016 e +1,6% per il 2016). Il 29 maggio 2015 l'ISTAT le ha ulteriormente aggiornate per il periodo 2015-2018 (0,6% per il 2015, 1,1% per il 2016, 1,3% per il 2017 e 1,5% per il 2018).

Dal 2016 CLUP in frenata

Il CSC stima che l'aumento del CLUP nel totale dell'economia italiana sia dello 0,9% nel 2015, per un andamento negativo della produttività (-0,4%) e con un costo del lavoro che cresce dello 0,5%.

Nel 2016 il CLUP scenderà dello 0,5% grazie a una dinamica della produttività che tornerà in territorio positivo (+0,4%) e con un andamento del costo del lavoro pressoché piatto.

Le previsioni scontano l'impatto degli incentivi sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato effettuate nel 2015 (decontribuzione totale fino a un tetto di 8.060 euro annui) previsti dalla Legge di stabilità, che avranno pieno efficacia nel 2016. Nel settore privato la dinamica del costo del lavoro risulterà piatta nel 2015 e pari a -1,4% nel 2016. Quella del CLUP sarà di +0,4% e -2,1%. Queste stime inglobano anche l'intera deducibilità del costo del lavoro dalla base imponibile IRAP, che in contabilità nazionale non è imputata al costo del lavoro ma alle entrate indirette. Senza considerare il taglio dell'IRAP la dinamica del costo del lavoro nel settore privato risulterebbe di +0,6% nel 2015 e -0,2% nel 2016; quella del CLUP di +1,1% e -0,9%.

L'inflazione resta molto bassa

La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia si è mantenuta a +0,2% in agosto per il terzo mese consecutivo, dopo essere scivolata in territorio negativo a inizio anno (minimo a -0,6% a gennaio; indice NIC). La graduale risalita è stata guidata dai prezzi *core* (esclusi energia e alimentari; Grafico 1.10), ma vi hanno contribuito anche l'attenuazione della caduta dei prezzi energetici e la crescita di quelli alimentari.

Il rischio di deflazione, quindi, si è molto ridotto. Nello scenario CSC, come già a giugno, viene escluso il suo realizzarsi. Ciò grazie anche all'euro debole e alla ripartenza dell'economia. La capacità inutilizzata ancora ampia e la flessione attesa del CLUP nel 2016, tuttavia, terranno gli incrementi dei prezzi su ritmi molto ridotti.

Nello scenario CSC, la dinamica annua dei prezzi al consumo in Italia resterà poco sopra lo zero nel 2015, attestandosi in media a +0,2%, come previsto a giugno. In seguito, continuerà a salire lentamente, portandosi a +0,7% in media nel 2016. Queste previsioni scontano il fatto che nel 2015 la dinamica dell'indice totale dei prezzi rimanga sotto quella dell'indice *core* e la raggiunga poi nel 2016.

La dinamica dei prezzi *core* è aumentata negli ultimi mesi dai valori molto bassi toccati nella primavera 2015, grazie alla ripartenza dell'attività economica: +0,7% annuo in agosto, da un minimo di +0,3% in aprile. Al suo interno, è maggiore la crescita dei prezzi dei servizi (+0,7%, da +0,3% in aprile). È aumentata anche quella dei prezzi dei beni industriali, settore più esposto alla concorrenza (+0,4% annuo in agosto, da un minimo di -0,1% nel novembre 2014).

I prezzi dei beni energetici continuano a tenere la dinamica dell'indice totale sotto quella *core*. La loro riduzione in termini annui si sta di nuovo accentuando (-6,4% in agosto, da -5,5% a luglio; minimo a -9,1% a gennaio). In Italia questi prezzi seguono con un ritardo di 1-2 mesi e

Grafico 1.10



in misura ridotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti, l'andamento della quotazione del petrolio Brent tradotta in euro. Il cui ribasso in termini annui si è ampliato nei mesi estivi (-44,4% in agosto, da -27,0% a maggio; -36,0% previsto in media nel 2015).

Nel 2016 il profilo del prezzo del petrolio in euro sarà di graduale aumento (+12,5% sui dodici mesi a fine anno). Ciò favorirà un progressivo cambio di segno nella variazione dei prezzi al consumo dei prodotti energetici e farà in modo che l'inflazione totale nel 2016 si avvicini progressivamente all'inflazione *core*.

I prezzi alimentari sono in aumento e la loro dinamica annua si mantiene piuttosto stabile e superiore a quella *core* (+0,9% in agosto). Tale crescita è sostenuta soprattutto dagli alimentari freschi, i cui prezzi sono più direttamente legati alle quotazioni delle commodity (+1,9% annuo). I prezzi degli alimentari lavorati, invece, continuano a registrare un andamento molto contenuto (+0,4%). Gli alimentari contano per il 17,6% nel paniere dei prezzi al consumo in Italia. La crescita dei loro prezzi contribuisce a tenere la dinamica dell'indice totale fuori dal territorio deflazionistico.

I consumatori italiani si attendono ancora una riduzione del livello dei prezzi, ma con un'intensità molto minore rispetto a inizio anno: -6 in agosto il saldo delle risposte, da un minimo di -19 a gennaio. La risalita delle attese è stata guidata dal miglioramento dell'attività economica e non ha ancora risentito della nuova caduta dei prezzi energetici nei mesi estivi.

Sulle prospettive di inflazione nel 2016 c'è un rischio al rialzo, dato dal possibile aumento dell'IVA, da gennaio, inserito come clausola di salvaguardia dei conti pubblici. Lo scenario CSC, come già a giugno, non include tale rincaro. L'impatto sull'andamento dei prezzi al consumo dei rialzi dell'IVA negli ultimi anni è stato sostanzialmente nullo: nel pieno della recessione, infatti, sono stati in gran parte assorbiti dai margini delle imprese. Il recupero dell'attività economica quest'anno e la prevista accelerazione nel 2016, invece, rendono possibile un maggiore trasferimento sui listini finali di un eventuale (e assai improbabile) aumento dell'imposta.

Inflazione superiore a quella dell'Eurozona La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia negli ultimi mesi ha superato quella media dell'Area euro: il divario è di +0,3 punti percentuali in agosto, da -0,1 a maggio (indici armonizzati IPCA). I prezzi *core* in Italia hanno una dinamica di poco superiore a quella nell'Eurozona (+0,1 punti in agosto), così come quelli alimentari (+0,1 punti), mentre il differenziale è più marcato per i prezzi energetici (+0,7 punti) che si riducono meno rispetto all'Area.

La dinamica dei prezzi al consumo italiana è divenuta in particolare più alta di quella tedesca (+0,4 punti percentuali il differenziale in agosto, da +0,2 a luglio e -0,5 a maggio). I prezzi *core* crescono di più in Italia (+0,1 punti a luglio, ultimo dato disponibile, da -0,7 di maggio). Svolta simile per quelli energetici, che calano meno in Italia (+0,7 punti a luglio il differenziale Italia-Germania, da -0,8). Gli aumenti dei prezzi alimentari, invece, sono allineati. Questo divario nella dinamica dei prezzi al consumo a sfavore dell'Italia non aiuta il processo di allineamento in termini di competitività e, quindi, di crescita.

In calo il deficit pubblico Nelle previsioni CSC l'indebitamento netto della PA scende quest'anno al 2,8% del PIL (dal 3,0% nel 2014) e al 2,1% nel 2016 (Tabella 1.3).

Il deficit stimato è leggermente in aumento rispetto alla previsione di giugno (2,7% del PIL quest'anno e 2,0% nel 2016). Ciò è riconducibile a due fattori. Primo, le maggiori uscite quale effetto combinato della riduzione della spesa per interessi e dell'aumento dei redditi da

lavoro connesso alla stabilizzazione del personale in attuazione della “Buona scuola”. Secondo, la revisione al ribasso del tasso di crescita del PIL nominale: +1,2% quest’anno da +1,4% stimato in giugno e +2,0% nel 2016 da +2,2%. Nonostante le migliori prospettive di crescita del PIL a prezzi costanti, la dinamica di costi e prezzi tiene la variazione del deflatore a +0,2% quest’anno (da +0,6% nella previsione di giugno) e a +0,5% l’anno prossimo (da +0,8%). Ciò mette in evidenza l’importanza della crescita nominale, e non solo a prezzi costanti, ai fini del miglioramento dei conti pubblici (si veda il riquadro *Correggere gli squilibri macroeconomici o i disavanzi di bilancio pubblico?*).

Da sottolineare anche gli effetti pro-crescita derivanti dalla parziale ricomposizione delle uscite a favore dei redditi da lavoro e a danno della spesa per interessi. Infatti, gli interessi pagati sul 35,8% del debito pubblico italiano (il 37,7% del debito finanziato con l’emissione di titoli) finiscono a detentori esteri, che non li spendono poi in Italia, mentre le maggiori spese per i dipendenti pubblici sono in grado di alimentare maggiore domanda interna.

Lo scenario previsivo del CSC, sebbene non includa gli interventi che saranno contenuti nella prossima Legge di stabilità, incorpora alcune misure che il Governo, con il Documento di Economia e Finanza (DEF) presentato ad aprile scorso, si è impegnato a realizzare. In particolare, le previsioni tengono conto dell’annullamento delle clausole di salvaguardia (quella sulle imposte indirette introdotta dall’ultima Legge di stabilità, che vale 0,8 punti di PIL, e quella prevista dalla Legge di stabilità 2014 sulle *tax expenditures*, pari a 0,2 punti di PIL) che scatterebbero nel 2016 e di 10 miliardi di tagli alla spesa (0,6 punti di PIL) con cui il Governo intende compensarle. I risparmi, sebbene non ancora deliberati, dovrebbero riguardare la spesa corrente primaria diversa dai redditi da lavoro e dalla previdenza. Rispetto al DEF, nel 2015 il deficit rimarrà al di sopra della previsione del Governo (2,6% del PIL) per effetto degli esborsi connessi alla sentenza della Corte costituzionale sull’indicizzazione delle pensioni e al blocco da parte della Commissione europea del *reverse charge*.

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell’andamento del ciclo e delle una tantum, sarà pari all’1,0% del PIL nel 2015 (dallo 0,9% del 2014) e all’1,2% nel 2016.

Il saldo primario è stimato all’1,5% del PIL quest’anno (dall’1,6% nel 2014) e al 2,2% nel 2016. In termini strutturali scende al 3,3% del PIL quest’anno (dal 3,8% nel 2014) e al 3,2% l’anno prossimo.

Tabella 1.3

Il quadro della finanza pubblica (Conto economico della PA, valori in % del PIL)				
	2013	2014	2015	2016
Entrate totali	48,0	48,1	48,1	47,8
Uscite totali	50,9	51,1	50,9	50,0
Pressione fiscale apparente	43,5	43,4	43,6	43,3
Pressione fiscale effettiva	49,2	49,1	49,2	48,9
Indebitamento netto	2,9	3,0	2,8	2,1
Indebitamento netto strutturale	0,8	0,9	1,0	1,2
Saldo primario	1,9	1,6	1,5	2,2
Saldo primario strutturale	4,0	3,8	3,3	3,2
Debito pubblico	128,5	132,1	133,0	132,6
Debito pubblico (netto sostegni) ¹	125,1	128,4	129,3	129,0
<i>Per memoria, al netto del bonus 80 euro:</i>				
Entrate totali	48,0	47,7	47,5	47,3
Uscite totali	50,9	50,7	50,3	49,4
Pressione fiscale apparente	43,5	43,0	43,0	42,8
Pressione fiscale effettiva	49,2	48,6	48,5	48,3

¹ Prestiti diretti a paesi euro e quota di pertinenza dell’ESM.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d’Italia.

Migliora il fabbisogno Il fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche è risultato pari a 18,0 miliardi di euro nei primi sette mesi del 2015, oltre 14 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo del 2014. Riduzione più contenuta ma confermata anche al netto di introiti da dismissioni (che riducono il fabbisogno), sostegni finanziari erogati ai paesi UEM (che lo accrescono), pagamenti dei debiti della PA verso le imprese e altre operazioni straordinarie (Tabella 1.4).

Dal 2016 il debito inizia a scendere Il CSC stima che il debito pubblico si attesti al 133,0% del PIL nel 2015 (dal 132,1% nel 2014) e al 132,6% nel 2016, quando inizierà il rientro. Al netto dei sostegni ai fondi di stabilità europei (EFSF ed ESM) il debito risulta al 129,3% del PIL quest'anno (dal 128,4% del 2014) e al 129,0% nel 2016. La stima include 0,4 punti di PIL di privatizzazioni e dismissioni immobiliari quest'anno e 0,5 punti nel 2016, come indicato dal Governo. Il pagamento straordinario dei debiti PA avviato nel 2013 avrà, quest'anno, un'incidenza sul debito pari a 2,1 miliardi, derivante dalle somme erogate da gennaio a luglio.

Nello scenario CSC la spesa pubblica in rapporto al PIL si attesta al 50,9% del PIL nel 2015 (dal 51,1% nel 2014) per scendere il prossimo anno al 50,0%. L'aumento in valore quest'anno (+0,7%) è da imputare alla dinamica delle spese per prestazioni sociali (+3,7%) e all'aumento dei redditi da lavoro (+0,4%), mentre saranno in diminuzione tutte le altre voci di spesa corrente. Nel 2016 l'aumento della spesa pubblica sarà più contenuto (+0,2%). Le uscite in conto capitale risultano pari al 3,7% del PIL quest'anno (dal 3,6%) e saliranno al 3,8% nel 2016.

Da sottolineare che la spesa pubblica al netto di interessi, pensioni e bonus 80 euro (che è contabilizzato come maggiore spesa pur essendo una riduzione di entrate) è prevista in decisa contrazione: al 25,5% nel 2016, contro il 26,3% nel 2015 e il 26,5% nel 2014. Nel 2009 era al 26,8% (Grafico 1.11).

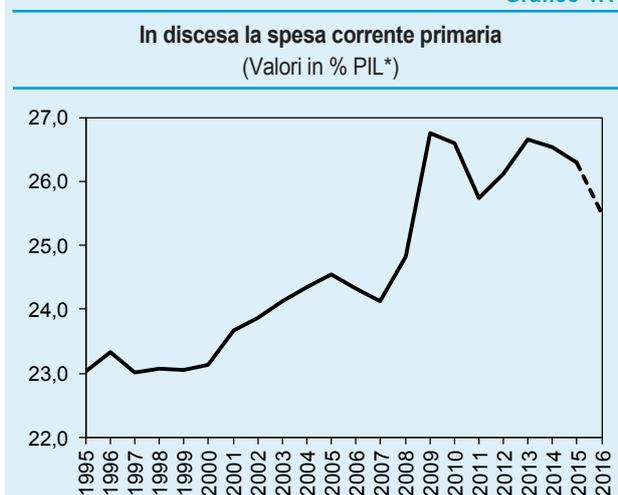
La spesa per interessi è stimata al 4,3% del PIL quest'anno e il prossimo (dal 4,7% nel 2014). Tale spesa è leggermente più bassa di quella indicata ad aprile dal Governo. I tassi di rendimento dei titoli italiani decennali dopo il picco di 235 punti base toccato a luglio sono tornati ad agosto a 185 punti base in media, più rapidamente di quanto ipotizzato a giugno. La

Tabella 1.4

Importante il miglioramento del fabbisogno della PA (Periodo gennaio-luglio; milioni di euro)		
	2014	2015
Fabbisogno PA	32.447	17.995
(+) Dismissioni	3.328	3.288
(-) Prestiti a EFSF e paesi membri	1.650	-2.097
(-) Contributi a ESM	2.866	0
(-) Pagamenti debiti alle imprese	4.500	2.100
(+) Altre operazioni straordinarie	0	0
Fabbisogno al netto operazioni straordinarie	26.758	21.281

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

Grafico 1.11



* Al netto di pensioni e bonus 80 euro.

Fonte: elaborazioni e previsioni CSC su dati ISTAT.

stima attuale è basata sull'ipotesi che, ferma restando la composizione del debito ai valori di marzo e rimanendo invariata la curva dei tassi, il rendimento dei titoli italiani decennali scenda a ottobre a una media di 179 punti base e rimanga a tale livello fino alla fine dell'anno. Per il 2016 si ipotizza che sia pari alla media del 2015 (176 punti base). Il costo medio del debito pubblico sarà pari al 3,3% quest'anno e il prossimo (dal 3,7% nel 2014).

Il fisco allenta la pressione

Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC al 48,1% del PIL quest'anno, percentuale invariata rispetto al 2014, e scenderanno al 47,8% l'anno prossimo.

La pressione fiscale si attesta al 43,6% del PIL nel 2015 e al 43,3% nel 2016, il livello più basso dal 2011. Questi numeri non includono gli effetti della stabilizzazione del bonus di 80 euro prevista dalla Legge di stabilità 2015. Tenendone conto, la pressione fiscale scende al 43,0% del PIL nel 2015 e al 42,8% nel 2016. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso salirà al 49,2% quest'anno e nel 2016 tornerà al 48,9% (sempre senza tener conto del bonus di 80 euro).

Correggere gli squilibri macroeconomici o i disavanzi di bilancio pubblico?

Il miglioramento della competitività, richiesto dalle istituzioni europee a diversi paesi periferici nell'ambito della procedura per gli squilibri macroeconomici (MIP), fa leva sulla deflazione interna che ha l'effetto di peggiorare deficit e debito pubblici in rapporto al PIL, risultando così in contrasto con i vincoli imposti dal Patto di stabilità e crescita. Per non compromettere la crescita futura di questi Paesi è cruciale un'applicazione non meccanica dei due strumenti di *governance*.

La MIP (*Macroeconomic Imbalance Procedure*) è stata introdotta come parte rilevante della *governance* dell'Unione europea alla fine del 2011, nell'ambito del "Six Pack", per monitorare e prevenire eventuali squilibri eccessivi nelle economie dei paesi membri (per esempio, bolla immobiliare, perdita di competitività, eccessivo debito privato, saldo nei conti con l'estero). Le autorità e i governi europei hanno ritenuto che questo meccanismo fosse necessario perché, dopo un decennio di moneta unica, erano emersi consistenti divari di competitività tra i paesi membri e perché gli squilibri che si erano accumulati in vari ambiti non erano stati affrontati tempestivamente in modo da evitare crisi che mettessero in pericolo il resto dell'Unione. Queste regole affiancano il Patto di stabilità e crescita, che comprende la procedura per disavanzi e debiti eccessivi, che era stato introdotto nel 1997 per coordinare le politiche di bilancio dei paesi membri in modo da evitare che avessero ricadute negative sugli altri; il Patto è stato rivisto nel 2011, introducendo norme ancora più stringenti sul disavanzo, sul debito e sulla spesa pubblica.

I paesi membri sono quindi tenuti al rispetto delle regole previste da entrambi i meccanismi. Non mancano, però, situazioni in cui le due procedure entrano in conflitto nel senso che il conformarsi ai precetti dell'uno complica il raggiungimento degli obiettivi sanciti dall'altro.

In particolare, nell'ambito della MIP, per quasi tutti i paesi periferici (Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) è una priorità il miglioramento della competitività. Nell'ambito del Patto di stabilità, per gli stessi paesi è una priorità ridurre il deficit e il debito pubblici in rapporto al PIL. Il miglioramento della competitività, però, implica, nel contesto dell'Eurozona dove

l'inflazione complessiva dell'area non deve superare il 2%, la riduzione dei costi e dei prezzi dei beni e servizi prodotti nei paesi che devono riguadagnare competitività, quindi la deflazione interna. Quest'ultima ha effetti negativi sul bilancio pubblico poiché, abbassa il PIL nominale e, quindi, riduce le entrate fiscali e peggiora il deficit e il debito pubblici. Inoltre, con un PIL nominale più basso anche il rapporto debito/PIL fatica a restare lungo il sentiero di rientro prescritto, o addirittura tende a salire. In questo senso, ogni misura in grado di accrescere la competitività sarà in linea con le indicazioni che emergono dalla MIP ma, avendo effetti negativi sul bilancio pubblico, sarà in contrasto con i vincoli del Patto di stabilità.

Una situazione di questo tipo è quella che si è verificata, in Italia, con l'introduzione della decontribuzione sui neoassunti nella Legge di stabilità 2015. Si tratta di una misura che prevede l'esonero, per tre anni, dal versamento dei contributi a favore delle imprese che assumono, nel 2015, con contratto a tempo indeterminato. Questo intervento ha l'obiettivo di favorire l'occupazione e ha l'effetto di ridurre il costo del lavoro accrescendo la competitività. In questo senso, va esattamente nella direzione indicata dalla Commissione europea nel periodico rapporto sugli squilibri macroeconomici dell'Italia. Nel rapporto si sottolinea che è necessario ridurre il costo del lavoro (che è tra i più alti d'Europa) e si pone il recupero di competitività come una delle priorità del Paese. D'altra parte, l'intervento di decontribuzione appare in netto contrasto con la riduzione dei disavanzi e dei debiti eccessivi che, all'Italia, impone di ridurre deficit e debito. Ciò è evidenziato dai risultati della simulazione effettuata utilizzando il modello di previsione del CSC secondo il quale, dopo tre anni dall'intervento, il PIL risulterà più alto dello 0,41% rispetto al livello base ma, allo stesso tempo, il deficit sarà cresciuto di 0,17 punti di PIL e il debito di 0,80 punti.

