



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

**LE SFIDE
DELLA POLITICA
ECONOMICA**

**Settembre 2014
N. 21**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Pasquale Capretta, Alessandro Fontana, Alessandro Gambini, Giovanna Labartino, Manuela Marianera, Francesca Mazzolari, Valeria Patella, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà, Lorena Scaperrotta.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 12 settembre 2014.

Editore SIPI S.p.A.
Servizio Italiano Pubblicazioni Internazionali
Viale Pasteur, 6 – 00144 Roma
Stampa: Omnimedia S.r.l. – Monterotondo Scalo (RM)

Finito di stampare nel settembre 2014.

INDICE

| | |
|--|--------|
| Premessa | pag. 5 |
| 1. Le previsioni | » 9 |
| 1.1 L'economia italiana | » 9 |
| 1.2 Le esogene della previsione | » 31 |
| <i>Riquadri</i> | |
| PIL italiano: invariato nel 2014? Una previsione rosea | » 12 |
| L'illusione della ripresa parte dalle stime sul potenziale | » 16 |
| In Italia (ed Eurolandia) troppo bassa la dinamica dei prezzi al consumo | » 25 |
| Sarà svolta nella politica di bilancio europea? | » 36 |
| Gli effetti della crisi russo-ucraina sull'export italiano | » 45 |

PREMESSA

A chi si interroga sulla possibilità di uscire dalla difficile situazione in cui versiamo, le analisi contenute in questa Relazione inducono a rispondere, con convinta fiducia, quanto affermammo allorché l'inflazione a due cifre appariva male incurabile: sta in noi.
Carlo Azeglio Ciampi, 1992

Alla ripresa autunnale lo scenario economico si presenta a **due facce**.

Quella rassicurante di conferma delle **buone dinamiche** e prospettive **extra-europee**.

E quella preoccupante di **deterioramento** del quadro già debole nell'**Eurozona** e in **Italia**.

Il contesto rimane caratterizzato dai **cambiamenti** su scala globale portati dalla crisi: minore ampliamento dei commerci internazionali, investimenti frenati dalla perdurante incertezza e condizioni più selettive del credito bancario¹.

Tutti fattori che abbassano il profilo dello **sviluppo mondiale**.

L'**economia a più velocità** si sta dimostrando anche con ritmi di espansione più bassi.

Su questo sfondo **i dati e i segnali** arrivati nel corso dell'estate dagli scambi di merci e da Stati Uniti, Giappone, Cina e India hanno rincorato circa le previsioni di miglioramento e graduale accelerazione. Ma hanno anche ribadito le difficoltà di Brasile e Russia, con quest'ultima in sofferenza già prima dello scontro con l'Ucraina.

La ripresa moderata e disuguale in **Eurolandia** ha registrato, invece, un **inatteso** (ma non sorprendente) **stop** che non sarà superato rapidamente. In agosto gli indicatori di fiducia e i PMI hanno segnato una marcata caduta che è poco rassicurante per l'ultima parte dell'anno.

In **Italia** più che di ritorno **in recessione** (affermazione che sul piano statistico è ineccepibile) si dovrebbe parlare del suo proseguimento, sebbene meno intenso rispetto a quanto accaduto da fine 2011 a metà 2013.

Le tessere congiunturali compongono un **mosaico non uniforme**. Ci sono alcune parti del **sistema italiano** che si sono stabilizzate (la più importante: l'occupazione), altre che si muovono in lento recupero e altre ancora che continuano ad arretrare.

L'immagine complessiva è di **assestamento**. Il rischio è di essere in presenza di una **subsidenza**.

Si può e si deve reagire tempestivamente con **misure di rilancio** della competitività e degli investimenti: i risultati arriverebbero rapidamente.

La **scarsa reattività** del Paese a condizioni finanziarie più favorevoli, all'aumento delle ragioni di scambio e alla politica di bilancio meno restrittiva si spiega in due modi.

¹ Per questi aspetti si rimanda a CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014.

In primo luogo, con la dimensione, non pienamente colta, della **decurtazione** del pur **modesto potenziale** di crescita del Paese causata dalla crisi e dalle sue lunghe code. Queste si manifestano attraverso la chiusura ancora di molte imprese e perfino la scomparsa di fette significative di comparti industriali. Nel medio periodo queste trasformazioni dovrebbero aumentare la produttività.

In secondo luogo, con la **modestia** dell'entità di quegli **impulsi**. Perciò occorre un'azione più decisa su tutte le leve di politica economica: moneta, credito, bilancio pubblico, cambio, riforme.

Per la **moneta**, il **credito** e il **cambio** la BCE ha rotto gli indugi, dimostrando di essere l'unica istituzione europea che comprenda appieno la gravità della situazione. Le briglie politiche, più che istituzionali, ai suoi interventi rimangono però molto tirate.

Rimane un rebus, che il tempo presto risolverà, capire se le **misure espansive** adottate dal Governo prima dell'estate siano efficaci.