1.2 Le esogene della previsione

Commercio mondiale in brusca frenata Il commercio mondiale ha registrato uno stop più forte del previsto nella prima metà del 2015. Il suo rallentamento ha caratteristiche durature. Per questo, nello scenario CSC la crescita degli scambi globali è rivista sensibilmente all'ingiù nel biennio 2015-2016 (si veda il riquadro *La persistente frenata del commercio mondiale: un new normal*).

Influisce negativamente il significativo rallentamento, già in atto e che continuerà nei prossimi mesi, delle economie emergenti, che hanno un elevato grado di integrazione commerciale, contribuendo per quasi il 40% al commercio mondiale. A peggiorare lo scenario si rilevano anche: la debolezza della ripresa dell'Area euro, che si rafforzerà nel 2016, le persistenti instabilità geopolitiche in Russia, Ucraina e nel Medio Oriente,

i tagli alla domanda interna dei paesi esportatori di petrolio e il possibile incremento delle misure protezionistiche. Permangono anche elementi favorevoli: la ripresa in alcune importanti economie avanzate, specie negli Stati Uniti e nel Regno Unito, e gli effetti indiretti e differiti del crollo delle quotazioni *oil*, che ha un effetto netto positivo sulla domanda mondiale.

Nello scenario del CSC il rafforzamento dell'attività economica, soprattutto nell'Area euro, e la mitigazione delle tensioni geopolitiche permetteranno un'accelerazione della crescita del commercio globale nel 2016, a un ritmo pari a quello del PIL, ma molto lontano dalla performance pre-crisi.

Nel 2015, invece, il risultato annuo è fortemente condizionato dalla brusca caduta avvenuta nel primo semestre (-1,2% rispetto al secondo 2014, quando gli scambi internazionali erano cresciuti del 2,9% rispetto al primo). È dal 2009 che non si registrava una riduzione semestrale. La performance negativa dei primi sei mesi dell'anno in corso è dovuta alla riduzione degli scambi internazionali dei paesi emergenti (-3,4%), in particolare di quelli asiatici (-5,4%) e di Africa e Medio Oriente (-3,2%), che è parzialmente compensata dalla crescita di quelli dei paesi avanzati (+1,1%). Per la prima volta dal 2000 gli scambi esteri dei paesi avanzati sono cresciuti più di quelli degli emergenti.

Il crollo delle quotazioni petrolifere ha prodotto una riduzione della domanda interna degli esportatori netti di *oil*. Dovrebbero, però, rafforzarsi d'ora in avanti i suoi effetti positivi, con una maggior crescita della domanda interna degli importatori netti di petrolio. Inoltre, è attesa irrobustirsi gradualmente la dinamica della domanda di beni di investimento, ancora debole soprattutto nei paesi avanzati, con un effetto propulsivo sulla crescita del commercio mondiale, data la loro natura *trade-intensive*. Nel complesso, quindi, un sostegno agli scambi internazionali continuerà a provenire dalle economie avanzate, mentre persisterà il più lento avanzare di quelle emergenti. Tale scenario è coerente con una crescita moderata degli scambi mondiali nel corso della seconda parte dell'anno.

Tabella 1.5

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni %)				
	2013	2014	2015	2016
Commercio mondiale	2,7	3,3	1,5	3,6
Prezzo del petrolio ¹	108,9	99,2	54,0	51,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	1,5	2,4	2,5	2,7
Area euro	-0,3	0,9	1,6	1,8
Paesi emergenti	5,0	4,6	3,9	4,3
Cambio dollaro/euro ²	1,33	1,33	1,13	1,15
Tasso FED ³	0,11	0,09	0,19	0,94
Tasso di interesse a 3 mesi USA ³	0,27	0,23	0,29	1,05
Tasso BCE ³	0,55	0,16	0,05	0,05
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro ³	0,22	0,21	0,02	0,06

¹ Dollari per barile; ² livelli; ³ valori percentuali.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati CPB, Eurostat e FMI.

Il contributo degli emergenti agli scambi internazionali è previsto rafforzarsi nel 2016, incorporando un'accelerazione della loro attività economica. Nel quadro previsivo, il commercio mondiale tornerà a crescere ai ritmi registrati nella media dell'ultimo triennio, ampiamente inferiori al passo tenuto prima del 2007.

Secondo gli indicatori qualitativi, le prospettive per il terzo trimestre sono ancora deboli: la componente ordini esteri del PMI globale è diminuita a 49,9 nella media di luglio-agosto da 50,2 nel secondo trimestre, tornando appena sotto alla soglia neutrale dopo sette trimestri. Ciò rappresenta un ulteriore rischio al ribasso per la dinamica attesa degli scambi.

Sulla base del combinato disposto di questi fattori, il CSC prevede un aumento dell'1,5% del commercio mondiale nel 2015 (da +3,0% indicato a giugno) e del 3,6% nel 2016 (da +4,4%).

IDE attesi in aumento Un segnale positivo per gli scambi globali viene dagli investimenti diretti esteri, previsti dall'UNCTAD in aumento nel 2015 e nel 2016. I flussi di investimento nel mondo si sono ridotti a partire dal 2011, allontanandosi dal massimo realizzato nel 2007, quando avevano raggiunto la soglia dei 2 trilioni di dollari. Nel periodo pre-crisi gli IDE avevano fortemente contribuito all'accelerazione del commercio mondiale, favorendo l'espansione delle catene globali del valore e aumentando così l'elasticità del commercio mondiale al PIL (Grafico 1.12).

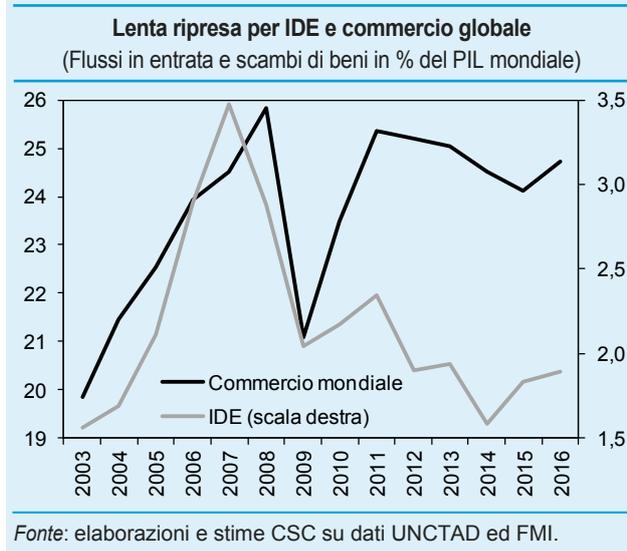
Dopo un calo del 16,3% nel 2014, gli IDE sono previsti crescere dell'11,4% nel 2015 e di un ulteriore 8,4% nel 2016. Nei primi quattro mesi del 2015, infatti, le fusioni e le acquisizioni nel mondo si sono quadruplicate rispetto a quelle realizzate nello stesso periodo del 2014, superando i 250 miliardi di dollari. Inoltre, secondo l'indagine dell'UNCTAD è aumentata dal 24% al 32% la percentuale di imprese multinazionali che intendono incrementare i loro investimenti tra il 2015 e il 2017.

Lo scenario di crescita previsto dall'UNCTAD non è comunque immune da rischi al ribasso: l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, la persistente vulnerabilità delle economie emergenti, che sono importanti investitori internazionali, e l'aumento dell'incertezza economica e politica nell'Area euro.

Rischio protezionismo Permane, inoltre, il rischio di un maggior ricorso al protezionismo, soprattutto nelle sue forme occulte, non facilmente identificabili e quantificabili. Secondo l'ultimo rapporto *Global Trade Alert* (GTA), infatti, debole crescita economica mondiale e utilizzo di misure protezionistiche vanno spesso a braccetto.

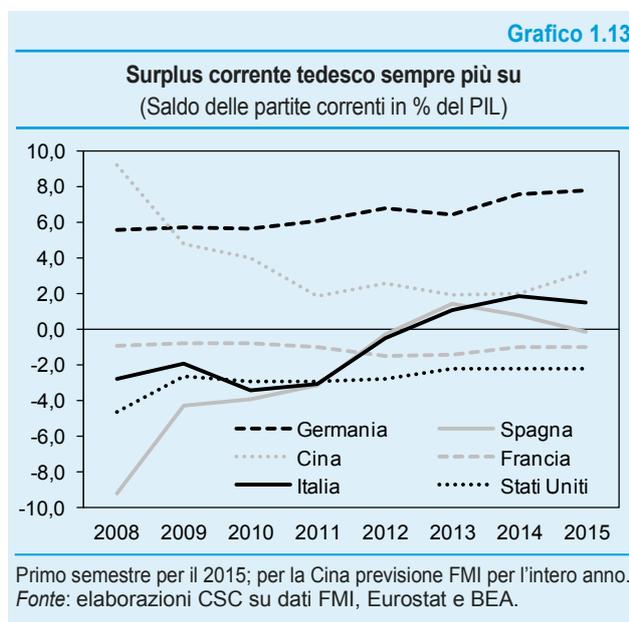
Il ricorso a queste misure è di nuovo aumentato nel corso del 2013 e del 2014 e, secondo le prime stime, tra gennaio e giugno del 2015 ne sono state introdotte quasi 200. Meno della metà (tra il 30% e il 50%) delle misure varate a partire dal 2009 sono scadute e non sono state più rinnovate; quelle restanti sono ancora attive, producendo effetti distorsivi sugli scam-

Grafico 1.12



bi mondiali. Nel meeting del 4-5 settembre in Turchia i ministri e i banchieri centrali dei G-20 hanno rinnovato, tra gli altri temi affrontati, il loro impegno per contrastare il protezionismo, come avvenuto in tutti i precedenti vertici, peraltro con scarsa efficacia.

Squilibri i conti con l'estero Dopo una parziale stabilizzazione nel 2014, tendono di nuovo ad ampliarsi gli squilibri nei conti con l'estero delle principali economie. La Germania fa storia a sé: il suo surplus continua ad aumentare, avendo sfiorato già dal 2012 il tetto del 6% del PIL (in media negli ultimi tre anni) stabilito dalla Commissione europea per non incorrere in una procedura per squilibri macroeconomici (Grafico 1.13)¹. Secondo le stime dell'FMI, nel 2015 sono attesi in aumento sia il surplus dell'Area euro sia quello delle maggiori economie asiatiche (Cina e Giappone); resterà sostanzialmente invariato il deficit americano; si ridurrà, invece, il saldo dei paesi emergenti (Cina esclusa).



Negli Stati Uniti le importazioni sono sostenute da una robusta crescita della domanda interna, anche grazie al dollaro forte e al petrolio a buon mercato (che aumentano il potere d'acquisto dei consumatori), mentre le esportazioni sono frenate dal cambio rivalutato. Ciò tende a peggiorare la bilancia commerciale. Gli stessi fattori, però, rendono meno cari i beni acquistati rispetto a quelli venduti all'estero, cioè migliorano le ragioni di scambio. Nel complesso, il deficit corrente è atteso stabilizzarsi intorno al 2,3% del PIL nel biennio 2015-2016.

In Cina l'indebolimento della domanda interna, soprattutto di beni importati, amplia il surplus corrente, sostenuto anche dal calo delle quotazioni *oil* (la Cina è importatrice netta di petrolio). Il saldo aumenterà dal +2,0% del PIL nel 2014 al +3,2% nel 2015 e nel 2016. I bassi prezzi delle commodity peggiorano, invece, i conti con l'estero degli altri paesi emergenti; soprattutto di quelli esportatori netti di petrolio, il cui saldo corrente è previsto andare in deficit nel 2015 per la prima volta dal 1998, tornando in seguito in surplus.

Nella prima metà del 2015 le esportazioni dei principali paesi dell'Area euro sono state favorite dalla svalutazione della moneta unica. Allo stesso tempo, una migliore dinamica della domanda interna ha comportato una robusta crescita delle importazioni. Nel complesso, il saldo delle partite correnti nel primo semestre dell'anno è peggiorato sia in Spagna, tornando dopo tre anni in territorio negativo (-0,2% del PIL), sia in Italia (+1,5%, dopo il +1,8% nel 2014), sia, marginalmente, in Francia (-1,0%). Il surplus tedesco, invece, è ancora aumentato, raggiungendo il 7,7% del PIL (dopo +7,5% nel 2014). L'attivo record della Germania potrebbe ridursi nel 2016, ma solo marginalmente, con l'esaurirsi della spinta del cambio e un progressivo rafforzamento della domanda interna, condizione necessaria anche al consolidamento della ripresa in tutta l'Area euro.

¹ Si veda Nota dal CSC 15-3, *La Germania rende zoppa la correzione dei conti esteri dentro l'Area euro*, 17 gennaio 2015.

La persistente frenata del commercio mondiale: un *new normal*

Dopo il crollo degli scambi nel 2009 e il successivo rimbalzo, la crescita del commercio mondiale negli ultimi anni è stata deludente. Le previsioni sono state riviste al ribasso, così come è successo, in misura minore, per quelle sulla dinamica del PIL globale¹. Appare sempre più evidente che la frenata sia molto persistente, costituendo un *new normal* in cui il passo del commercio mondiale, rispetto al PIL, si è più che dimezzato.

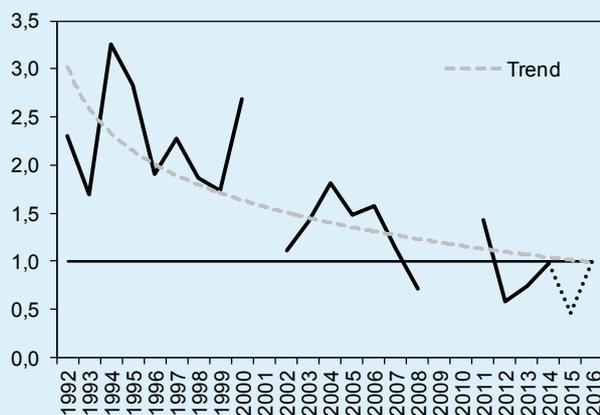
Negli anni Novanta gli scambi globali crescevano del 7,8% medio annuo, un ritmo più che doppio rispetto a quello del PIL (+3,4%). In altre parole, l'elasticità del commercio al PIL, definita come il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali, era maggiore di 2. Negli anni Duemila precedenti la crisi (dal 2002 al 2008) gli scambi sono aumentati del 6,1% medio annuo e il PIL del 4,5%; l'elasticità, quindi, è diminuita, restando comunque ampiamente sopra 1. Nel quadriennio 2011-2014, invece, il ritmo di aumento del commercio mondiale (+3,4% medio annuo) è sceso sotto quello del PIL (+3,6%), cioè l'elasticità è calata appena sotto l'unità (Grafico A).

Le cause sono da ricercare nei fattori che spiegano, in generale, il rallentamento della crescita globale, avendo però un impatto più forte sul commercio. Nei paesi avanzati, in generale, esse sono costituite dal minore contributo alla crescita da parte del settore manifatturiero (che ha perso peso sul totale dell'economia e ha sofferto maggiormente della crisi) e dalla persistente debolezza degli investimenti, che sono costituiti da beni fortemente *trade-intensive*; e, in specifico, dalle gravi difficoltà dell'Area euro, i cui paesi hanno una più elevata apertura commerciale. Nei paesi emergenti, soprattutto asiatici, dall'affievolirsi delle forze che avevano consentito ampi guadagni di produttività e maggiore integrazione commerciale prima della crisi (riforme strutturali, allocazione più efficiente delle risorse verso settori più produttivi e accresciuta partecipazione alle catene globali del valore) e dalla transizione in corso verso un modello di crescita più sostenibile, che faccia perno maggiormente sulla domanda interna.

Lo stop all'estensione delle catene globali del valore, cioè delle filiere internazionali della produzione, è un fenomeno globale, dovuto a politiche industriali, anche con l'obiettivo dichiarato di riportare in patria produzioni delocalizzate, e nuove tecnologie, che favoriscono il trasferimento o il rientro di parte dei processi produttivi all'interno dei confini nazionali. Secondo stime della Banca d'Italia, lo sviluppo delle catene globali del valore ha avuto un impatto positivo di quasi cinque decimi di punto sull'elasticità del commercio mondiale al PIL nella seconda metà degli anni Novanta, minore nei primi anni Duemila e sostanzialmente nullo nel 2006-2011. Nel periodo più recente (per cui questi dati non sono

Grafico A

Il passo del commercio mondiale si allinea al PIL
(Elasticità degli scambi globali di beni al PIL mondiale*)



* Rapporto tra variazioni percentuali: un valore superiore a 1 indica una crescita del commercio superiore a quella del PIL e viceversa.

2015 e 2016: previsioni CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB ed FMI.

¹ Si veda Nota dal CSC 15-12, *L'economia mondiale a rischio "stagnazione secolare"*. Un mix di politiche per accelerare la crescita, 4 settembre 2015.

disponibili) questo impatto potrebbe essere stato addirittura negativo.

Tali fattori sono duraturi, se non addirittura permanenti. Rappresenta, inoltre, un rischio al ribasso per la dinamica del commercio mondiale un rallentamento molto più forte dell'atteso della Cina, i cui dati di commercio estero sono già assai più deludenti di quelli del PIL. Nel medio termine, invece, giocheranno un ruolo positivo nell'aumentare il commercio internazionale il rafforzamento della ripresa nell'Area euro, data la sua elevata integrazione commerciale, e, in generale, della crescita mondiale, essendo i beni *trade-intensive* più sensibili al ciclo economico.

Nello scenario previsivo del CSC pesano la dinamica negativa del commercio mondiale registrata nella prima metà del 2015 (-1,2% rispetto al secondo semestre 2014) e la revisione al ribasso del profilo del PIL globale, soprattutto nel 2016. Ciò ha portato tutti i principali istituti di ricerca (ad eccezione dell'FMI) a correggere, nei mesi estivi, all'ingiù le previsioni degli scambi internazionali. In alcuni casi la riduzione è stata molto forte, quasi tre punti percentuali per REF (Tabella A). Il CSC aveva già ipotizzato a giugno il più basso tasso di crescita degli scambi internazionali tra quelli indicati dai principali previsori; ora lo dimezza. Ciò implica nel 2015 un'ulteriore diminuzione della elasticità del commercio al PIL (che si porta intorno allo 0,5%); elasticità che tornerà prossima all'unità nel 2016, grazie all'atteso miglioramento del quadro congiunturale, soprattutto europeo. Nello scenario previsivo attuale, infatti, scambi internazionali e PIL mondiale sono indicati crescere entrambi del 3,6% rispetto al 2015.

Tabella A

Riviste all'ingiù le previsioni del commercio mondiale
(Scambi di beni, variazioni %)

	Previsioni in:			
	Aprile-Giugno		Luglio-Settembre	
	2015	2016	2015	2016
Prometeia	4,3	5,3	1,7	2,9
REF	4,1	5,4	1,2	3,6
CSC	3,0	4,4	1,5	3,6
Citigroup	3,0	4,7	2,2	4,4
WTO	3,3	4,0		
IHS	3,9	5,5	3,3	4,6
FMI	3,5	4,7	3,9	4,4

In ordine crescente per variazioni cumulate del commercio (ultime previsioni disponibili).

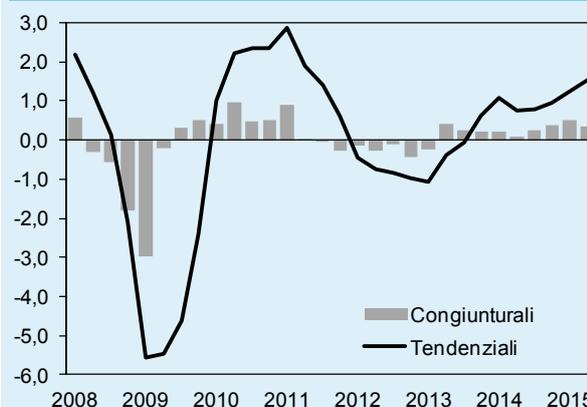
L'Eurozona accelera...

È continuata nel secondo trimestre 2015 l'espansione dell'Area euro ma ad un ritmo più contenuto (+0,4% rispetto al primo; Grafico 1.14) di quelli registrati mediamente nei due trimestri precedenti e delle attese di gran parte degli analisti. La crescita del PIL dell'area è stata fortemente condizionata dai risultati deludenti della Germania (+0,4%) e, specialmente, della Francia, dove il PIL, dopo il +0,7% del primo trimestre, è rimasto invariato. Hanno sorpreso in positivo la Spagna (+1,0%) e la Grecia, il cui balzo (+0,9%) riflette, tuttavia, la corsa agli acquisti di beni durevoli prima del blocco parziale

Grafico 1.14

Area euro: avanti a ritmi lenti...

(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

dei conti correnti bancari. La crescita è attesa consolidarsi su ritmi leggermente più rapidi nella seconda metà del 2015 e nel 2016, alimentata, in particolare, da un cambio favorevole e da bassi prezzi del petrolio.

...spinta dalla domanda interna L'espansione sarà trainata dalla domanda interna. Il vantaggio competitivo fornito dal cambio sarà, infatti, pressoché neutralizzato dall'effetto negativo sulle esportazioni dell'area del rallentamento delle economie emergenti la cui frenata penalizzerà, in particolare, i due maggiori paesi esportatori di manufatti, Italia e Germania. A conferma di ciò, a luglio, gli ordini all'industria manifatturiera tedesca sono calati dell'1,4% rispetto a giugno: l'aumento, peraltro significativo, degli ordini interni (+4,1%) non è stato in grado di compensare il forte calo di quelli esteri (-5,2%), dovuto esclusivamente agli ordini provenienti da paesi fuori dall'Unione monetaria (-9,5%). Il forte contributo alla crescita del PIL tedesco fornito dalle esportazioni nette nel secondo trimestre (+0,7 punti percentuali a fronte di un contributo negativo pari a -0,4 punti degli investimenti e di uno positivo di appena lo 0,1 dei consumi) sarà, pertanto, difficilmente replicabile nei prossimi trimestri.

Uno stimolo a investimenti e consumi arriverà, tuttavia, dal miglioramento della situazione finanziaria di imprese e famiglie, da una maggiore disponibilità e minori restrizioni per l'accesso al credito, da tassi di interesse storicamente bassi e da politiche fiscali meno restrittive. Questi "venti favorevoli" (inclusi petrolio e cambio) consentiranno all'economia di crescere, nei prossimi due anni, a tassi superiori al potenziale, stimato da FMI, OCSE e Commissione europea attorno all'1%. Nello scenario CSC l'economia dell'area è prevista crescere dell'1,6% nel 2015 e dell'1,8% nel 2016.

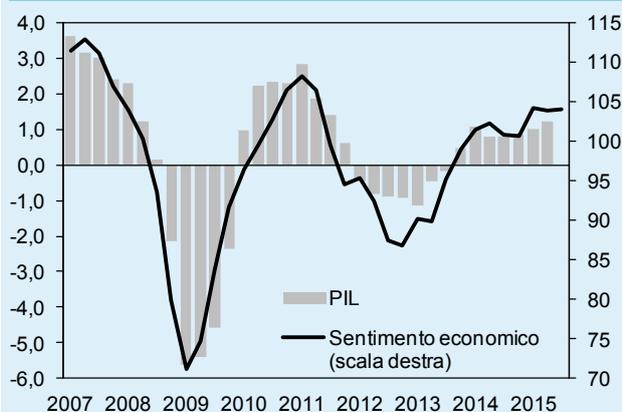
In agosto, l'attività economica nell'area ha ripreso slancio: l'indice PMI composito, di manifatturiero e servizi, è, infatti, salito a 54,3 (da 53,9 in luglio), massimo da maggio 2011: ed è ormai da luglio 2013 che l'indice si colloca sopra 50, la soglia neutrale che separa espansione da contrazione. Il dato medio di luglio e agosto (54,1) risulta così di due decimi di punto superiore a quello del secondo trimestre (53,9) e compatibile con una leggera accelerazione del PIL. Hanno aumentato il ritmo di espansione i servizi (54,4 da 54,0) ma ha rallentato leggermente il manifatturiero (52,3 da 52,4), il settore maggiormente esposto al calo della domanda da parte dei paesi emergenti. Preoccupa, tra i maggiori paesi, la Francia (PMI composito a 50,2), dove hanno rallentato i servizi (50,6 da 52,0) e si è contratto sensibilmente il manifatturiero (48,3 da 49,6).

Migliora la fiducia,... È migliorato nuovamente in agosto il sentimento economico (Grafico 1.15); è aumentato moderatamente l'ottimismo dei consumatori e delle imprese nei settori dei servizi, delle vendite e delle costruzioni; si è deteriorata, però, la fiducia delle imprese manifatturiere per il sensibile calo della componente ordini, esteri in particolare.

...salgono i consumi... È tornato a salire a luglio il volume delle vendite al dettaglio (+0,4% su giugno, +2,7% rispetto a un anno prima), grazie

Grafico 1.15

...con moderato ottimismo di imprese e consumatori
(Area euro, variazioni % tendenziali e indice 2005=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Commissione europea.

agli aumenti registrati in Germania (+1,4%), Spagna (+0,6%), Portogallo (+1,1%) e Irlanda (+0,7%), nonostante il calo in Francia (-0,2%). I consumi sono sostenuti dai consistenti guadagni di potere d'acquisto delle famiglie dovuti al calo dei prezzi energetici, che si traduce in un'inflazione al consumo prossima allo zero, e dai recenti, seppur lenti, miglioramenti del mercato del lavoro. A luglio, infatti, si sono ridotti sia il numero dei disoccupati (di 213mila unità; di 968mila da ottobre 2014) sia il tasso di disoccupazione, sceso ai minimi da febbraio 2012 (10,9%). Il graduale recupero dell'occupazione continuerà anche nei prossimi trimestri: i PMI di agosto segnalano, significativi aumenti nelle assunzioni e sono anche positive al riguardo, secondo l'indagine della Commissione europea, le aspettative delle imprese, sia nel manifatturiero sia nei servizi. Ciò si rifletterà sulla fiducia delle famiglie e ne aumenterà la propensione alla spesa.

...e ripartono gli investimenti Migliori prospettive di crescita, bassi tassi di interesse e condizioni di accesso al credito più favorevoli incoraggeranno le imprese a intraprendere investimenti a lungo rinvii anche, e specialmente, con lo scopo di sostituire macchinari ormai obsoleti e introdurre innovazioni tecnologiche in grado di migliorare l'efficienza dei processi produttivi.

Grecia: sgonfiata la bolla della crescita drogata pre-crisi

Il crollo dell'economia greca degli ultimi anni è, in larga parte, un processo di riassorbimento della crescita drogata del PIL che il Paese aveva registrato prima della crisi, frutto delle insostenibili politiche pubbliche adottate in quegli anni. Sebbene la gestione a livello europeo della crisi greca non sia stata adeguata, la fine di quelle politiche e la cura dei guasti da esse provocati non poteva che comportare il netto ridimensionamento di standard di vita non basati su solidi fondamentali. La crescita registrata dal 2000 al 2007 è stata spinta da enormi deficit di bilancio pubblico e debiti privati, che si sono tradotti nell'accumulo di un grande debito estero finanziato principalmente da Francia e Germania. All'insorgere della crisi la Grecia si è presentata così con un debito pubblico superiore di quasi 37,8 punti di PIL alla media euro e un deficit corrente della bilancia dei pagamenti quasi raddoppiato rispetto a otto anni prima (Tabella A).

Tra il 1995 e il 2007 la Grecia ha registrato una crescita del PIL quasi doppia di quella dell'Eurozona: +62,1%, +3,8% annuo, contro +34,7% (+2,3% annuo). Il boom economico è stato ancora più accentuato tra il 2000 e il 2007: +4,1% l'anno, contro il 2,2% dell'Eurozona.

Tabella A

	Deficit e debito sempre oltre la soglia (Valori in % PIL)					
	Grecia			Eurozona		
	Deficit primario	Saldo	Debito	Deficit primario	Saldo	Debito
2000	3,6	3,5	99,5	0,2	3,2	67,9
2001	4,3	1,9	99,9	2,0	1,3	66,7
2002	4,7	0,7	98,1	2,6	0,4	66,6
2003	5,5	-0,7	94,1	3,1	-0,2	67,9
2004	7,1	-2,5	94,9	2,9	-0,2	68,2
2005	5,5	-0,9	98,1	2,5	0,1	68,9
2006	6,1	-1,6	102,9	1,4	1,1	67,2
2007	6,7	-2,1	102,8	0,6	1,9	65,0
2008	9,9	-5,0	108,8	2,1	0,4	68,6
2009	15,2	-10,2	126,2	6,2	-3,8	78,4
2010	11,1	-5,2	145,7	6,1	-3,7	83,9
2011	10,1	-2,9	171,0	4,1	-1,6	86,5

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

La straordinaria performance è stata alimentata da una forte domanda interna, solo in minima parte frenata dal contributo negativo delle esportazioni nette. Il sostegno è venuto da politiche espansive di bilancio pubblico che hanno tenuto i deficit sistematicamente oltre la soglia del 3% del PIL fissata dal Patto di stabilità e crescita. Ma la realtà è emersa solo quando sono stati svelati i trucchi contabili attuati dai Governi per aggirare i vincoli. L'impennata della domanda è stata alimentata anche da una forte espansione del credito a famiglie e imprese, che è cresciuto, tra il 2003 e il 2008, al 26,0% l'anno.

Tra il 2000 e il 2007 i consumi pubblici sono cresciuti del 35,9% (a prezzi costanti) contro una media euro del 14,1% (Grafico A). Nonostante la consistente espansione dell'economia, il deficit pubblico è via via aumentato fino a toccare il 6,7% del PIL nel 2007. Nello stesso anno il debito pubblico ha superato il 100% del PIL, risultando di 37,8 punti sopra la media dell'Area euro, inferiore solo a quello dell'Italia. Era al 67,9% nel 2000.

In aggiunta all'alto indebitamento pubblico, tra il 2003 e il 2008 l'ammontare dei debiti delle famiglie è passato dal 17,9% del PIL al 41,9%, con un aumento dell'esposizione debitoria del 217,9% rispetto al 2003 (nell'Eurozona del 48,1%). L'espansione del credito si è tradotta in un aumento dei consumi privati del 32,0% tra il 2000 e il 2007, quasi il triplo di quello dell'Area euro pari al 12,0% (Grafico B).

Tra il 2000 e il 2007, il risparmio netto è diminuito e l'aumento dei debiti pubblico e privato ha accresciuto il debito estero. Il deficit corrente della bilancia dei pagamenti è salito dal 7,8% del PIL nel 2000 al 14,9% nel 2008.

Tutto ciò è potuto accadere perché l'appartenenza della Grecia all'Unione monetaria ha neutralizzato (fino al 2010) i meccanismi di aggiustamento che, di regola, agiscono per riportare in equilibrio i fondamentali economici. Con la moneta unica, infatti, gli squilibri con l'estero non danno luogo a crisi valutarie e svalutazioni del cambio, che accrescono il rischio paese e rendono più prudenti i prestatori di fondi. Anzi, l'apparente compressione del rischio paese (conseguente all'appartenenza alla moneta unica) ha consentito ai settori pubblico e privato di finanziare i loro debiti a bassi tassi di interesse.

Si è trattato, però, di una sorta di bolla speculativa che la crisi ha fatto esplodere e che, al pari

Grafico A

La droga dei consumi pubblici...

(Contributo % dei consumi pubblici alla crescita del PIL)

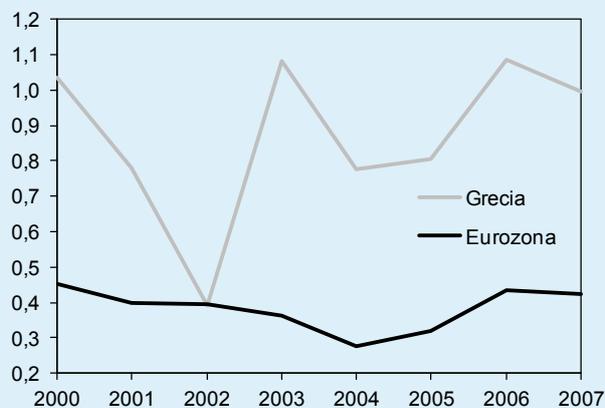
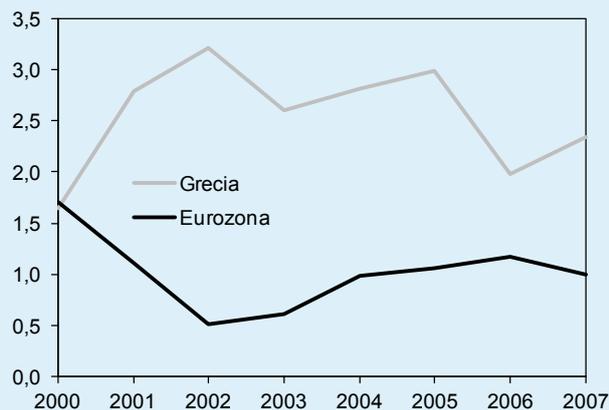


Grafico B

...e il balzo di quelli privati

(Contributo % dei consumi privati alla crescita del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

delle altre bolle, non poteva non risolversi con una forte compressione del PIL. Tra il 2007 e il 2013 la Grecia ha registrato una caduta del -26,4%, con il PIL procapite tornato ai livelli del 2003. L'irresponsabilità dei Governi che sono stati eletti dalla fine degli anni 90 al 2008 è all'origine del disastro economico che ne è seguito.

L'esempio della Spagna per accelerare la crescita italiana

La performance economica della Spagna è decisamente superiore rispetto alle attese. Secondo le previsioni dell'FMI dello scorso luglio, nel 2015 il PIL crescerà del 3,1% (ad aprile la previsione era +2,5%) e il dato congiunturale del secondo trimestre (+1,0%) rende possibile un risultato persino superiore. In particolare, il ritmo è nettamente più rapido rispetto a quello italiano: dal terzo trimestre 2013, anno in cui il PIL spagnolo ha toccato il fondo, la crescita cumulata è stata del 4,2%, in Italia di appena lo 0,3%.

Parte della differenza è spiegata da fattori strutturali presenti anche prima della crisi, quando il tasso di crescita spagnolo era quasi il triplo di quello italiano (3,5% medio annuo contro l'1,2% nel periodo 2000-07). Le differenze di allora non sono sufficienti a spiegare ciò che accade oggi. Lo suggerisce il fatto che, nella breve ripresa 2009-10, in Spagna la dinamica del PIL è stata più lenta che in Italia e l'emorragia di posti di lavoro è continuata a un ritmo sostenuto. Mentre nella fase attuale le parti si sono invertite e dal primo trimestre 2014 anche il ritmo dell'occupazione iberica è stato superiore (4,2% cumulato contro l'1,1%; Grafico A).

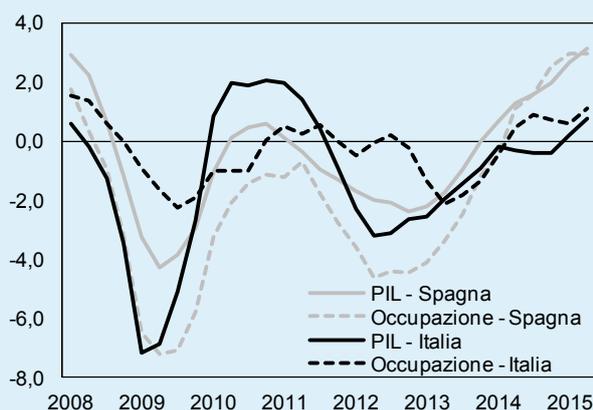
A cosa è dovuto tale divario? Quali sono le lezioni che l'Italia può trarre dalle riforme spagnole?

La riforma del mercato del lavoro

In Spagna la riforma del mercato del lavoro è stata introdotta circa tre anni prima che in Italia (2012 invece che 2015) e, oltre a intervenire come ha fatto il *Jobs Act* su flessibilità in uscita e dualismo fra lavoratori con contratti di durata diversa, ha introdotto misure che hanno spostato la contrattazione collettiva dal livello settoriale e regionale a quello di impresa e favorito la flessibilità interna delle aziende (orari e mansioni). L'effetto quasi immediato è stato una moderazione significativa della dinamica salariale (il tasso di crescita dei salari nominali è passato da una media del 2,7% nel periodo 2009-11 ad una di 0,2 nel periodo 2012-14), consentendo all'occupazione di tornare a crescere. Ad aumentare, secondo un recente studio dell'FMI, è stata anche la flessibilità macroeconomica: in futuro una diminuzione della domanda di lavoro non sarà più associata ad un aumento dei salari come prima della riforma. Inoltre, grazie anche ad una maggiore flessibilità delle ore lavorate, le nuove misure sarebbero in grado di ridurre l'impatto occupazionale di una eventuale crisi di circa il 20% in confronto al regime precedente¹.

Grafico A

Ripresa più rapida in Spagna
(Variazioni % tendenziali, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e INE.

¹ Si veda "Recent labor market reform: a preliminary assessment", in IMF *Country report* n. 15/233, agosto 2015.

Rispetto alla riforma del lavoro italiana, quella spagnola è invece stata meno incisiva nel ridurre il dualismo. In particolare, gli incentivi per assumere a tempo indeterminato hanno riguardato esclusivamente le piccole imprese (il nuovo *contrato emprendedores* è stato introdotto solo per quelle con meno di 50 addetti) e hanno avuto un impatto piuttosto limitato. La crescita occupazionale continua a essere correlata con un aumento della quota di lavoratori a tempo determinato (secondo l’FMI un aumento di una deviazione standard della crescita del numero di occupati è ancora associato a un aumento della quota di lavoratori a tempo determinato di 0,2 punti percentuali) e, rispetto all’Italia, il contributo all’aumento occupazionale dei lavoratori a tempo determinato è, nell’attuale fase espansiva, nettamente superiore (Grafico B).

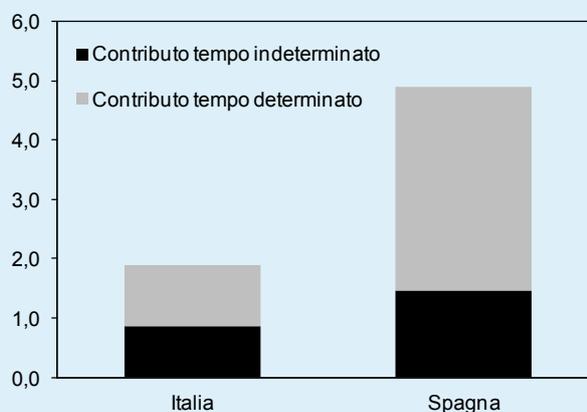
Riforme per la competitività e l'imprenditorialità

Il settore produttivo spagnolo è caratterizzato dalla coesistenza di numerose imprese di piccola dimensione con produttività modesta e poche imprese grandi molto efficienti². È questa una delle ragioni per le quali, nonostante la buona performance economica pre-crisi, la dinamica della produttività spagnola è stata deludente (Grafico C)³. La crisi finanziaria ha peggiorato la situazione rendendo disfunzionale il mercato del credito e creando nuovi ostacoli per la crescita delle piccole e medie imprese.

Negli ultimi anni la Spagna ha varato due importanti riforme per fare fronte a questi problemi e rendere maggiormente dinamico il suo settore produttivo. Riforme che hanno riguardato la concorrenza economica (*Ley de Garantía de la Unidad de Mercado*, 2013) e la disciplina dei fallimenti (*Ley de emprendedores*, 2014-2015). La *Ley de Garantía* ha come obiettivo prioritario quello di fare in modo che l’azione della pubblica amministrazione, in particolare quella delle Comunità autonome (le nostre Regioni), non crei ostacoli alla libera iniziativa economica. In particolare, la nuova legge prevede strumenti di tre tipi. Primo, assicura la collaborazione fra diversi livelli amministrativi in modo che l’interpretazione delle norme esistenti sia omogenea in tutto il territorio nazionale. Secondo, consente alle imprese di ricorrere a un organo specifico (*Consejo para la Unidad de Mercado*) per rimuovere gli

Grafico B

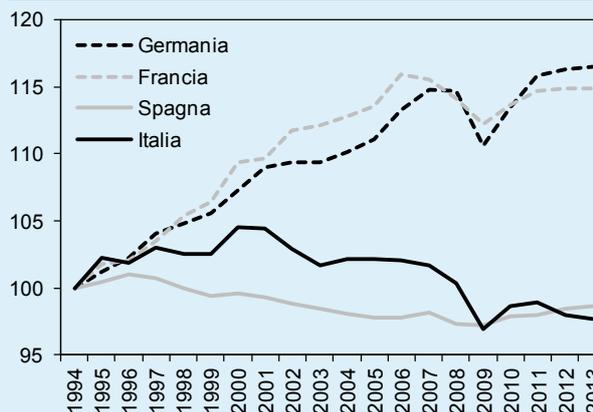
Spagna: crescono i lavori a tempo determinato
(Variazioni % 2° trim. 2013-2° trim. 2015, occupati dipendenti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e INE.

Grafico C

Spagna e Italia: produttività stagnante
(Produttività totale dei fattori, 1994=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

² Si veda “Moving toward a more dynamic business sector in Spain”, in OCSE, *Economic Surveys: Spain*, settembre 2014.

³ Si veda anche “Spagna: segnali di ripresa, ma ancora poco lavoro”, in CSC, *Scenari economici* n. 20, giugno 2014.

ostacoli economici creati da atti delle pubbliche amministrazioni. Infine, introduce un procedimento giudiziario speciale presso l'Autorità garante della concorrenza dedicato alle imprese che sollevano questioni legate a barriere economiche.

La *Ley de emprendedores*, invece, agisce su quattro assi: favorisce le imprese che vogliono ristrutturare il proprio debito per evitare procedure fallimentari, incoraggia la vendita di imprese vicine alla bancarotta, favorisce le piccole e medie imprese insolventi che cercano una mediazione extragiudiziaria, permette un "nuovo inizio" (*fresh start*) agli imprenditori i cui asset sono stati liquidati dopo una procedura fallimentare. Le misure legate a quest'ultimo obiettivo sono particolarmente importanti per incoraggiare nuove iniziative economiche e, secondo l'FMI, consentono oggi alla Spagna di avere una delle legislazioni più avanzate dell'UE⁴. L'insieme delle misure adottate sarebbe in grado di ridurre il debito privato di 30-44 miliardi di euro (equivalente a circa la metà delle sofferenze bancarie stimate) limitando gli effetti negativi sui bilanci delle banche.