La **Legge di Stabilità** può rafforzarle operando su cuneo fiscale e investimenti pubblici e privati.

Essendo inesistenti gli spazi di manovra sul deficit, è obbligata la strada, più difficile ma più fruttuosa, della **ricomposizione** di entrate e uscite: aumento dell'imposizione indiretta e diminuzione del costo del lavoro; risparmi sulla spesa corrente da spostare su quella in conto capitale.

Si deve partire dal **binomio competitività-investimenti**, che aiuta esportazioni e domanda interna. I consumi seguiranno velocemente. Va ricordato che l'Italia per troppi anni ha **vissuto sopra i propri mezzi** (ha un debito con l'estero pari al 32,4% del PIL) e solo di recente ha smesso di indebitarsi verso il resto del Mondo (regalando produzione e posti di lavoro altrove).

Ci sono, infine ma non ultime, le **riforme strutturali**. Quelle approvate, ma da attuare, e quelle in preparazione.

La performance messa in mostra da Irlanda e Spagna dimostra che esse pagano, anche attraverso il **ritorno di fiducia** degli investitori esteri².

L'apertura della **finestra dei bassi tassi** sui titoli pubblici, conseguita dall'operato della BCE, è a tempo. Le condizioni monetarie internazionali tenderanno a essere meno propizie con l'inversione attesa nell'orientamento della FED.

Occorre **cogliere al volo** l'opportunità, consolidando la maggiore fiducia con misure strutturali.

Il fulcro delle riforme economiche resta il **mercato del lavoro**, nei vari aspetti: flessibilità, semplificazione delle procedure, ammortizzatori contro il rischio di disoccupazione, cuneo fiscale-contributivo, dinamica retributiva, formazione.

Il lavoro è il perno del funzionamento di ogni sistema economico. Tutto ciò che ne facilita l'**impiego** e che ne arricchisce le **competenze** aumenta il potenziale di sviluppo, anche civile, della società.

Così si aiuterebbe, inoltre, ad arrestare l'**emigrazione di giovani** verso l'estero; decisione che depaupera il capitale umano.

D'altra parte, affinché le riforme si traducano in nuovi comportamenti occorre tempo. Intanto la crisi morde e causa **effetti duraturi** che mutano la stessa natura dei fenomeni e li aggravano. Per esempio, la più alta disoccupazione che diventa strutturale e le aspettative di deflazione che si radicano e si realizzano.

Tale metamorfosi deve e può essere evitata operando, oltre che dal lato dell'offerta, dal lato della **domanda**.

² Per un confronto tra le performance recenti di Italia e Spagna e le cause della divergenza, inclusa una valutazione delle riforme, si veda Goldman Sachs, *Italy versus Spain - Mind the gap*, settembre 2014.

Tornando al quadro congiunturale, l'estate ha fugato il dubbio che il miglioramento degli indicatori qualitativi, osservato a partire dal luglio 2013, si traducesse prima o poi in maggiore spesa. In luglio e agosto c'è stata una **brusca correzione** di quegli stessi indicatori. Correzione che prefigura flessione di domanda e attività nei prossimi mesi.

Il ripiegamento non riguarda, stavolta, solo l'Italia ma **tutta l'Eurozona**. Ciò non consola, perché vuol dire che l'Europa è parte del problema e non aiuta, con l'aumento della propria domanda interna, l'Italia a rimettersi in moto.

A rischio non è tanto il risultato del 2014, ormai compromesso, quanto quello del 2015.

L'esito dell'anno in corso, infatti, è **statisticamente determinato** dall'andamento dei primi due trimestri: -0,2% è la variazione acquisita, cui si somma il -0,1% dovuto al minor numero di giornate lavorative, che verrà recuperato l'anno venturo.

Se questa è la cornice, viene da chiedersi cosa possa giustificare l'aspettativa di ripartenza dell'economia e di superamento degli **ostacoli**: dall'aumentato **CLUP** che penalizza la competitività ai timori per la disoccupazione che rendono prudenti le famiglie, dall'ampia **capacità produttiva** inutilizzata alle problematiche di prezzo e di stock invenduto che inchiodano l'**edilizia residenziale**, dall'incompleto risanamento dei conti pubblici alla selettività del **credito bancario**.

È perciò importante elencare le **ragioni a favore** di un cambio di segno nella variazione del PIL nel 2015, che sarebbe la prima positiva dal 2011.

Anzitutto i fattori internazionali. La **domanda mondiale**, anche se rallentata rispetto al passato (come detto sopra) e frenata dall'Europa, sta accelerando.

Il CSC, infatti, stima che l'incremento del commercio internazionale passi dal 2,6% di quest'anno (2,7% nel 2013) al 4,0% nel 2015, grazie alla maggiore **crescita americana** (dal 2,1% al 3,1%) e degli **emergenti** (dal 4,5% al 4,9%), mentre l'Eurozona rimane ferma (da +0,6% a +0,8%).