La riforma del settore bancario

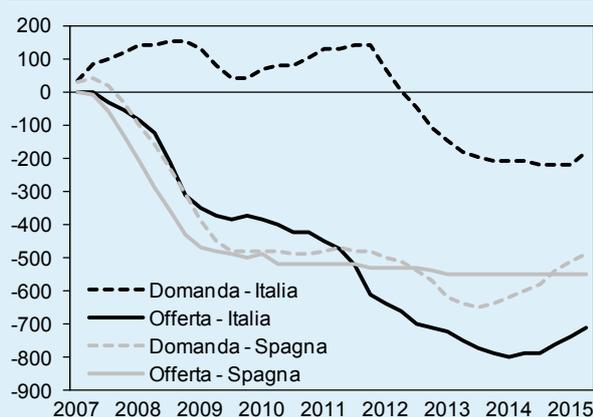
La Spagna è riuscita a ripartire rapidamente anche grazie alla tempestiva messa in sicurezza delle banche che, per via della bolla immobiliare e delle difficoltà delle Casse di risparmio, erano in condizioni nettamente peggiori di quelle italiane. A giugno 2012, nella fase più acuta della crisi del debito sovrano, il governo spagnolo ha chiesto l'assistenza finanziaria dell'Unione europea, con l'obiettivo di "aumentare la resilienza di lungo periodo del settore bancario, ripristinando così il suo accesso al mercato". Per raggiungere questo obiettivo, con il supporto e la guida del Meccanismo europeo di stabilità (il cosiddetto fondo salva-Stati), sono state messe in campo tre azioni principali: l'uso di revisori indipendenti e stress test per identificare gli istituti bancari sottocapitalizzati; la creazione di una "bad bank" (la SAREB) nella quale sono confluiti gli asset delle banche con problemi di liquidità; l'implementazione di un nuovo sistema di vigilanza bancaria, con misure speciali rivolte alle Casse di risparmio, che consente al regolatore di intervenire rapidamente nei confronti degli istituti in difficoltà e ripristinare la stabilità finanziaria e la fiducia dei mercati.

Le azioni del programma sono state intraprese con decisione, hanno rafforzato la capitalizzazione delle banche e risolto i problemi di liquidità. Questo ha consentito di limitare i danni della crisi per cittadini e creditori, in particolare evitando che i problemi di sottocapitalizzazione e liquidità delle banche determinassero una crisi sistemica. Durante il programma, grazie anche al coordinamento con le altre azioni della BCE, le condizioni di mercato sono migliorate in modo significativo: il premio al rischio delle banche spagnole è sceso del 75% e il loro valore di borsa è salito del 50%. Anche per effetto di questi cambiamenti, l'offerta di credito ha arrestato la sua caduta in Spagna prima che in Italia (Grafico D).

Grafico D

Credito: in Spagna l'offerta ha tenuto

(Imprese, indici cumulati 4° trim. 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche*)



* Indicatori ricavati dai dati qualitativi della *Bank Lending Survey*; offerta = variazione dei *credit standard* con segno invertito.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

⁴ Si veda "Spain's insolvency regime: reforms and impact," in IMF *Country report* n. 15/233, agosto 2015.

Solida ripresa americana...

Continua a tassi sostenuti l'espansione dell'economia americana. Nel secondo trimestre del 2015 il PIL USA è aumentato del 3,7% (trimestrale annualizzato; Grafico 1.16), un ritmo ben superiore al 2,3% originariamente stimato. Il dato conferma la solidità della ripresa americana e rassicura sulla sua capacità di tenuta di fronte alle crescenti difficoltà delle economie emergenti, della Cina in particolare.

La crescita del PIL è stata trainata dalla domanda interna, mentre modesto è stato il contributo alla crescita del settore estero (+0,2%). Hanno accelerato i consumi, balzati del 3,1%, dopo l'1,8% del 1° trimestre. Si è consolidata su livelli elevati la crescita degli investimenti residenziali (+7,8% dopo il +10,1% del primo) mentre hanno ripreso vigore quelli non residenziali (+3,2% dopo un +1,6%) con il graduale esaurirsi dell'effetto negativo sugli acquisti di macchinari dovuto alla riduzione dell'attività del settore energetico e estrattivo a seguito del crollo dei prezzi petroliferi.

...trainata dai consumi...

L'espansione dell'economia USA proseguirà anche nella seconda parte del 2015 e per tutto il 2016 sostenuta da fondamentali molto solidi. I consumi giocheranno il ruolo trainante sospinti dai bassi prezzi della benzina e dai costanti miglioramenti dei mercati del lavoro e immobiliare. Fattori che rafforzano la fiducia in costante aumento: è balzata, secondo il *Conference Board*, di ben 10,5 punti in agosto, raggiungendo il livello massimo dallo scorso gennaio. Ciò contribuirà a scongiurare l'aumento della propensione al risparmio, risalita al 4,9% del reddito disponibile in luglio (da 4,7% in giugno).

Resta solida la crescita dell'occupazione, nonostante il dato inferiore alle attese registrato in agosto (+173mila unità nel settore non agricolo; +212mila in media al mese da gennaio 2015; Grafico 1.17). Al di là dei problemi di destagionalizzazione delle serie storiche in un mese anomalo quale agosto, le perdite di posti di lavoro registrate nei settori manifatturiero e nell'estrattivo (-17 e -10mila unità, rispettivamente) riflettono indubbiamente le attuali difficoltà con cui devono attualmente misurarsi i due settori: un cambio e una domanda estera sfavorevoli il primo, il calo dei prezzi energetici il secondo. Il tasso di disoccupazione, al 5,1% della forza lavoro, è ai minimi da aprile 2008 e per-

Grafico 1.16

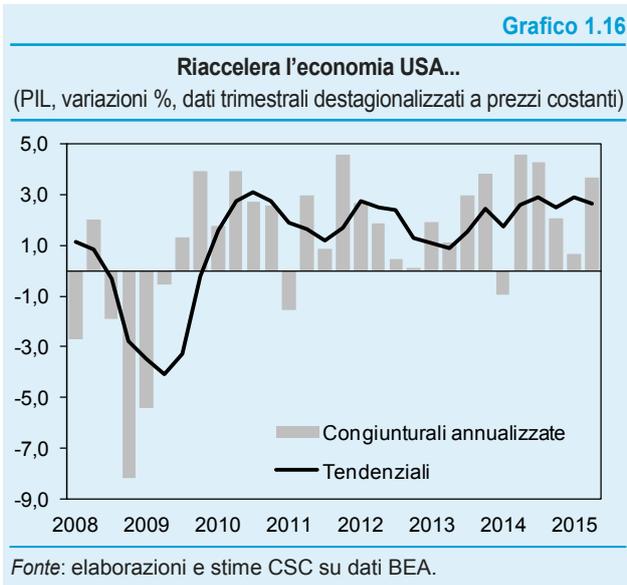
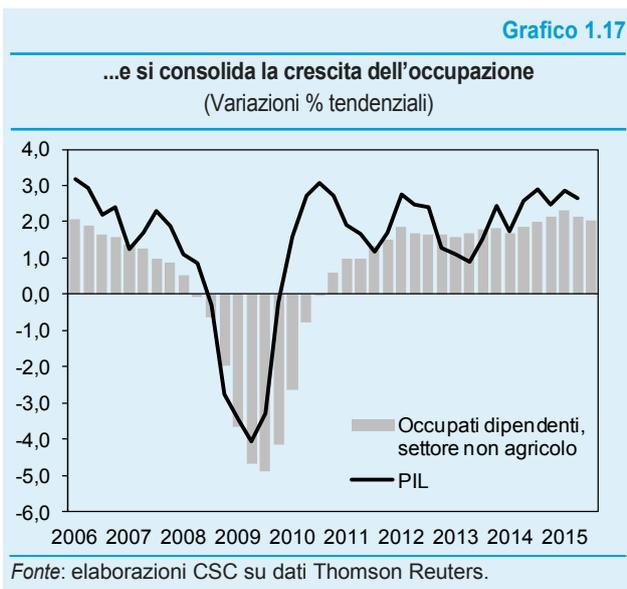


Grafico 1.17



fettamente in linea con il livello stimato dalla FED come tasso di piena occupazione (5-5,2%), precludendo, quindi, a ulteriori aumenti delle retribuzioni orarie (a +2,2% annuo in agosto).

...e dagli investimenti Nonostante i tagli a produzioni e investimenti effettuati negli ultimi due trimestri nel settore energetico ed estrattivo, la spesa per beni capitali è attesa aumentare progressivamente nei prossimi trimestri. La solidità delle prospettive di crescita, confermata dal forte aumento delle vendite di auto (17,8 milioni annualizzati in agosto, massimo da 10 anni) e dalla ripresa del mercato immobiliare, incoraggia le imprese ad aumentare la capacità produttiva. Gli aumenti occupazionali e retributivi tenderanno ad incentivare gli investimenti nella razionalizzazione dei processi produttivi e sostituzione di macchinari, con una più rapida introduzione di nuove tecnologie che aumentino la produttività.

Da qualche mese è molto dinamico il mercato immobiliare. L'aumento dei redditi, i bassi tassi di interesse e i costanti, anche se moderati, aumenti dei prezzi delle case, accrescono la convenienza all'acquisto di abitazioni e contribuiscono a rafforzare ricchezza e fiducia dei consumatori. Sono notevolmente salite sia le vendite di case nuove (+5,4% in luglio rispetto al mese precedente, +25,8% rispetto ad un anno prima) sia quelle di case esistenti (+2% e +10%, rispettivamente), ai massimi da febbraio 2007. A luglio la spesa per costruzioni è stata del 13,7% superiore a un anno prima e, da gennaio, vi è stato un incremento dell'11,6% nelle aperture di nuovi cantieri. La fiducia dei costruttori è ai massimi dal novembre 2005.

Ma aumentano i rischi Il dollaro forte favorirà le importazioni e penalizzerà le esportazioni, già frenate dal rallentamento della domanda mondiale. Al di là delle conseguenze delle turbolenze dei mercati finanziari, nello scenario CSC la frenata dei mercati emergenti avrà solo effetti limitati sull'economia USA. Il PIL americano è atteso crescere del 2,5% quest'anno e accelerare al 2,7% nel 2016.

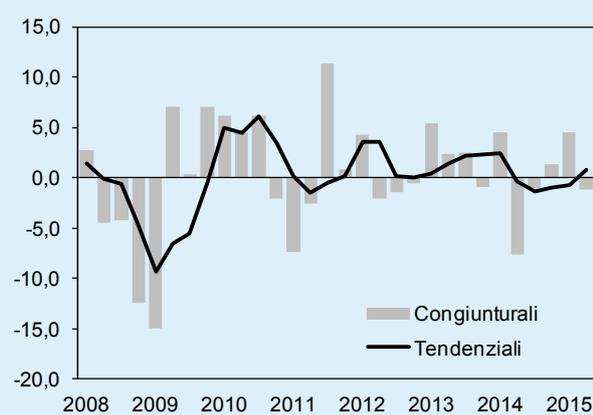
Giappone in fragile ripresa Il PIL nipponico, dopo due trimestri di espansione, si è contratto nel secondo 2015 al tasso annualizzato dell'1,2%, interrompendo il recupero dalla recessione causata dall'incremento di tre punti percentuali della tassa sui consumi nell'aprile 2014 (Grafico 1.18).

La contrazione nel secondo trimestre è stata guidata dal -2,7% della spesa per consumi privati, indeboliti dalla fiacca dinamica salariale e dalle condizioni meteo sfavorevoli in giugno, e dal -16,6% dell'export, alla prima contrazione dal 2014, per la debolezza degli ordini da Asia e Stati Uniti. L'aumento delle scorte ha fornito il maggiore contributo alla crescita (1,1 punti percentuali); il suo venir meno nei prossimi trimestri sarà compensato dall'attesa robusta ripresa degli investimenti privati, favorita dal taglio della tassa sui redditi d'impresa, e dal rimbalzo dei consumi.

L'economia tornerà a crescere nella seconda metà dell'anno: il CSC stima un +0,7% per il PIL nell'intero 2015, dopo il -0,1% nel 2014, e una marginale accelerazione a +1,2% nel 2016.

Grafico 1.18

Crescita nipponica in altalena
(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Cabinet Office.

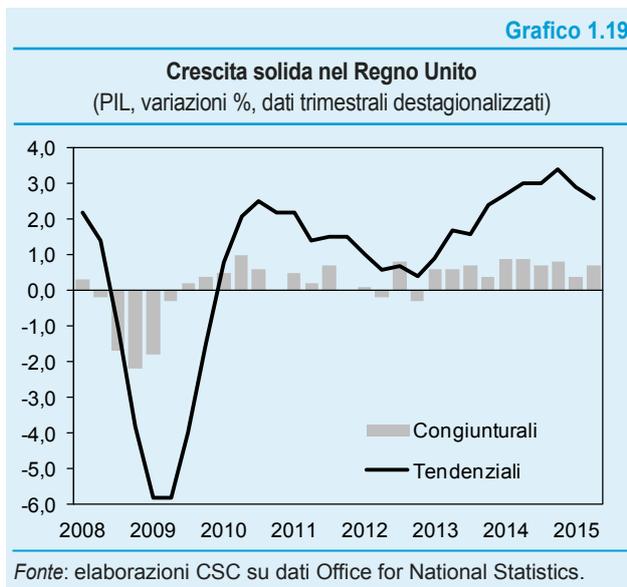
I dati di luglio confermano i segnali di una ripresa ancora fragile: +1,2% mensile le vendite al dettaglio (-0,6% in giugno), ma -0,6% (+1,1%) la produzione industriale. L'inflazione *core* è stata piatta (+0,1% annuo in giugno e maggio) e quella totale risente del nuovo calo dei prezzi petroliferi. La *Bank of Japan* manterrà il programma di allentamento monetario fino al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione al 2%, ritenuto ancora probabile a fine 2016, ma non è escluso un nuovo intervento espansivo nei prossimi mesi.

La riduzione del rapporto debito pubblico/PIL (246% nel 2014) rimane una priorità per l'esecutivo. Un ulteriore sforzo per contenere la spesa pubblica è necessario perché il secondo aumento della tassa sui consumi al 10%, programmato per l'aprile 2017, non è sufficiente a garantire il raggiungimento dell'obiettivo di avanzo primario entro il 2020 (deficit al 7,7% del PIL nel 2014). Una decisa accelerazione è attesa anche sul fronte delle attese riforme strutturali dell'*Abenomics*; la perdita di consensi del Governo in seguito al ritorno alla produzione di energia nucleare e all'impegno, ritenuto da molti eccessivo, per modificare le norme in tema di sicurezza nazionale sollecita il premier Abe all'azione in vista delle elezioni per la Camera alta del parlamento nel 2016.

Regno Unito: L'economia britannica **crescita robusta** è cresciuta dello 0,7% congiunturale nel secondo trimestre 2015, accelerando rispetto al +0,4% nel 1° e tornando al ritmo di crescita che ha caratterizzato il precedente biennio (Grafico 1.19). La produzione è incrementata nei tre principali comparti produttivi: +0,7% i servizi (dopo il +0,4% nei primi tre mesi dell'anno), con una performance tornata brillante per quelli finanziari rispetto a un primo trimestre piatto, +0,7% la produzione industriale (+0,2%), grazie all'attività estrattive incentivate dai sussidi governativi alla produzione di *oil* e gas, +0,2% (-0,2%) le costruzioni. Dal lato della domanda le esportazioni nette hanno portato un contributo di 1,0 punti percentuali alla variazione del PIL, per l'accelerazione al +3,9% dell'export (+0,4%), capace di capitalizzare la crescente domanda dell'Eurozona nonostante l'apprezzamento della sterlina. I consumi privati sono saliti dello 0,7% (+0,9%), supportati da inflazione ridotta (+0,1% annuo in luglio), fiducia dei consumatori ai massimi dal 2000 e disoccupazione ai minimi dal 2008: 5,5%.

Segnali di moderazione dell'attività provengono nel terzo trimestre dal PMI dei servizi, settore che ha contribuito per 0,6 punti percentuali alla crescita del PIL nel secondo: 55,6 in agosto, al minimo da 27 mesi. La crescita è prevista comunque proseguire nei prossimi trimestri grazie al traino della domanda interna. Il PIL, dopo il +3,0% nel 2014, aumenterà del 2,4% nel 2015, rallentando poi marginalmente per gli effetti delle politiche di consolidamento del bilancio pubblico, già deliberate per passare da un disavanzo previsto nel 2015 al 3,7% del PIL a un surplus nel 2020. Rischi al ribasso emergono dal clima di incertezza che potrebbe crearsi in vista del referendum sulla permanenza nell'UE, previsto entro il 2017, ma che potrebbe svolgersi già nel 2016.

Grafico 1.19



La combinazione di bassi prezzi petroliferi, e quindi bassa inflazione, e rafforzamento della sterlina implica che il primo rialzo del tasso di riferimento (attualmente allo 0,50% da marzo 2009) si registrerà non prima del primo trimestre 2016. Indipendentemente dal momento esatto della stretta monetaria, il tasso ufficiale sarà aumentato gradualmente e rimarrà nei prossimi anni molto al di sotto della media di lungo periodo.

Emergenti ancora in frenata Per i paesi emergenti continua il rallentamento in atto dal 2010; la crescita dei nuovi mercati ha decelerato nel 2014 al 4,6%, dal 5,0% del 2013. Il CSC abbassa le proprie stime rispetto a giugno (+4,2% nel 2015 e +4,7% nel 2016) e prevede un'ulteriore frenata al 3,9% nel 2015 e un'accelerazione al 4,3% nel 2016 (Grafico 1.20). Si tratta di ritmi inferiori non solo alla media pre-crisi (6,6% nel 2000-7), ma anche a quella degli ultimi trent'anni (4,9%). Sono stime nettamente più basse di quelle di consenso.

L'indebolimento recente delle economie emergenti riflette, da una parte, il peggioramento del potenziale di crescita di medio periodo per alcuni dei principali nuovi mercati (per motivi diversi ciò interessa Cina, Russia e Brasile). Dall'altra, rivela un

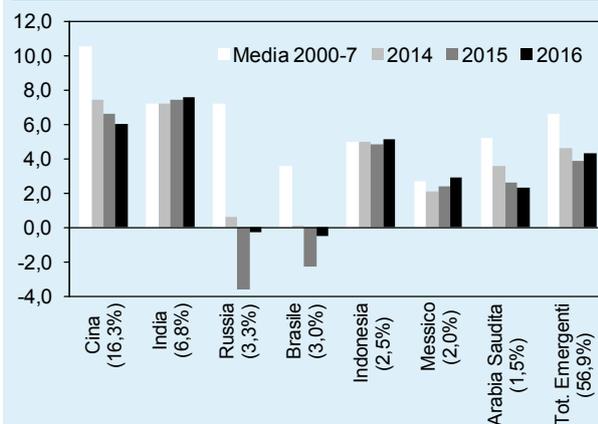
indebolimento ciclico dell'attività in alcuni dei più importanti esportatori di petrolio (innanzitutto la Russia, per cui pesano anche le conseguenze delle tensioni geopolitiche) e di altre commodity (paesi dell'America Latina e dell'Africa). Negli ultimi mesi le condizioni finanziarie complessive sono peggiorate con il calo dei mercati azionari e il deprezzamento di molte valute. Un rischio al ribasso è rappresentato dalla vulnerabilità dei paesi con elevato disavanzo corrente e/o indebitamento in dollari alle fuoriuscite di capitali e alla maggiore onerosità del debito, che deriveranno dall'ormai prossimo inasprimento monetario negli Stati Uniti.

I paesi emergenti fornivano nel 2014 più della metà (56,9%) del PIL globale (calcolato a parità di potere di acquisto, PPA) e, pur rallentando, continueranno a contribuire alla crescita mondiale nel 2016 (+3,6%) per circa 2,5 punti percentuali (poco più del 70%). Il CSC ipotizza che le tensioni geopolitiche in Ucraina e in alcune zone del Medio Oriente rimarranno elevate nel 2015. Nel corso del 2016 il progressivo allentamento di queste tensioni, insieme al graduale recupero di alcune delle maggiori economie (Russia e Brasile, in primis) porterà a una moderata accelerazione nella dinamica dell'aggregato dei nuovi mercati.

Atterraggio morbido per la Cina? La Cina è cresciuta del 7,3% nel 2014, registrando il peggior risultato dal 1990, ma secondo il CSC continuerà a rallentare, nonostante i bassi prezzi delle materie prime energetiche e le politiche del governo a sostegno della domanda interna, nel 2015 e nel 2016 quando il PIL crescerà rispettivamente del 6,6% e 6,0%. Le nuove stime CSC sono inferiori a quelle indicate a giugno e a quelle di consenso, ma potrebbero rivelarsi ottimistiche se il rallentamento controllato non dovesse funzionare (si veda il riquadro *Cre-*

Grafico 1.20

Gli emergenti non crescono più ai ritmi pre-crisi
(PIL reale, variazioni %, primi 7 paesi emergenti per peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2014)



Tra parentesi il peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2014.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

scita globale giù al 2,3% se la Cina cresce al 4%). Grazie al primario peso sul Mondo (16,3% del PIL globale a PPA nel 2014), il paese continuerà a fornire il maggior contributo di una singola economia alla crescita mondiale (1,0 punti percentuali, pari al 29,2% nel 2016).

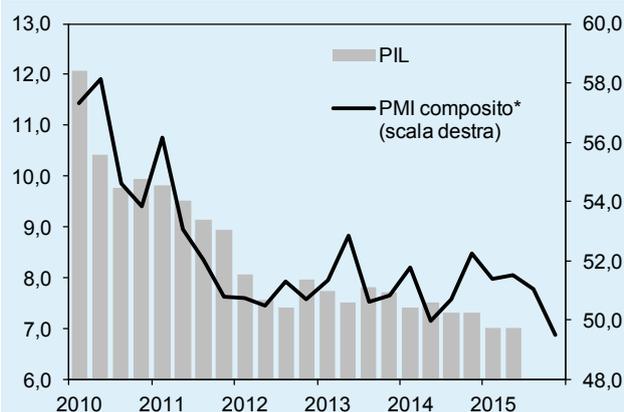
Il rallentamento cinese è fisiologico, perché raggiunta una certa soglia di PIL pro-capite il passo normalmente decelera e perché i *policymaker* stanno cercando, con grandi difficoltà e qualche incertezza, di spostare lo sviluppo dell'economia da un modello orientato verso export e investimenti a uno più basato su consumi privati, produzione di qualità e servizi. Secondo il Fondo Monetario Internazionale «la priorità politica è il raggiungimento di una transizione morbida verso ritmi di crescita più sostenibili, contenendo al tempo stesso le vulnerabilità». Queste consistono nell'eccesso di capacità produttiva industriale, nella bolla immobiliare e in quella dei mercati azionari. Tutto ciò è avvenuto attraverso un forte aumento del debito che, principalmente privato, è stato finanziato in buona parte dal sistema bancario "ombra" ed è pari a circa il 250% del PIL, costituendo così il maggiore rischio al ribasso per l'economia cinese.

Nei primi due trimestri del 2015 il PIL è aumentato del 7,0% annuo, in linea con l'obiettivo del Governo ("intorno al 7%" nel 2015), ma ha registrato la variazione più bassa degli ultimi sei anni. I dati del terzo trimestre indicano un ulteriore rallentamento: in agosto il PMI manifatturiero (47,1) e quello composito (48,8) hanno toccato i rispettivi minimi da marzo e febbraio 2009 (Grafico 1.21). Un forte rallentamento è suggerito anche da indicatori di performance non convenzionali, come ad esempio i consumi elettrici cresciuti nella prima metà del 2015 dell'1,3% annuo.

Le autorità cinesi daranno seguito, dunque, all'allentamento delle politiche economiche già in atto: a fine luglio il Politburo ha ribadito la necessità di sostenere l'occupazione, prevenire i rischi finanziari e fornire la sufficiente liquidità all'economia reale. I margini di manovra sono ancora ampi: la Banca Popolare in agosto, con una mossa solo apparentemente volta a stoppare la turbolenza dei mercati azionari che in poche settimane aveva azzerato i guadagni della Borsa dall'inizio dell'anno, ha tagliato il tasso ufficiale per la quinta volta da novembre (al 4,6%), ridotto per la terza volta nel 2015 la riserva obbligatoria alle grandi banche (al 18%) e operato iniezioni di liquidità per oltre 30 miliardi di dollari. Per alleggerire gli squilibri interni del paese il Governo deve accelerare l'attuazione del programma di riforme strutturali, in particolare di quelle volte a favorire i meccanismi di mercato. La progressiva eliminazione del tetto al tasso sui depositi mira alla liberalizzazione del sistema finanziario. Il nuovo meccanismo per la fissazione della parità centrale giornaliera del cambio yuan verso dollaro è stato interpretato dai mercati come un tentativo delle autorità di favorire le esportazioni cinesi poiché ha provocato un'iniziale svalutazione dello yuan, ma va verso un tasso di cambio più flessibile per una valuta che ambisce a entrare nel

Grafico 1.21

Il rallentamento cinese continuerà
(Variazioni % annue, dati trimestrali;
indice 50=nessuna variazione, medie trimestrali)



* Posticipato di 3 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit e NBS.

circuito di quelle liberamente commerciabili e, quindi, con funzione di riserva di asset internazionali. L'imposizione di un tetto all'indebitamento degli enti locali pone le basi per la sostenibilità del loro debito. Circa le riforme ancora da attuare, la sostenibilità di un modello basato sui consumi privati non può prescindere dal supporto, al momento mancante, di un adeguato sistema di welfare che consenta ai cinesi di preoccuparsi meno per il proprio futuro e abbassare la propensione al risparmio.

Crescita globale giù al 2,3% se la Cina cresce al 4%

L'entità della frenata dell'economia cinese è la grande incognita nell'attuale scenario globale. Il CSC nelle proprie previsioni incorpora un atterraggio morbido per la Cina. Ma cosa succederebbe all'economia mondiale se la Cina andasse incontro a una decelerazione molto più forte? Un rallentamento della crescita del PIL cinese al 4% nel 2015, dal +7,3% registrato nel 2014, porterebbe secondo le stime del CSC a una frenata della dinamica del PIL mondiale al +2,3%, dal +3,4% del 2014, la più bassa dal 1993; per l'Italia si avrebbe una decurtazione di 0,5 punti percentuali alla crescita del PIL.

Il contributo dell'economia cinese alla crescita mondiale nel 2014 è stato pari a 1,2 punti percentuali, ossia più di un terzo del 3,4% totale, e scenderebbe a poco sopra la sua metà (0,65 con una perdita di 0,55 punti percentuali) applicando meccanicamente una crescita del 4% al PIL cinese, ignorando gli effetti del suo rallentamento sulla dinamiche delle altre economie. La perdita totale che il CSC stima per il Mondo (1,1 punti percentuali) in seguito a una decelerazione della dinamica del PIL cinese al 4% è, dunque, esattamente doppia di quella diretta che si ottiene senza tenere conto dei legami commerciali e finanziari che sussistono a vari livelli tra tutti i paesi.

Gli effetti a cascata, che consistono nella trasmissione anche ad altri paesi di shock di vario tipo che nascono in uno specifico paese, sono cresciuti di importanza negli ultimi decenni insieme all'integrazione tra le economie attraverso i canali commerciali e finanziari. Questi canali diventano ancora più rilevanti durante i periodi di crisi, mentre fungono da diversificatori del rischio e favoriscono dinamiche di crescita meno sincronizzate durante i periodi privi di turbolenze.

Il grado di interconnessione tra le economie mondiali e, in particolare, quello tra la Cina e il resto del Mondo sono aumentati sensibilmente a partire dai primi anni Duemila. La calma apparente post-crisi nasconde un rischio sistemico molto più elevato che nel passato, dovuto ai profondi legami produttivi, commerciali e finanziari tra paesi. All'interno di questi legami la Cina occupa un nodo centrale.

Il CSC ha elaborato una misura del grado di interconnessione tra la crescita dei paesi: la "quasi-correlazione"¹. Come è calcolata la quasi-correlazione tra due paesi e cosa vuol dire il suo valore? Per ogni paese e per ciascun anno si fa la differenza tra la crescita corrente e quella media degli ultimi cinque anni. Se tra i due paesi tali differenze hanno lo stesso segno allora la quasi-correlazione è positiva e significa che c'è sincronia (perché entrambi crescono di più o di meno della media passata); quanto più alto è il valore tanto maggiore è la sincronia. Se tali differenze hanno segni opposti, allora la quasi correlazione è negativa e significa che c'è asincronia (un paese cresce sopra e l'altro sotto la media); quanto più alto il valore

¹ Più precisamente, l'indice di quasi-correlazione, a differenza della misura standard, è in grado di seguire in presa diretta il comovimento delle economie mondiali. Infatti, esso si calcola per ogni singola osservazione temporale, mentre il coefficiente standard si riferisce a un intervallo di tempo sufficientemente ampio.

assoluto tanto maggiore è l'asincronia. Quando la quasi correlazione è zero, questa misura non rivela nulla sul grado di interconnessione dinamica tra le due economie confrontate.

La quasi-correlazione può essere calcolata anche per un gruppo di paesi. In questo caso il suo valore è pari alla media delle quasi-correlazioni di tutte le coppie possibili tra i paesi che compongono il gruppo. Una media positiva deriva da una prevalenza di quasi-correlazioni positive, il che si verifica quando la maggior parte dei paesi cresce sopra o sotto la propria media. La media del gruppo tende a zero quando le economie che lo compongono crescono vicino o alla propria media. Essa è zero quando la crescita di nessuna economia si discosta dalla media².

Il CSC ha costruito, per ogni anno, la quasi-correlazione (media) per il Mondo³. Inoltre, ha elaborato anche due medie per le sole coppie composte da Cina e: 1) tutti gli altri paesi del Mondo; 2) le economie emergenti asiatiche. Tali medie offrono uno zoom sulla sincronia dell'economia cinese con il resto del Mondo, in generale, e con gli altri emergenti asiatici, in particolare.

L'andamento di questi indicatori fornisce numerose informazioni sulle caratteristiche della crescita globale negli ultimi venticinque anni.

Primo, negli anni Novanta la crescita dei paesi del Mondo non era sincrona. Quella cinese sia con il Mondo sia con l'Asia emergente mostrava, addirittura, una quasi-correlazione negativa a metà decennio (Grafico A).

Secondo, la crisi asiatica del 1997-8 ha coinvolto l'intera regione, ma è rimasta confinata al suo interno. L'Asia emergente, e la Cina in particolare, non avevano ancora un ruolo sistemico.

Terzo, ciò è cambiato drasticamente nei primi anni Duemila. A partire dal 2003 la Cina e le economie asiatiche hanno guidato l'accelerazione della crescita mondiale. È aumentata bruscamente l'interconnessione della Cina con l'Asia emergente, e, per la prima volta, quella con il resto del Mondo. Ciò ha spinto in alto anche la sincronia a livello mondiale.

Quarto, la crisi del 2008-9 è globale, come ben noto. L'indicatore mondiale ha raggiunto un livello record e quelli della Cina, rispetto al Mondo e all'Asia emergente, un valore appena inferiore.

Infine, anche grazie alle dosi da cavallo somministrate dalle autorità di politica economica in molti paesi, che hanno riportato la crescita verso i livelli medi, gli indicatori sono tornati bruscamente a zero nel 2010 e lì sono rimasti fino al 2014, con l'eccezione della quasi-correlazione negativa tra Cina e Asia emergente a causa della frenata cinese nel 2012.

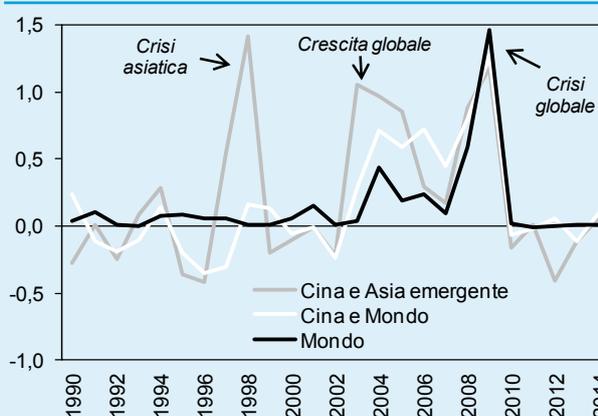
² La media del gruppo assume valori negativi quando circa metà dei paesi viaggiano sopra e gli altri sotto. Si tratta di un caso che è molto difficile da osservare quando si considera un gruppo sufficientemente ampio di paesi.

³ L'aggregato Mondo è costituito dalle prime 105 economie in termini di PIL a parità di potere d'acquisto (32 avanzate e 73 emergenti), che rappresentano il 98,8% del PIL globale nel 2014.

Grafico A

Il termometro dell'economia mondiale misura anche la febbre cinese

(Indice di quasi-correlazione tra paesi*, 0=nessuna correlazione)



* La quasi-correlazione tra due paesi, per ogni anno, è positiva se in entrambi la crescita è maggiore di quella media degli ultimi cinque anni (oppure minore in entrambi); è negativa, invece, se in uno è maggiore e nell'altro minore. Per un gruppo di paesi, l'indice è calcolato come media delle quasi-correlazioni tra tutte le possibili coppie.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

Il ruolo sistemico che la Cina ha assunto nel corso degli anni Duemila è stato quantificato dal CSC, che ha stimato come cambia la dinamica del PIL mondiale e di alcuni gruppi di paesi, oltre che dell'Italia, in seguito a uno shock dell'1% del PIL cinese in un dato anno, per l'anno in cui si verifica lo shock e, in termini cumulati, per l'anno successivo (Tabella A). Il crescente peso dell'integrazione tra paesi per la trasmissione degli shock che sorgono in uno di essi è stata tenuta in considerazione controllando per la quota del commercio estero con la Cina sul totale di quello del gruppo di paesi considerato. Tale variabile rappresenta, infatti, una *proxy* di tutte le interconnessioni, incluse quelle produttive e finanziarie, esistenti tra gli stessi paesi. L'inserimento nella specificazione del modello di regressione stimato dei ritardi della variabile obiettivo (tasso di crescita del PIL) permette di calcolare per gli anni successivi al primo l'eventuale effetto cumulato dello shock originale in Cina⁴.

Il primo risultato, peraltro atteso, è che la maggiore integrazione, rispetto agli anni Novanta, che esiste tra le economie del Mondo amplifica gli effetti calcolati per il 2014 rispetto a quelli calcolati per il 1990 per tutti i gruppi di paesi analizzati. Inoltre, ancora atteso ma non scontato, per tutti i gruppi di paesi analizzati l'effetto dello shock iniziale persiste in maniera statisticamente significativa anche nell'anno successivo, portando a un effetto cumulato superiore a quello del primo anno.

Sorprendentemente, invece, il collegamento con lo shock in Cina è il più forte in termini assoluti per le economie emergenti non asiatiche, mentre lo stesso risulta non significativo sull'intero periodo osservato per quelle dell'Asia. Ciò può essere spiegato dal fatto che la crescente integrazione delle economie asiatiche è avvenuta dai primi anni Duemila, mentre prima la loro crescita era più dipendente dai paesi avanzati. Infatti, un effetto positivo e statisticamente significativo di uno shock cinese sulla crescita dell'Asia emergente risulta considerando solamente il periodo post-crisi asiatica del 1997-8.

Gli effetti sulla crescita mondiale sono rilevanti: ogni punto in meno di crescita del PIL cinese equivale a una riduzione di poco più di un terzo di punto di quella globale (0,34 nel primo anno e 0,37 cumulato nel secondo). Se in Cina, dunque, l'aumento del PIL passasse dal 7,3% registrato nel 2014 al 4,0%, scendendo di più di tre punti percentuali in un solo anno, l'effetto totale corrispondente sarebbe una contrazione superiore al punto percentuale per il Mondo.

Per l'Italia un rallentamento cinese dal 7,3% registrato nel 2014 al 4,0% nel 2015 avrebbe un impatto sulla crescita sarebbe ancora più rilevante in termini relativi: una perdita di circa 0,5 punti percentuali (pari a 0,15 punti per ogni punto in meno di crescita cinese) che porterebbe sostanzialmente a un dimezzamento della crescita italiana, che il CSC stima a +1,0% per il 2015.

Tabella A

Un punto di crescita in Cina vale più di 1/3 di punto nel Mondo
(Variazioni in punti % dopo uno shock dell'1% del PIL cinese)

	1990		2014	
	Primo anno	Secondo anno	Primo anno	Secondo anno
Mondo	0,18	0,20	0,34	0,37
Avanzati	0,12	0,16	0,23	0,30
Emergenti non Asia	0,23	0,24	0,56	0,58
Italia	0,10	0,14	0,15	0,20

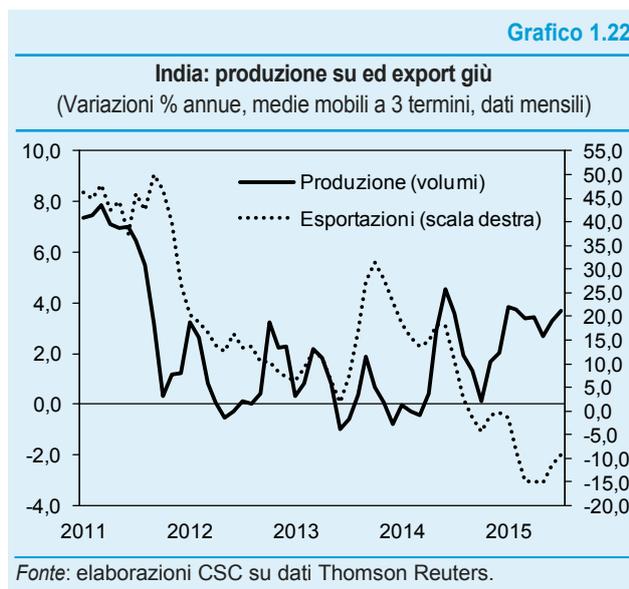
Fonte: stime CSC su dati FMI e WITS.

⁴ Le stime sul dataset in forma panel per i 105 paesi analizzati dal 1980 al 2014 hanno seguito la metodologia utilizzata in FMI, *World Economic Outlook*, "Dancing Together? Spillovers, Common Shocks, and the Role of Financial and Trade Linkages", capitolo 3, pp. 81-111.

Tra i BRIC l'India è la più brillante

L'economia indiana crescerà del 7,4% nel 2015 e accelererà al 7,6% nel 2016 (+7,3% nel 2014). Dopo la revisione della metodologia di calcolo del PIL, in febbraio l'India ha superato la Cina per dinamica del PIL, è il paese del G-20 con la crescita più elevata ed è l'unico tra i BRIC con una previsione di aumento del PIL superiore alla media pre-crisi (7,2%) e in accelerazione nell'orizzonte di previsione.

Il nuovo slancio viene dalla domanda interna di beni di consumo e, soprattutto, di investimento: +3,3% annuo l'output industriale nei primi sei mesi dell'anno e +4,2% in luglio. Langue al contrario la domanda estera: l'export in luglio è calato su base annua per l'ottavo mese consecutivo, nonostante una rupia ai minimi dal 2013 (Grafico 1.22). Gli investimenti continueranno a trainare l'economia grazie al miglioramento della fiducia delle imprese, alimentato dalla presenza di un Governo finalmente stabile e orientato alle riforme e dal minor costo dell'energia, che ha condotto l'inflazione ben al di sotto dell'obiettivo del 6% fissato per gennaio 2016 (3,8% in luglio).



A poco più di un anno dall'inizio del mandato del governo Modi, in India è boom di investimenti diretti esteri in entrata: +48% annuo da settembre 2014 ad aprile 2015 e +22% nel 2014. Tuttavia, alcune delle più rilevanti riforme promesse, come la nuova disciplina di compravendita dei terreni e l'introduzione di una tassa unificata sul valore aggiunto, sono ancora al palo o quasi. La difficoltà di portare a termine le semplificazioni necessarie a migliorare la competitività del paese rappresenta ancora, dunque, un rischio al ribasso per l'economia indiana.

Russia giù con il petrolio

Le previsioni del CSC per la Russia vengono riviste al ribasso: -3,6% il PIL nel 2015 (da -3,2% a giugno) e -0,3% nel 2016 (da +0,4%). Pesa il nuovo calo dei prezzi petroliferi, che sono scesi in agosto ai livelli di gennaio e seguiranno nel 2016 un recupero più moderato di quanto ipotizzato a giugno.

La riduzione dei prezzi dell'energia rispetto ai livelli medi del 2014 ha già colpito nel corso del 2015 le esportazioni russe, composte al 70% da gas e petrolio: -28,5% su base annua nella prima metà dell'anno. La contrazione del PIL nei primi due trimestri (rispettivamente -2,2% e -4,6% annuo) è spiegata anche dalla diminuzione della domanda interna, legata a salari reali e fiducia in calo, dopo un anno di sanzioni occidentali per il conflitto in Ucraina, e a un più elevato costo del capitale per condizioni monetarie ancora molto restrittive. Il tasso ufficiale, aumentato fino al 17% a dicembre 2014 per contenere la fuga di capitali e il deprezzamento del rublo, è stato progressivamente tagliato fino all'11% in luglio, ma il riaccendersi dell'inflazione (+15,8% annuo in agosto) rende difficile ulteriori allentamenti. Nel terzo trimestre il deprezzamento del rublo sta seguendo il nuovo calo del petrolio e se da una parte riduce le perdite da minori introiti per il bilancio pubblico, dall'altra colpisce ancora più duramente il potere di acquisto dei consumatori russi (Grafico 1.23).

Consumi e investimenti si contrarranno, dunque, più a lungo di quanto ipotizzato a giugno. L'economia è prevista tornare a crescere solo nella seconda metà del 2016, guidata dagli investimenti, per sostituzione dell'import, e dall'export di gas e petrolio, che beneficerà del lento rimbalzo delle quotazioni degli idrocarburi. Il PIL nel 2016 registrerà, quindi, il secondo anno consecutivo di recessione. Rischi al ribasso restano, oltre quello di ulteriori cali dei prezzi dell'energia, il possibile riaccendersi del conflitto in Ucraina e l'eventuale inasprimento delle sanzioni a Mosca da parte del G-7.

In Brasile crisi di fiducia

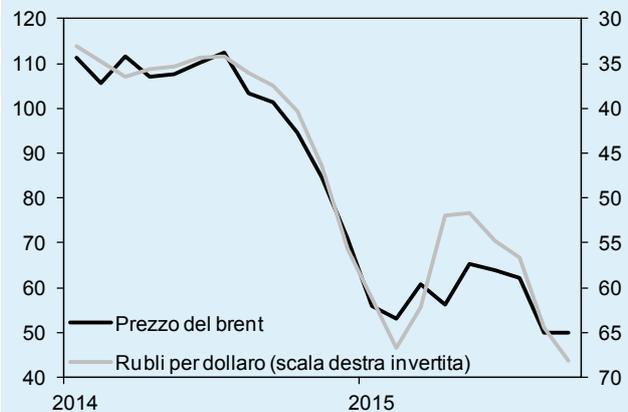
Il CSC rivede al ribasso le previsioni per il Brasile: -2,3% nel 2015 e -0,5% nel 2016 (rispetto alle previsioni di giugno -1,0 e -1,3 punti percentuali rispettivamente). Dopo aver ristagnato nel 2014 (+0,1% il PIL), il paese è entrato in recessione nel 2015 contraendosi nei primi due trimestri: -1,6% e -2,6% su base annua. L'economia brasiliana, che al contrario di quella cinese, è divenuta nel tempo troppo dipendente dai consumi privati, a discapito di risparmi e investimenti, ha visto la spesa delle famiglie contrarsi per due trimestri dopo 45 incrementi consecutivi.

La frenata dell'economia è accompagnata dal deterioramento della fiducia degli operatori, che risente della combinazione di bassa crescita e alta inflazione (+9,6% quest'ultima in agosto, il doppio dell'obiettivo del 4,5%, nonostante un tasso ufficiale fissato dalla Banca centrale al top dal 2009) e dello scandalo di corruzione che ha coinvolto Petrobras, il principale produttore di petrolio, oltreché i vertici del Partito dei lavoratori. Le misure varate dal governo hanno contribuito ad alimentare l'incertezza, avendo prodotto nel 2014 il primo deficit primario di bilancio da oltre dieci anni, senza portare gli effetti desiderati. La fiducia delle imprese ha toccato il livello minimo dal 1995 in giugno, mentre quella dei consumatori ha registrato il minimo storico in agosto (80,6). Ciò ha avuto riflessi negativi sull'attività manifatturiera (PMI a 45,8 in agosto, minimo da settembre 2011) e dei servizi (40,8, in marginale risalita dal minimo della serie registrato in luglio) e sulle vendite al dettaglio, in contrazione su base mensile da febbraio (Grafico 1.24).

Tra le vulnerabilità del paese e, quindi, tra i rischi al ribasso c'è la forte esposizione

Grafico 1.23

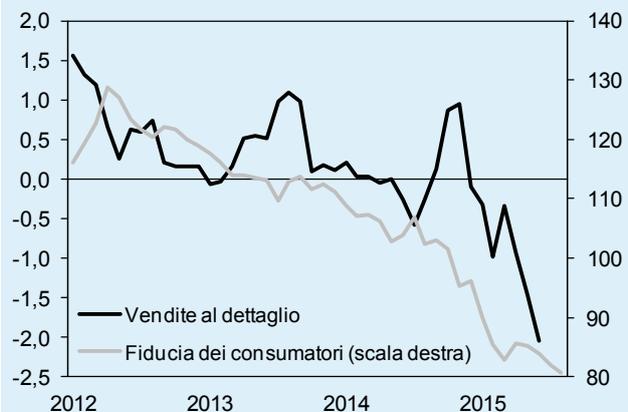
Il rublo si indebolisce con il petrolio (Rubli per dollaro e dollari al barile, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Grafico 1.24

In Brasile fiducia ai minimi e vendite in picchiata (Vendite al dettaglio in volume e fiducia dei consumatori; variazioni % mensili, medie mobili a 3 termini, e livelli, dati destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

verso una Cina in rallentamento, dove si dirige il 20% dell'export, composto principalmente da commodity metallifere. Il calo delle loro quotazioni ha contribuito al deprezzamento del real, la valuta che da inizio anno è scesa di più tra quelle degli emergenti (-29,7% fino ad agosto contro il dollaro). Le Olimpiadi nel 2016 rappresentano l'ennesima occasione di riscatto, ma le notizie sullo stato di avanzamento delle infrastrutture da consegnare entro il prossimo aprile non sono rassicuranti.

Elezioni autunnali in Polonia e Turchia Continua la ripresa nel resto dell'Europa emergente²: il calo del prezzo del petrolio e il graduale recupero della domanda interna di Eurolandia sono attesi sostenere un'accelerazione dell'area (CSC: +2,9% nel 2015 e +3,2% nel 2016, dopo il +2,8% nel 2014), controbilanciando gli effetti della contrazione dell'economia russa.

I paesi più importanti dell'area in termini di PIL sono la Turchia e la Polonia. Le previsioni del CSC per l'economia turca sono riviste al ribasso rispetto a giugno a +2,8% nel 2015 e +2,9 nel 2016 (-0,2 punti percentuali per entrambi gli anni). I minori costi dell'energia daranno ossigeno all'economia, i cui punti deboli restano lo squilibrio dei conti con l'estero e la debolezza del tasso di cambio. Non aiuterà certo la crescita il rinnovato clima di incertezza politica: il presidente Erdogan ha convocato nuove elezioni per l'1 novembre, dopo che nessun partito o coalizione ha conquistato in quelle di giugno una maggioranza per governare saldamente.

La Polonia presenta l'economia più brillante dell'area: nella prima metà del 2015 è cresciuta del 3,4% annuo trainata dagli investimenti (+8,4%). La domanda interna guiderà la crescita nel 2015 grazie a un mercato del lavoro in salute, tassi di interesse al minimo storico e bassa inflazione. Incertezza proviene dalle elezioni parlamentari, che si svolgeranno in ottobre: una nuova vittoria del partito del presidente euroscettico Andrzej Duda renderebbe più difficile il percorso di riforme necessarie a una maggiore integrazione nell'UE.

L'Arabia frena in Medio Oriente Le tensioni in Nord Africa e Medio Oriente stanno ostacolando la crescita dell'area e alimentano il clima di incertezza che frena gli investimenti e il commercio estero. Se l'ipotesi del CSC di mitigazione dei conflitti non si realizzasse, potrebbero persino verificarsi difficoltà per l'approvvigionamento mondiale di materie prime energetiche. La crescita dell'area è prevista frenare dal 2,6% nel 2014 al 2,3% nel 2015 per poi riaccelerare al 3,0% nel 2016; la revisione al ribasso per entrambi gli anni rispetto a giugno è dovuta agli effetti del calo nei prezzi del petrolio sul potere d'acquisto dei paesi esportatori di greggio. Tra questi c'è l'Arabia Saudita, che è al settimo posto tra i paesi emergenti per peso sul PIL mondiale. Con il calo del prezzo dell'*oil* e il mantenimento dei piani di sostegno alla domanda interna, il bilancio pubblico va in deficit nell'orizzonte di previsione. Il settore *non-oil* (PMI a 58,7 in agosto, ai massimi da cinque mesi) sosterrà l'economia; il PIL saudita crescerà del 2,6% nel 2015 e del 2,3% nel 2016, rallentando dal 3,6% nel 2014.

Il petrolio resta a buon mercato Nello scenario CSC la quotazione del Brent si mantiene intorno a 48 dollari al barile nell'ultimo trimestre del 2015. Nel 2016 è attesa in lenta risalita, a 54 dollari a fine anno, sulla scia di un graduale riequilibrio del mercato fisico mondiale, che avverrà tramite la frenata dell'offerta e l'aumento della domanda. Questo profilo colloca il prezzo, in media, a 54 dollari quest'anno (da 99 nel 2014) e a 51 dollari nel 2016.

² Per Europa emergente si intende un gruppo di paesi formato da: Albania, Bosnia, Bulgaria, Croazia, Georgia, Ungheria, Kosovo, Macedonia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia e Turchia.

Il prezzo del Brent si è attestato a 48,8 dollari a settembre, dopo il brusco calo nei due mesi precedenti (47,5 dollari in media in agosto, da 65,2 a maggio; Grafico 1.25). Per tre anni e mezzo, dal 2011 a metà 2014, si era mantenuto sopra i 100 dollari al barile (112,2 nel giugno 2014).

Il recente ribasso del greggio è dovuto a due fattori. Dal lato della domanda, la preoccupazione, accentuatasi in agosto, per la tenuta della crescita in Cina e in generale nelle economie emergenti; che ha diffuso dubbi circa la prevista crescita del fabbisogno. Dal lato dell'offerta, l'accordo sul nucleare tra le nazioni occidentali e l'Iran è stato finalizzato il 14 luglio; quando le sanzioni internazionali saranno eliminate, l'estrazione di greggio in Iran potrà tornare ai livelli passati (2,8 mbg oggi, rispetto a 3,7 mbg nella prima metà del 2011).

Quest'offerta addizionale, secondo alcune ipotesi, arriverà sul mercato in sei mesi, quindi dal 2016, accentuando l'eccesso di produzione disponibile sul mercato, e il prezzo del petrolio ha iniziato a incorporare tale attesa.

In prospettiva, però, ci sono varie ragioni per attendersi una graduale risalita dei prezzi, nonostante l'abbondanza di offerta. Primo, la produzione di *shale-oil* USA, che ha i maggiori costi di estrazione e che è stata il motore dell'espansione dell'offerta mondiale negli ultimi anni, ha registrato una prima flessione nei mesi estivi (9,3 mbg in agosto, da 9,6 a giugno) a causa dei prezzi bassi. Ciò segnala un inizio di riequilibrio del mercato mondiale.

Secondo, la capacità inutilizzata OPEC, storica guida dei prezzi, è scesa ai minimi: 1,2 mbg in agosto, da 2,1 nel settembre 2014 (3,7 a inizio 2011). La carenza del tradizionale "cuscinetto" indica che il mercato mondiale è molto esposto a eventuali shock di offerta, giacché i paesi del Cartello non hanno molto spazio per aumenti della produzione.

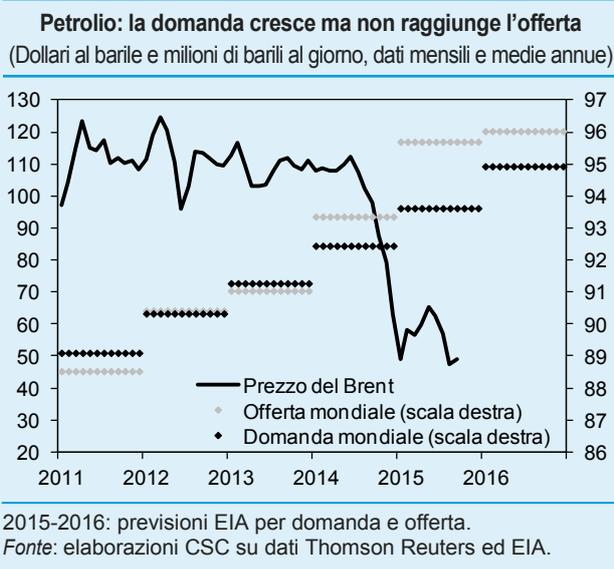
Terzo, il rischio di nuovi stop dell'offerta in vari paesi è alto, a causa delle forti tensioni geopolitiche in corso. La capacità estrattiva OPEC indisponibile è già ai massimi (2,8 mbg in agosto, in larga misura in Libia e Iran); questo, peraltro, sommandosi alla corsa della produzione, aiuta a spiegare l'abbassamento ai minimi della capacità inutilizzata. Gli stop produttivi nei paesi non-OPEC, invece, si sono ridotti negli ultimi mesi (0,7 mbg, concentrati in Siria e Yemen, da 0,9 in aprile).

Le attese sui prezzi, perciò, sono debolmente rialziste: i *future* sul greggio indicano un prezzo in aumento di 6 dollari da fine 2015 a fine 2016.

Amplio surplus di offerta nel 2015

Al momento, si registra una notevole abbondanza di offerta rispetto alla domanda di greggio: l'estrazione di petrolio supera le richieste di 2,1 mbg in media nel 2015 (di 0,9 mbg nel 2014; stime della *Energy Information Administration*, EIA, americana). Le scorte di greggio nei paesi OCSE crescono in misura marcata (+291 milioni di barili a fine 2015 rispetto allo stesso periodo dello scorso anno).

Grafico 1.25



La produzione mondiale, infatti, è cresciuta a ritmi record per due anni: +2,3 mbg sia nel 2014 sia nel 2015. L'aumento proviene soprattutto dai paesi non-OPEC (+1,4 mbg nel 2015), in particolare dallo *shale-oil* USA (+0,7 mbg). Il prezzo del greggio più basso, tuttavia, ha frenato già quest'anno l'espansione dell'offerta USA (boom di +1,7 mbg nel 2014).

Anche la produzione OPEC è in forte crescita: +0,9 mbg nella media del 2015. In agosto è arrivata a 37,7 mbg, da 36,4 a gennaio. L'estrazione è salita ai massimi sia in Iraq (4,2 mbg, da 3,4 a febbraio) sia in Arabia Saudita (10,3 mbg, da 9,6 a inizio anno). Il principale produttore OPEC, infatti, dopo aver avviato il ribasso del prezzo internazionale a metà 2014 tagliando i propri listini, sta continuando a perseguire la strategia di riconquista di quote di mercato. In Iran la produzione di petrolio è stabile a 2,8 mbg. Viceversa, resta molto bassa in Libia (0,4 mbg, da 1,5 nel 2013).

La domanda mondiale di greggio, comunque, è in rapida crescita nel 2015 (+1,2 mbg, stesso ritmo del 2014). L'incremento si realizza in gran parte nei paesi emergenti (+0,7 mbg), ma il consumo cresce anche negli avanzati (+0,4 mbg). I prezzi bassi, infatti, stimolano i consumi, che erano stati frenati in precedenza proprio dai costi troppo elevati, oltre che l'accumulo strategico di scorte.

Domanda più vicina alla produzione nel 2016 Nel mercato mondiale del greggio l'attesa è di un lento avvicinamento della domanda all'offerta. Tanto che nel 2016, secondo le previsioni EIA, ci sarà un significativo assottigliamento del surplus di produzione.

Nel 2016, infatti, la domanda di greggio è prevista accelerare a +1,3 mbg. L'offerta, invece, di soli +0,3 mbg (questa stima incorpora un aumento di 0,3 mbg della produzione in Iran). In particolare, l'espansione negli USA si arresterà (-0,1 mbg, stime EIA).

La produzione resterà abbondante, superando di 1,1 mbg la domanda, un eccesso comunque dimezzato rispetto a quest'anno. Nei paesi OCSE, perciò, proseguirà molto più lentamente l'accumulo di scorte (+125 milioni di barili a fine 2016).

Le conseguenze economiche della "pace" con l'Iran

Lo storico accordo (il *Joint Comprehensive Plan of Action*) firmato a Ginevra il 14 luglio 2015 tra il gruppo dei paesi "5+1" (Stati Uniti, Germania, Francia, Cina, Russia e Gran Bretagna) e l'Iran stabilisce un programma di lungo termine con limitazioni concordate sul nucleare iraniano e comporta la revoca progressiva, graduale e reversibile delle sanzioni economiche fino ad ora adottate dal Consiglio di Sicurezza delle Nazioni Unite, da Stati Uniti e dall'Unione europea nei confronti dell'Iran. L'apertura commerciale che questo piano implica avrà un impatto diretto sulla crescita dell'economia iraniana già nel 2015 (+3,3%) con una successiva accelerazione per il biennio 2016-17 (+5,1% e +5,5%), inoltre ridistribuirà i pesi tra i partner commerciali iraniani con un beneficio per i paesi europei. La *World Bank* stima anche una riduzione di 10\$ al barile del prezzo dell'*oil* nei primi mesi del 2016 con un effetto netto positivo sulla domanda globale.

Dal 2006 le Nazioni Unite, gli Stati Uniti e l'Unione Europea hanno imposto un insieme di sanzioni economiche¹, inasprite ulteriormente dal 2010, in modo da restringere, sebbene in

¹ Divieto di import-export di macchinari sensibili all'uso nucleare, vendita di armi, congelamento di beni di alcune società e individui, trasferimenti di fondi tra banche dell'UE e istituti di credito e finanziari iraniani. Dal 2010 il quadro sanzionatorio UE è stato progressivamente inasprito includendo il divieto di esportare beni e tecnologie dei settori *oil&gas* e petrolchimico; dal primo luglio 2012 l'UE ha istituito l'embargo petrolifero dall'Iran e, infine, gli USA hanno esteso le restrizioni commerciali anche al settore automobilistico e navale. Le restrizioni si applicano anche a persone fisiche e giuridiche, inserite in specifiche liste, con le quali è fatto divieto di avere relazioni economiche.

modo asimmetrico, gli scambi commerciali tra l'Iran e il resto del mondo, al fine di ostacolare il programma nucleare iraniano. Successivamente, nel corso del 2013, dopo l'inasprimento delle sanzioni economiche, che hanno contribuito alla recessione del paese (-6,8% nel 2012 e -1,9% nel 2013), l'Iran si è impegnato a limitare e rivedere il proprio programma nucleare, avviando i negoziati insieme al gruppo dei "5+1" che si sono chiusi con l'accordo.

L'attuazione di questo accordo prevede l'eliminazione delle sanzioni in due fasi principali: l'*Implementation day* (databile all'inizio del 2016, che comporta l'eliminazione della quasi totalità delle sanzioni²) e il *Transition day* (ultimo trimestre 2023 in cui verranno abolite le ultime sanzioni). Tale percorso ovviamente è reversibile sia nel caso in cui l'Iran non rispetti il programma accettato a luglio 2015 sul nucleare sia se gli USA e la UE re-introdurranno le sanzioni senza giustificato motivo. La UE, data l'importanza economica e politica che riveste l'Iran, ha posto le basi per una più stretta cooperazione, contemplando anche l'uso di strumenti quali: i crediti all'esportazione, per facilitare il commercio; il *project financing*; gli investimenti. Tutte leve che in questi anni sono state messe fuori uso dalle sanzioni.

Tale accordo avrà tre principali effetti sull'economia iraniana: aumenterà notevolmente gli introiti derivanti dalla vendita di petrolio, poiché nel giro di pochi mesi, all'inizio del 2016, l'Iran ha annunciato che immetterà sul mercato mondiale un ulteriore milione di barili al giorno; recupererà gradualmente il 13,5% del suo export totale (pari a 17,1 miliardi di dollari) perso durante il periodo di maggior inasprimento delle restrizioni (2012-2014); attrarrà investimenti dall'estero, tanto che la *World Bank* (WB) stima che nel 2016-2017 l'Iran riceverà mediamente flussi per 3-3,2 miliardi di dollari all'anno, il doppio di quanto arrivato nel 2015 ma appena un terzo del picco del 2003. Il Paese ha 14 *economic zone* e 7 *free trade zone*, dove gli investitori stranieri godono di esenzioni fiscali per un periodo di 20 anni, della completa libertà di movimento di capitali e profitti e dell'assenza di dazi all'import. Quest'ultima agevolazione appare cruciale in quanto per alcuni prodotti i dazi possono arrivare al 65% del loro prezzo (per esempio, ciò accade per i beni alimentari).

Tutto ciò produrrà effetti anche sull'economia globale in termini di: riduzione del prezzo del greggio e ricomposizione commerciale tra i principali partner iraniani.

Nell'ipotesi che non ci sia nessun cambiamento di strategia da parte degli altri esportatori netti di *oil*, un milione di barili al giorno in più venduto all'estero dall'Iran determinerà un'ulteriore riduzione del 14% del prezzo del greggio, ovvero di 10 dollari al barile nel 2016. Tale riduzione peggiorerà ulteriormente il bilancio pubblico degli altri esportatori netti di *oil* mentre avrà un impatto positivo per i grandi importatori di petrolio, come gli Stati Uniti e l'Unione europea.

L'eliminazione delle restrizioni sulle transazioni economico-finanziarie comporterà un aumento del commercio bilaterale tra l'Iran e l'Europa a scapito degli attuali partner, Asia e Medio Oriente, che durante il periodo delle sanzioni hanno sostituito i partner occidentali. Secondo un'analisi della WB i paesi che beneficeranno di più dell'apertura commerciale sono: Gran Bretagna, Cina, India, Turchia e Arabia Saudita.

Le sanzioni hanno avuto effetti distorsivi sul commercio bilaterale iraniano con il resto dei paesi colpiti; in particolare il peso dell'UE come mercato di destinazione dei prodotti iraniani ha

² Previa verifica da parte dell'Agenzia Internazionale dell'Energia Atomica (AIEA) degli adempimenti prioritari dell'Iran relativi al programma nucleare, la UE, gli USA e le Nazioni Unite revocheranno tutte le misure restrittive a eccezione di quelle relative allo scambio di materiale bellico e del congelamento di fondi appartenenti a determinate persone fisiche e giuridiche.

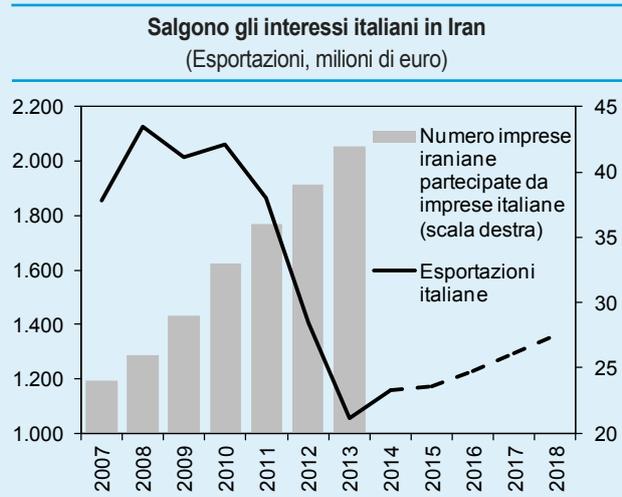
subito una forte riduzione passando da più del 21% delle esportazioni iraniane nel 2005 a meno del 6% nel 2014. Le esportazioni iraniane in questo periodo si sono riorientate verso i paesi asiatici in via di sviluppo, Cina e India in particolare, che nel 2014 ne hanno rappresentato quasi il 60%. Ovviamente anche per i mercati di fornitura la situazione ha subito una importante rivoluzione: hanno perso quote i paesi UE (dal 41,3% nel 2005 sul totale delle importazioni iraniane al 9,5% nel 2014) e ne hanno guadagnate Cina, India e Emirati Arabi Uniti (nel 2005 rappresentavano poco più del 27% e nel 2014 quasi il 78%). In particolare quest'ultimo paese svolge un ruolo di transito per le merci dirette in Iran, soprattutto per via della presenza delle zone economiche speciali. Inoltre, la ricomposizione geografica dell'import iraniano può essere ricondotta anche al fatto che gli operatori iraniani, per compensare la carenza di valuta estera dovuta ai mancati proventi della vendita di idrocarburi verso i paesi sanzionatori e all'esclusione dal circuito internazionale dei pagamenti (in seguito al congelamento dei conti esteri dei residenti iraniani), hanno ricorso il più possibile ai crediti maturati dalla vendita di petrolio ai paesi non sanzionatori, tra cui Cina, Corea del Sud e India.

Altro effetto delle sanzioni è stato non solo lo stop degli IDE in entrata nel paese nel 2012 e nel 2013, ma anche la loro fuoriuscita. I capitali esteri sono fondamentali in un paese come l'Iran, la cui quota di investimenti domestici è pari appena al 5% del PIL e che inoltre presenta rilevanti carenze infrastrutturali che costituiscono un collo di bottiglia per lo sviluppo del Paese. Gli IDE, per la maggior parte *greenfield*, che l'Iran ha ricevuto fino al 2008 erano indirizzati prevalentemente al settore petrolifero e del gas. Sono attesi arrivare investimenti da Emirati Arabi, Stati Uniti e alcuni paesi europei, tra cui l'Italia; per Francia e Norvegia si tratta di un ritorno poiché già presenti con *joint venture* (*France's Total* e *Norway's Statoil*) prima delle sanzioni economiche. Anche l'industria automobilistica iraniana, che rappresenta il 10% del PIL e vede presenti anche importanti multinazionali europee (Volkswagen e Peugeot), attrarrà nuovi capitali; prima del 2012 erano pari a 1,6 milioni le immatricolazioni di auto all'anno, contro i 700mila veicoli post-sanzioni. Il parco auto appare obsoleto a causa sia dell'embargo di alcuni importanti componenti sia del deprezzamento del rial (tra il 2012 e il 2014 ha perso quasi il 53% rispetto al dollaro) che rende molto costoso l'acquisto di componenti dall'estero.

Un possibile effetto negativo dell'accordo può venire dall'apprezzamento del rial, che renderebbe meno competitivi i prodotti *non-oil* esportati.

La crescita economica di cui beneficerà l'Iran nei prossimi anni rappresenta un'opportunità per le imprese italiane, visto il legame commerciale tra i due paesi. Nel 2000 l'Italia rappresentava, a pari merito con la Russia, il terzo fornitore dell'Iran (l'11% delle importazioni iraniane provenivano dall'Italia), dopo la Germania (19%) e gli Emirati Arabi (14%). La meccanica costituiva oltre il 50% delle esportazioni italiane al Paese. Dal 2006 l'Italia ha perso molte posizioni, pur rimanendo, nel 2014, il nono esportatore in Iran con un peso del 2%. Dal lato delle importazioni italiane, fino al 2011 l'Iran

Grafico A



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Reprint.

rappresentava il terzo principale fornitore di petrolio greggio; successivamente l'import si è quasi annullato.

L'interesse delle imprese italiane è testimoniato anche dai loro investimenti diretti esteri che, nel corso del tempo, in termini di numero di partecipazioni sono continuati a crescere (Grafico A). La concreta possibilità di raggiungere un accordo ha sospinto l'interscambio già nei primi cinque mesi del 2015: le importazioni dell'Italia dall'Iran sono aumentate in valore del 135% rispetto ai primi cinque mesi del 2014, mentre le esportazioni sono cresciute quasi del 24%. Ipotizzando la piena applicazione dell'accordo, le esportazioni italiane verso l'Iran potranno tornare a crescere al ritmo di lungo periodo pre-sanzioni (1991-2005), pari al 5,0% medio annuo.

Quotazioni non-oil in recupero nel 2016 I prezzi delle commodity non-energetiche sono in generale riduzione nel 2015, sintomo di un'offerta mondiale relativamente forte rispetto alla domanda. In diversi mercati, in particolare tra gli input di origine agricola (alimentari e non), prevalgono, tuttavia, attese di una crescita sostenuta della domanda, che supererà la produzione.

La discesa del prezzo del mais si è interrotta, dopo il lungo trend al ribasso iniziato nel 2012: in agosto è rimasto stabile sui livelli di giugno (ma -6,4% rispetto a fine 2014). Profilo piatto negli ultimi due mesi anche per il prezzo del cotone (con un +5,0% rispetto a inizio 2015; Grafico 1.26).

Viceversa, per i metalli, prosegue la lunga fase di riduzione del prezzo del ferro (-30% in agosto da fine 2014). Andamento molto simile per il rame (-20,4% rispetto a fine 2014).

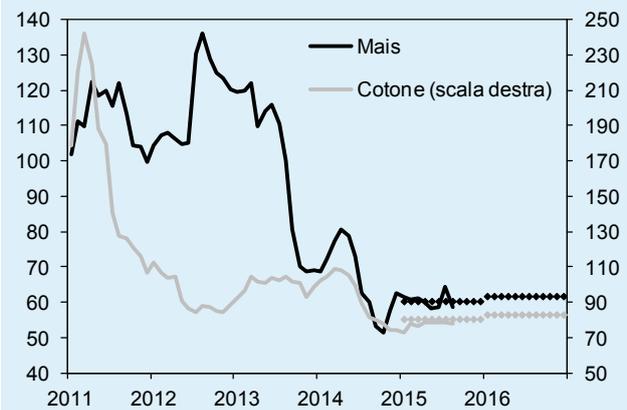
Le quotazioni rimangono sopra le medie di lungo periodo. Il cotone è del 5,0% oltre i livelli medi del 1990-2009, il mais del 35%. Molto cari i metalli: +67% rispetto alla media il rame, +47% il ferro.

La stabilizzazione del prezzo del cotone è spiegata dall'attesa che nella stagione 2015/2016 la domanda, da anni su un trend crescente, superi infine la produzione, che invece è vista in calo per il quarto anno consecutivo (stime *United States Department for Agriculture, USDA*). Gli stock di cotone invertono la tendenza e scendono, pur restando molto elevati: 91,8% del consumo annuo nel 2015/2016, da 99,0% l'anno precedente.

Molto simili le condizioni di mercato fisico del mais, che spiegano la fine caduta delle quotazioni. Il raccolto è atteso nella stagione 2015/2016 in flessione dai massimi dello scorso anno, superato di misura da una domanda mondiale in rapida espansione. Le scorte di mais, già su livelli contenuti, si riducono: 19,8% del consumo mondiale nel 2015/2016, da 20,3% l'anno precedente.

Grafico 1.26

Fine caduta per le commodity non-oil
(Cent di dollari per bushel e per libbra, dati mensili)



2015-2016: previsioni annue WB (linee tratteggiate).
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters e WB.

Nella media del 2015 le quotazioni in dollari delle commodity alimentari fanno segnare un calo significativo, in gran parte già registrato (-12,3%; previsioni Banca Mondiale). Andamenti simili sono attesi nei mercati *non-food*, dove i prezzi scenderanno sia per i metalli non ferrosi (-12,0%) sia per le commodity industriali di origine agricola (-7,9%).

Il consumo mondiale di materie prime è previsto in accelerazione nel 2016, specie per la maggiore richiesta nei paesi emergenti. Le quotazioni delle commodity registreranno una generalizzata inversione di tendenza, con rincari comunque molto contenuti. Quelle *food* saliranno molto poco (+1,2%), grazie alla buona tenuta dell'offerta, come avviene per il mais. Il rincaro sarà maggiore per i metalli non ferrosi (+3,2%) e per le materie prime non alimentari di origine agricola (+2,0%), per le quali l'aumento dell'offerta è relativamente più debole (emblematico il caso del cotone).

Tassi BCE fermi vicino allo zero Nello scenario CSC, la BCE manterrà i tassi ai livelli attuali (0,05% sui prestiti, -0,20% sui depositi) per tutto l'orizzonte previsto. La dinamica dei prezzi al consumo nell'Eurozona, infatti, è ancora troppo bassa, lontana dall'obiettivo del +2,0% annuo: in agosto +0,2% annuo l'indice totale, +1,0% il *core*. A settembre la BCE ha ribassato le previsioni di inflazione: +1,1% nel 2016 (da +1,5%). La crescita, inoltre, è ancora fragile ed è esposta a rischi al ribasso.

Per sostenere la ripresa la BCE deve tenere bassi i tassi in termini reali (Grafico 1.27). L'Euribor a tre mesi è in territorio negativo: -0,03% a inizio settembre. In termini reali, cioè al netto dell'inflazione *core* (esclusi energetici e alimentari), è sceso a -1,0%, da -0,5% a inizio anno. Tale riduzione è stata favorita dalla lenta risalita della dinamica dei prezzi *core* negli ultimi mesi (+1,0% annuo in agosto, da +0,6% a gennaio).

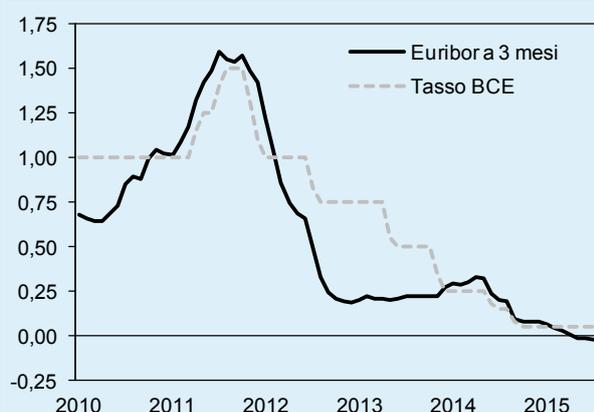
Nello scenario CSC, l'Euribor tornerà gradualmente appena sopra il tasso BCE: 0,06% in media nel 2016, da 0,02% nel 2015. Questa assunzione è coerente con le indicazioni che vengono dai *future*, che lo segnalano in lenta risalita e sopra lo zero dalla metà del 2016. In termini reali, il tasso di mercato a breve, scontando un graduale aumento dell'inflazione *core*, resterà intorno ai valori correnti: -0,8% nel 2015 e -0,9% nel 2016.

T-LTRO inferiori alle attese L'articolato set di misure non standard della BCE sta aiutando a ripristinare il funzionamento del meccanismo di trasmissione dell'allentamento della politica monetaria all'economia reale dei diversi paesi membri, con l'intento di far ripartire il credito bancario.

L'ultima *Targeted-LTRO* (T-LTRO) effettuata dalla BCE a giugno ha fornito 74 miliardi alle banche dell'Eurozona (con durata di 3 anni e tre mesi); quella di marzo aveva erogato 98 miliardi. La prossima T-LTRO è in programma per il 24 settembre. Queste operazioni fanno parte della seconda ondata di nuove aste, che contengono incentivi e sanzioni affinché le banche usi-

Grafico 1.27

Politica monetaria iper-espansiva nell'Eurozona
(Tassi di interesse a breve, valori %, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, BLS e Thomson Reuters.

no i fondi BCE per erogare nuovi prestiti a famiglie e imprese. Nelle sei tra marzo 2015 e giugno 2016 l'importo disponibile per ogni banca è pari al triplo dei nuovi prestiti erogati in eccesso rispetto a specifici benchmark fissati dalla BCE: più una banca presta, più può finanziarsi a costo nullo presso la BCE. Le T-LTRO stanno anche favorendo la riduzione dei tassi di interesse praticati dalle banche (in Italia per le imprese 2,1% a giugno, da 2,9% a settembre 2014).

Per le prime due T-LTRO, invece, l'importo era limitato al 7% dei prestiti in essere a imprese e famiglie, per ciascuna banca. L'asta del settembre 2014 ha erogato 83 miliardi, quella di dicembre 130 miliardi. Gli istituti, specie quelli dei paesi *core*, hanno richiesto molto meno del massimo disponibile (un totale di circa 400 miliardi per le due operazioni).

Il totale prestato alle banche dell'area con le quattro T-LTRO effettuate finora è pari a 384 miliardi, molto sotto le attese. Più che sufficiente, comunque, a riempire il vuoto lasciato dalle precedenti LTRO, il che era l'obiettivo minimo della BCE. Gli istituti dell'Eurozona, infatti, hanno completato a febbraio 2015 il rimborso delle due LTRO triennali di fine 2011-inizio 2012 (1.019 miliardi originari, 345 residui a settembre 2014). Queste LTRO erano nate con il meccanismo dell'importo illimitato e della possibilità di rimborso dopo 1 anno, a discrezione delle banche. Il loro limite era rendere in larga misura "passiva" per la BCE la manovra del proprio bilancio: i rimborsi da fine 2012 hanno ristretto il bilancio BCE, nonostante quest'ultima non volesse ridurre lo stimolo monetario all'economia.

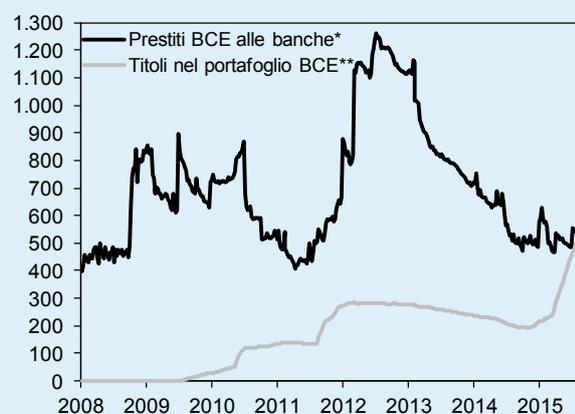
I prestiti totali BCE aumentano poco

I prestiti totali della BCE alle banche includono le operazioni tradizionali a breve (MRO) e quelle straordinarie a medio-lungo (LTRO e T-LTRO). Il totale di questi prestiti ha mostrato ampie oscillazioni da inizio anno, crescendo nel complesso poco rispetto ai valori di fine 2014: 527 miliardi a inizio settembre, da 488 nella prima metà di dicembre (picco a 1.261 a metà 2012; Grafico 1.28). Le aste a medio termine forniscono 456 miliardi a settembre (1.100 a inizio 2012), le operazioni tradizionali a breve erogano 71 miliardi. Fino ai primi mesi del 2015, i rimborsi delle LTRO a 3 anni hanno esercitato una forte pressione al ribasso sui prestiti totali BCE.

Le banche italiane avevano in bilancio a luglio 163 miliardi di prestiti BCE (4,1% del totale delle loro passività), in graduale calo rispetto al picco di metà 2012 (283 miliardi, 6,7%). Le banche greche restano quelle che attingono di più, in proporzione, a tali risorse: 126 miliardi a luglio (da 43 nel settembre 2014), pari al 33% del loro bilancio (da 11%). La BCE a giugno-luglio, a fronte delle turbolenze economiche in Grecia e del complesso negoziato su un nuovo programma di aiuti, ha confermato la fornitura di fondi ELA (*Emergency Liquidity Assistance*), cioè erogati alle banche del paese direttamente dalla *Bank of Greece*, accrescendo tuttavia gli sconti sul collaterale fornito (in larga misura titoli sovrani nazionali).

Grafico 1.28

BCE: più titoli in portafoglio, prestiti avanti piano (Eurozona, miliardi di euro, dati settimanali)



* Aste: MRO, LTRO, T-LTRO.

** Programmi: SMP + CB 1,2,3 + ABS + titoli pubblici.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Resta difficile la raccolta bancaria I prestiti BCE restano indispensabili nel finanziare le banche in vari paesi, per il persistere di difficoltà sulle altre forme di raccolta.

La liquidità ottenuta sul mercato interbancario resta inferiore ai valori pre-crisi in alcuni paesi, nonostante i progressi degli ultimi anni. Per le banche italiane l'interbancario di Euro-landia contava per 719 miliardi a luglio (18,1% del passivo totale), sopra il minimo di 605 miliardi a fine 2010 (15,8%), ma sotto i valori medi pre-crisi (812 miliardi nel 2008, 22,5%). Ulteriori miglioramenti nel mercato interbancario sono favoriti dall'accresciuta trasparenza sullo stato di salute delle maggiori banche dell'Eurozona, grazie alla vigilanza comune BCE, in particolare alla valutazione degli asset e agli stress test, i cui risultati sono stati resi noti nell'ottobre 2014.

In Grecia i depositi bancari del settore privato sono crollati nel 2015: -46 miliardi a luglio rispetto a novembre 2014 (-27%). Anche altrove gli istituti di credito hanno ancora difficoltà nei volumi della raccolta al dettaglio: in Spagna -20 miliardi nello stesso periodo (-1%). In Portogallo i depositi sono stabili. Continuano a salire, invece, in Italia (+33 miliardi, +2%).

In alcuni paesi, infine, le emissioni di bond bancari continuano a essere inferiori ai titoli in scadenza: in Spagna -26 miliardi le emissioni nette nella prima metà del 2015, in Italia -71, in Portogallo -2. Ciò avviene anche in Germania (-5 miliardi) e Francia (-37). Può derivare, soprattutto, dal fatto che le banche trovano poco conveniente collocare titoli presso le famiglie, a causa del costo più elevato rispetto ad altre forme di raccolta quali i depositi e il finanziamento BCE. In Grecia, viceversa, dove i depositi crollano, le emissioni di bond bancari stanno superando i rimborsi (+8 miliardi).

Portafoglio titoli BCE in ampliamento Lo stock di titoli nel bilancio BCE è salito a 586 miliardi di euro a inizio settembre, da 191 nell'ottobre 2014 (+395 miliardi). Gran parte di tale crescita è avvenuta negli ultimi cinque mesi (+348 a partire da marzo), con l'inizio degli acquisti di titoli pubblici.

Il terzo piano di acquisto di *covered bond* emessi da banche dell'area finora ha condotto in portafoglio titoli per 112 miliardi. Il programma di acquisti di titoli cartolarizzati ABS (*Asset Backed Securities*) è andato a rilento: 11 miliardi finora. La gran parte degli acquisti BCE riguarda i titoli pubblici: dal 9 marzo al 4 settembre la Banca ne ha comperato per 301 miliardi, di cui 51 miliardi italiani.

Il programma complessivo di *Quantitative Easing* avanza al ritmo annunciato di 60 miliardi al mese, per 19 mesi fino al settembre 2016, per 1.140 miliardi totali. Tali acquisti tendono ad abbassare i tassi a lungo termine, in particolare quelli dei titoli sovrani, e causano un indebolimento dell'euro. Ovvero, allentano le condizioni monetarie complessive nell'Eurozona, favorendo credito e ripresa. Negli ultimi mesi, tuttavia, prima le tensioni relative alla Grecia e poi la turbolenza sui mercati originatasi in Cina hanno spinto al rialzo i tassi sui titoli pubblici dell'Eurozona. I rendimenti restano, comunque, storicamente bassi (1,93% a settembre il BTP decennale, 0,73% il Bund).

Il QE europeo è un programma "aperto": se a settembre 2016 la BCE non troverà evidenza di una dinamica dell'inflazione che stia tornando in linea con l'obiettivo (sotto ma prossimo al 2,0%), lo prolungherà. Inoltre, la BCE ha sottolineato diverse volte che, se necessario, sarà possibile anche prima di allora accrescere le dimensioni del QE e modificarne durata e composizione. Nella riunione di settembre il Presidente Mario Draghi ha sottolineato che la Banca sta valutando se ci sia o meno bisogno di rafforzare il QE già nei prossimi mesi, a se-

conda se le turbolenze estive sui mercati finanziari siano valutate avere un impatto duraturo o transitorio sulla crescita e sui prezzi.

Parte dei titoli nel portafoglio BCE sono stati acquistati con vecchi programmi: 128 miliardi a settembre quelli del *Securities Market Program* (SMP) e 33 miliardi quelli dei primi due programmi di *covered bond*. Questa parte dello stock si va assottigliando lentamente per il progressivo giungere a scadenza dei titoli.

Crescono i depositi bancari in BCE I fondi parcheggiati dagli istituti creditizi dell'Eurozona presso la BCE sono cresciuti rapidamente negli ultimi mesi. A settembre 167 miliardi nella *deposit facility* (da 24 nel settembre 2014) e 450 nel *current account* (da 186), per un totale di 617 miliardi (da 210; picco a 912 miliardi a inizio 2012).

Il tasso negativo BCE su tali depositi (-0,20%) non li ha, quindi, scoraggiati. Peraltro, la sostituzione delle LTRO con le T-LTRO faceva attendere depositi in BCE su livelli contenuti perché con le seconde le banche prendono a prestito dalla Banca centrale solo le risorse di cui hanno davvero bisogno per erogare credito.

In effetti, dagli ultimi mesi del 2014 la risalita dei depositi presso Francoforte è avvenuta in parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE. Gran parte dei titoli che la Banca Centrale sta comprando erano nel portafoglio delle banche. Una possibile spiegazione di questi andamenti è che le risorse liquide provenienti dalla vendita di tali titoli alla BCE siano, nell'immediato, parcheggiate presso la BCE stessa in attesa di altri utilizzi da parte delle banche. Ciò rende, però, molto meno efficace la politica BCE nell'abbassare i tassi di mercato.

Per misurare il totale della liquidità aggiuntiva immessa nel sistema bancario dalla BCE si utilizza la somma dello stock di prestiti BCE e di titoli nel suo portafoglio, sottratti i depositi delle banche presso la BCE stessa. Questa somma sta salendo molto gradualmente: 496 miliardi a inizio settembre, da 468 nel settembre 2014.

Il bilancio BCE si espande Prestiti alle banche e acquisti di titoli fanno crescere gli asset della BCE e quindi le dimensioni del suo bilancio. Tale espansione è pari a settembre a +581 miliardi rispetto ai minimi del settembre 2014. L'incremento delle attività nel bilancio BCE proseguirà ancora per un anno, grazie a T-LTRO e QE. Al momento, il bilancio BCE resta molto sotto i livelli massimi di tre anni fa (2.568 miliardi, rispetto ai 3.102 di metà 2012).

Graduale rialzo dei tassi FED Il tasso di riferimento della FED è tenuto fermo da fine 2008 entro la forchetta 0,00-0,25% (0,14% il tasso effettivo a inizio settembre). Il proseguimento della ripresa USA sta abbassando la disoccupazione (5,1% ad agosto), ormai giunta al valore di lungo periodo indicato dai membri della FED (5,0%-5,2%) corrispondente alla piena occupazione. La bassa dinamica dei prezzi desta preoccupazione (+0,2% annuo a luglio), anche se nasce in larga misura dal calo petrolifero: i prezzi al netto di energia e alimentari segnano un +1,8% annuo, in linea con l'obiettivo (+2,0%). Le attese di inflazione, misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi, però, si sono ridotte negli ultimi mesi, allontanandosi dai valori desiderati (+1,6% a settembre, da +1,9% a giugno).

Dalle minute della riunione del FOMC di giugno risulta che la vasta maggioranza dei membri (15 a 2) ritiene opportuno iniziare ad alzare i tassi quest'anno. I 17 membri del FOMC votano, tuttavia, a rotazione: solo 10 in ciascun anno possiedono vero potere decisionale. Inoltre, mentre è il FOMC a fissare il target per il *federal funds rate*, il potere di muovere il tasso sulle riserve delle banche presso la FED è in mano a un sottogruppo di 5 membri (*Board of Governors*), tra cui il Presidente. La Banca centrale ha di recente chiarito che, duran-

te la fase di normalizzazione dei tassi, utilizzerà proprio il tasso sulle riserve per guidare il *fed funds rate* effettivo. Gli analisti ritengono che il *Board* ristretto sia più prudente sui tassi rispetto all'intero FOMC.

Riguardo all'esatto *timing* del primo rialzo dei tassi, nelle minute della riunione FOMC di luglio è stato confermato l'approccio "mese-per-mese": si segnala che i miglioramenti su mercato del lavoro e dinamica dei prezzi erano ormai quasi sufficienti a giustificare il rialzo e che la decisione sarebbe stata presa se i dati sull'economia, resi disponibili prima della riunione successiva, avessero confermato l'atteso ulteriore miglioramento. Fino alla turbolenza di agosto sui mercati finanziari, perciò, gli analisti si attendevano un rialzo FED a settembre.

Nelle settimane successive al crollo delle borse alcuni membri del FOMC hanno indicato un possibile rinvio del rialzo, altri invece hanno segnalato la sostanziale conferma dell'orientamento già maturato. Il vice Presidente FED, Stanley Fischer, ha sottolineato ancora una volta che la decisione sarà determinata sulla base dei dati economici in uscita. Il rialzo a settembre, quindi, è diventato meno probabile, ma non è stato accantonato (la riunione si tiene il 16 e il 17 del mese, cioè qualche giorno dopo che questo rapporto sarà stato chiuso).

La FED ha puntualizzato che, nelle prime fasi della normalizzazione, manterrà la forchetta per il tasso ufficiale con un'ampiezza invariata di 0,25 punti. Quanto alla rapidità del percorso di aumento dei tassi, è stato più volte chiarito che sarà molto più graduale e prudente rispetto a precedenti fasi di rialzo FED. I mercati si attendono un tasso a breve USA allo 0,47% a fine 2015 e all'1,10% a fine 2016, sentiero coerente con un rialzo quest'anno e tre rialzi il prossimo (Grafico 1.29).

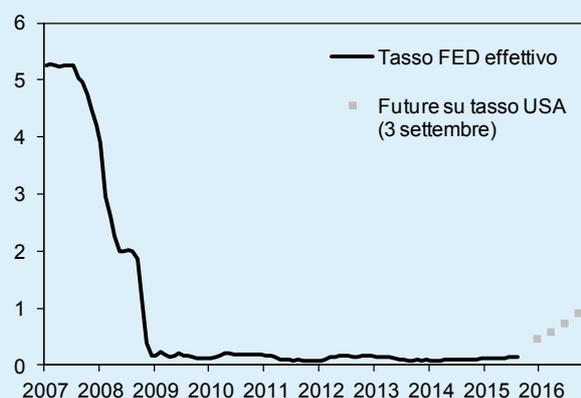
I membri del FOMC avevano indicato a giugno un livello (mediano) desiderato del tasso ufficiale pari a 0,50-0,75% a fine 2015 e a 1,50-1,75% a fine 2016. Ovvero, due rialzi nel 2015, quattro nel 2016. Le valutazioni aggiornate del FOMC, dopo le tensioni dei mesi estivi originate dalle vicende cinesi, verranno pubblicate con la riunione del 17 settembre. Gli analisti si attendono un'ulteriore revisione al ribasso del sentiero "desiderato" dei tassi.

I membri del FOMC, inoltre, continuano a sottolineare che i tassi dovranno rimanere sotto i livelli "normali" per qualche tempo anche dopo che disoccupazione e inflazione saranno ai livelli desiderati. Nella riunione FED di giugno, il valore di lungo periodo del tasso ufficiale è stato indicato al 3,75%. Se il rialzo sarà graduale come atteso, occorreranno alcuni anni per giungere a tale livello.

Nello scenario CSC la FED inizierà ad alzare i tassi negli ultimi mesi del 2015, operando un aumento di un quarto di punto. Ciò porterà la forchetta per il tasso di riferimento allo 0,25-0,50%. Il rialzo proseguirà nel 2016, con altri tre interventi da 0,25% ciascuno, raggiungendo il *range* 1,00-1,25% a fine anno.

Grafico 1.29

Tassi FED: attese di un rialzo graduale (USA, valori %, dati mensili)



* Tasso interbancario a 3 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Il rialzo FED amplierà progressivamente il differenziale con il tasso BCE, offrendo un crescente sostegno al dollaro e indebolendo l'euro. Il differenziale BCE-FED è pari a -0,09 punti a settembre (considerando il tasso effettivo FED). Nello scenario CSC, si attesterà a -0,14 punti percentuali in media nel 2015 (-0,45 a fine anno), ampliandosi a -0,89 punti nel 2016 (-1,20 a fine anno).

Il tasso interbancario a tre mesi negli USA è allo 0,33% a settembre (0,25% a inizio anno), poco sopra la parte alta della forchetta FED. Il CSC prevede che salirà all'1,05% in media nel 2016 (0,29% nel 2015).

Stock di titoli stabile nel bilancio FED La FED continua a reinvestire in nuovi titoli le somme incassate dai rimborsi di quelli giunti a scadenza, dopo la conclusione della terza fase di *Quantitative Easing* (QE3) nell'ottobre 2014. Perciò, l'ammontare di titoli nel portafoglio FED è stabile: 2.462 miliardi di dollari in titoli pubblici in agosto (55% dell'attivo della Banca) e 1.737 miliardi di MBS (*Mortgage Backed Securities*, cioè cartolarizzazioni di mutui, 39%). La dimensione del bilancio totale della FED è di 4.475 miliardi, oltre cinque volte quella del 2007 (872 miliardi). La composizione dello stock di titoli FED, con bond pubblici e privati, è simile a quella che sta realizzando ora la BCE, sebbene le grandezze siano assai diverse.

Negli ultimi mesi il reinvestimento FED ha riguardato per lo più titoli federali con durate molto brevi: in agosto la quota dei *Treasury* con scadenza tra 3 e 12 mesi è salita al 6,5% (dallo 0,1% a novembre 2014), quella dei titoli tra 1 e 5 anni è salita al 46,2% (da 44,6%). Viceversa, la quota di titoli che maturano in 5-10 anni è scesa al 21,3% (da 28,5%) e quella sopra i 10 anni al 25,9% (da 26,7%). Il progressivo spostamento verso il breve-medio termine della composizione dello stock di titoli favorirà una sua più veloce riduzione automatica, che avverrà con la semplice sospensione della politica del reinvestimento. La FED ha chiarito, già a fine 2014, che smetterà di reinvestire solo qualche tempo dopo il primo rialzo dei tassi. L'inizio della fase di exit sui titoli, quindi, si avrà nei primi mesi del 2016. Le vendite di titoli, invece, avranno un ruolo marginale nella riduzione dello stock.

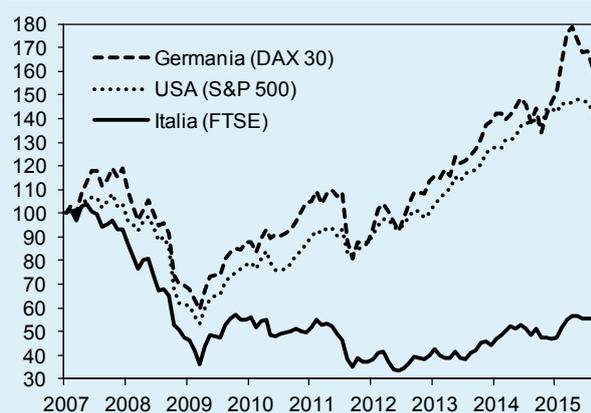
La correzione delle Borse Negli ultimi mesi i tassi a lungo termine negli USA si sono ridotti di poco. L'ampio stock di titoli in mano alla FED contribuisce ancora a tenere a freno i tassi americani e ciò sostiene investimenti e consumi. Il rendimento del *Treasury* trentennale è sceso al 3,0% a settembre, da 3,1% a giugno. Quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA è al 4,1% (da 4,2%). Il differenziale tra questi titoli pubblici e privati si è progressivamente allargato: +1,2 punti a settembre, da +0,7 a inizio 2014.

Il rendimento del *Treasury* decennale è diminuito al 2,2% a settembre (dal 2,4% a giugno). Il tasso a lunga in termini reali, calcolato sui *Treasury* decennali indicizzati all'inflazione, resta poco sopra lo zero e continua ad aiutare la crescita USA: 0,6%, da 0,5% a fine 2014.

Grafico 1.30

Borse dei paesi avanzati in netto calo

(Quotazioni azionarie; indici gennaio 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Le quotazioni azionarie negli USA hanno registrato una forte flessione nei mesi estivi: -8,1% a settembre rispetto a maggio, quando la Borsa era al massimo storico (indice Standard & Poor's 500). I prezzi sono, comunque, del 36,4% sopra i livelli di inizio 2007 (Grafico 1.30). La volatilità del mercato azionario si è impennata in agosto: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è salito fino a 40,7, ripiegando a 23,2 a settembre (13,1 nella prima metà del 2007). Ciò segnala residue tensioni nelle aspettative degli operatori e minore propensione al rischio.

I prezzi delle azioni si sono ridotti in misura marcata anche nei mercati europei. In Germania più che negli USA: -15,0% a settembre da aprile. In Italia, invece, sono calati del 7,0% nello stesso periodo; tuttavia, il loro livello è pari a poco più della metà dei valori pre-crisi (-47,3%), mentre in Germania le quotazioni sono superiori del 51,9% rispetto a inizio 2007.

L'euro resta debole sul dollaro Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro USA negli ultimi tre mesi è rimasto sui valori di giugno, attestandosi a settembre a 1,12 dollari in media (Grafico 1.31). Rispetto allo scorso anno rimane, quindi, ampiamente svalutato: era a 1,38 dollari nel marzo 2014 (-19,1%). Le valute dei paesi emergenti, invece, si sono svalutate molto anche rispetto all'euro negli ultimi mesi (si veda il riquadro *Solo un debole aiuto al Made in Italy dal tasso di cambio effettivo*).

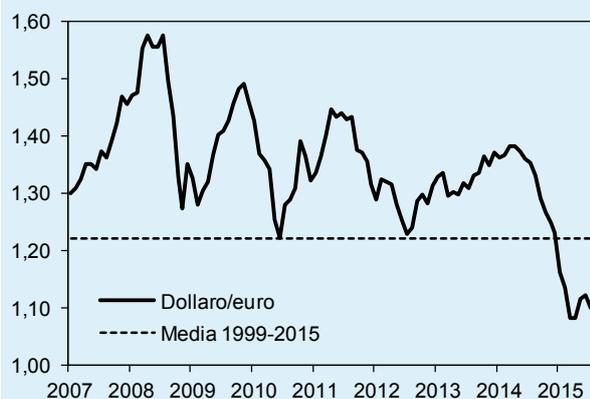
Il principale fattore che tiene basso il cambio dell'euro è il forte allentamento monetario che sta realizzando la BCE, con acquisti di titoli pubblici e privati (QE) e prestiti condizionati alle banche (T-LTRO). In effetti, la discesa dell'euro nella seconda metà del 2014 e nei primi mesi di quest'anno, soprattutto contro dollaro, ha in gran parte anticipato tali misure espansive BCE. Mentre, all'opposto, la FED ha posto fine nell'ottobre 2014 al programma FED di acquisto di titoli USA e si appresta ad avviare la normalizzazione dei tassi.

In prospettiva, vari fattori tendono ad attrarre capitali verso la divisa USA. Primo, l'ampio spread sui tassi a lunga (rendono lo 0,8% i decennali sovrani tripla A in Eurolandia, contro il 2,2% dei *Treasury* americani). Secondo, il divario che si aprirà anche sui tassi a breve dai prossimi mesi, quando la FED inizierà ad alzarli, mentre la BCE li terrà inchiodati ai livelli attuali; anche questo, comunque, è almeno in parte già incorporato dai mercati nelle quotazioni correnti. Infine, le migliori prospettive di breve e medio termine per la crescita USA rispetto all'Eurozona. Viceversa, gli squilibri nei conti con l'estero indeboliscono il dollaro e rafforzano l'euro. L'Eurozona ha un surplus di bilancia corrente crescente, atteso nel 2015 al record di 451 miliardi di dollari (pari al 3,9% del PIL, dal 3,4% nel 2014). Gli USA, invece, hanno un passivo corrente ampio e in aumento, atteso quest'anno a 475 miliardi di dollari (2,6% del PIL, da 2,4%; stime OCSE).

Nel complesso, le forze in campo spingono verso un cambio euro intorno ai valori correnti rispetto al dollaro. Il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume un cambio dollaro/euro fermo a 1,15 per il resto del 2015 e fino alla fine del 2016, come in giugno. Nello scena-

Grafico 1.31

Euro sopra i minimi verso il dollaro
(Tasso di cambio, dollari per euro, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

rio CSC, quindi, la svalutazione del cambio dell'euro tra 2014 e 2015, rispetto al dollaro, calcolata sui dati medi annui, è pari al 14,9%. Nel 2016 c'è un apprezzamento aritmetico del cambio della moneta unica pari all'1,8%.

Solo un debole aiuto al Made in Italy dal tasso di cambio effettivo

Rispetto ai massimi toccati a marzo 2014, l'euro ha perso più del 19% contro il dollaro. Tuttavia, il cambio bilaterale con la moneta americana è solo un indicatore rozzo dell'andamento della competitività italiana dovuto alle oscillazioni delle valute. Quello che conta, infatti, è il tasso di cambio effettivo nominale dell'Italia, che è caduto molto meno rispetto al picco dello scorso anno ed è andato risalendo negli ultimi mesi e ciò toglierà combustibile all'export italiano già dall'autunno.

Il CSC ha calcolato il tasso di cambio effettivo nominale dell'Italia rispetto a 61 paesi; inclusi quelli dell'Area euro che, pur condividendo la moneta e nei confronti dei quali non esiste tasso di cambio, sono importanti partner commerciali e concorrenti. Il tasso di cambio effettivo è una media ponderata dei tassi di cambio bilaterali. I pesi utilizzati, per ogni paese, sono maggiori tanto più esso è un importante mercato di destinazione dei beni italiani e/o di provenienza delle importazioni sia dell'Italia sia di tutti gli altri paesi esteri (specie se questi ultimi sono meta di una parte significativa dell'export italiano)¹. Questo perché le imprese italiane competono con quelle di ciascun altro paese sui mercati esteri e anche su quello domestico.

Dal picco di marzo 2014 ad aprile 2015 l'indice del cambio effettivo nominale italiano è diminuito, cioè il cambio si è svalutato, del 6,8%, favorendo così la competitività di prezzo delle merci italiane. Successivamente, però, è parzialmente risalito, dimezzando la perdita complessiva: -3,5% nella media di settembre (Grafico A). Il suo livello attuale è appena superiore a quello medio registrato a partire dalla nascita dell'euro. La spinta offerta alle esportazioni italiane, quindi, diminuirà già nell'ultima parte del 2015.

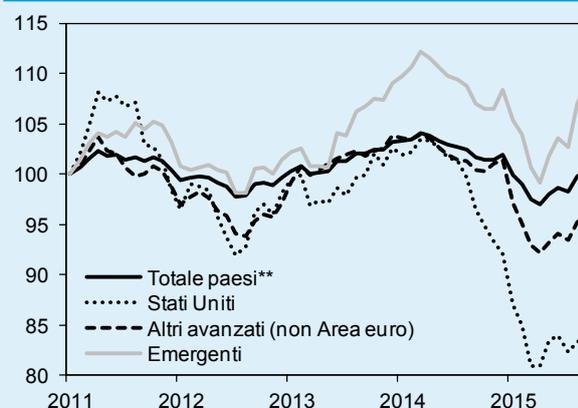
La dinamica complessiva del tasso di cambio effettivo nominale dell'Italia è il combinato disposto di andamenti molto differenziati dei cambi bilaterali.

Nei confronti del dollaro statunitense, infatti, l'euro si è deprezzato del 21,8% da marzo 2014 ad aprile di quest'anno e a settembre è ancora del 19,1% più basso di allora. La svalu-

Grafico A

La leva del cambio italiano scala marcia

(Tasso di cambio effettivo dell'Italia*, dati mensili, gennaio 2011=100)



* Media ponderata dei tassi di cambio bilaterali. I pesi utilizzati, per ogni paese, sono maggiori tanto più esso è un importante mercato di destinazione dei beni italiani e/o di provenienza delle importazioni sia dell'Italia sia di tutti gli altri paesi esteri (specie se questi ultimi sono meta di una parte significativa dell'export italiano). Una riduzione indica una svalutazione e viceversa.

** 61 paesi, compresi quelli dell'Area euro.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia e Thomson Reuters.

¹ I pesi sono elaborati dalla Banca d'Italia e recentemente aggiornati al periodo 2009-2011. Si veda Alberto Feletigh, Claire Giordano, Giacomo Oddo e Valentina Romano, "Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest Euro-area countries and of their main trading partners", *Questioni di Economia e Finanza*, n. 280 (luglio 2015).

tazione è stata, invece, molto più contenuta verso l'insieme delle valute degli altri paesi avanzati: -11,4% ad aprile di quest'anno e -7,7% a settembre su marzo 2014.

Verso il gruppo delle valute dei paesi emergenti l'euro si è apprezzato negli ultimi mesi in misura tale da quasi annullare la svalutazione precedente: il -11,6% registrato da marzo 2014 ad aprile 2015 a settembre è diventato -2,7% (con un -5,6% verso i BRICS e un +0,6% sugli altri emergenti). Si è, così, sensibilmente ridotto il bonus di competitività per i prodotti italiani.

Risultati molto simili a quelli dell'Italia si ottengono per gli altri principali paesi europei. Il CSC ha calcolato il tasso di cambio effettivo nominale per Germania, Francia e Spagna. Rispetto a quella italiana, nel periodo marzo 2014-settembre 2015 la svalutazione risulta maggiore per la Germania (-4,2%), che è relativamente più aperta al commercio con l'estero extra-Area euro; simile per la Francia (-3,6%), che comunque è meno esposta agli scambi con gli emergenti; più bassa per la Spagna (-3,1%), dove la quota del commercio intra-Area è ancora nettamente maggioritaria.