L'**euro** è sceso dai massimi e tenderà ulteriormente a perdere quota: per impostazione il CSC lo fissa a 1,30 il prossimo anno, dall'1,35 medio di questo. Il **prezzo del petrolio**, invece, non darà una mano ma nemmeno sarà di impedimento, stabilizzandosi in euro (in dollari va da 107 a 104 al barile).

Molto importante è l'orientamento che prevarrà in Europa sull'**interpretazione** del Patto di stabilità e crescita. In mancanza di informazioni precise, il CSC non incorpora nello scenario economico radicali cambiamenti di impostazione.

Va rilevato che la composizione della **nuova Commissione europea** e le recenti prese di posizione tedesche formano una diga all'auspicato spostamento della politica europea verso la flessibilità e il coordinamento delle politiche di bilancio.

Il raffronto tra le **strade diverse** imboccate da USA ed Eurozona nella gestione della crisi e tra i risultati ottenuti dice con chiarezza quale abbia avuto successo e quale abbia fallito. Negli USA la priorità è al sostegno della domanda interna, con tutti i mezzi, e al preliminare risanamento delle banche.

Nell'Eurozona prima di tutto si è chiesto di mettere in ordine i conti pubblici, nella fase in cui i privati stavano aggiustando i propri. Inoltre, è mancata per troppo tempo una ricetta unitaria per sostenere i **sistemi bancari**, cosicché il credit crunch è stato più feroce non dove le banche erano più fragili, ma nei sistemi più penalizzati dalle scelte restrittive sulle finanze pubbliche.

Oggi il PIL USA è del 6,7% sopra i livelli pre-crisi e viaggia verso una **solida ripresa** nel 2015. Quello dell'Eurozona è del 2,4% inferiore e non è garantito un miglioramento nel corso dell'anno prossimo, in assenza della svolta di politica economica indicata dal Presidente BCE, Mario Draghi³.

Anche **all'interno del Paese** ci sono ragioni per prevedere un cambio di rotta dell'economia.

³ Mario Draghi, *Unemployment in the euro area*, 22 agosto 2014.

In primo luogo, il mutamento nelle **condizioni monetarie e creditizie** e la diminuzione del costo del denaro, avvenuta e nella pipeline.

Le ultime misure della BCE puntano a favorire i **prestiti** al settore privato, attraverso i nuovi meccanismi di erogazione della liquidità e il capitale delle banche liberato con le cartolarizzazioni.

Il completamento della valutazione dei bilanci bancari (che è in dirittura d'arrivo) rimuoverà la **diffidenza** verso e tra istituzioni creditizie, migliorerà il funzionamento dell'interbancario e renderà più facile la raccolta di fondi.

Sono tutti progressi che tendono ad allentare il credit crunch. Una prima **indicazione positiva** in tal senso è emersa nei dati di giugno e luglio, con l'arresto della caduta dei prestiti alle imprese.

Ci sono poi gli effetti dei **provvedimenti adottati** dal Governo: pagamenti dei debiti della PA, riduzione IRPEF sui redditi bassi, maggiore attivazione di investimenti pubblici. E c'è l'atteso impatto dell'**EXPO**.

Il CSC perciò punta sul **ritorno alla crescita** del PIL italiano dal primo trimestre del 2015 e a tassi di incremento trimestrali dell'1,2% annualizzato.

Un ritmo che deve essere accresciuto per risollevarne l'Italia e rimuovere le conseguenze economiche e sociali della crisi. Perciò rimane **urgente agire** con la Legge di Stabilità e le riforme nelle direzioni sopra indicate.

In sintesi, con il nuovo set di informazioni il CSC prevede un calo del **PIL** dello 0,4% nel 2014 e un incremento dello 0,5% nel 2015.

I **consumi** delle famiglie sono in aumento in entrambi gli anni: +0,1% e +0,5%. E lo stesso le **esportazioni**: +1,8% e +3,2%.

Gli **investimenti**, invece, calano ancora nel 2014 (-2,3%) e ripartono nel 2015 (+0,8%, con il +1,4% dei macchinari e mezzi di trasporto).

Anche l'**occupazione** scende ulteriormente quest'anno (-0,6%) e risale il prossimo (+0,2%), mentre il tasso di disoccupazione rimane stabile ai livelli già raggiunti all'inizio del 2014 (12,5%).

Il **deficit pubblico** si mantiene entro i limiti imposti dai vincoli europei (3,0% del PIL nel 2014 e 2,9% nel 2015). Il debito pubblico in rapporto al PIL continua a lievitare: 137,0% nel 2014 (132,6% nel 2013) e 137,9% nel 2015.

Per i conti pubblici non si tratta di un vero peggioramento, ma del **riflesso** del quadro congiunturale. L'indebitamento netto strutturale scende l'anno prossimo a un ritmo adeguato (dall'1,0% del PIL del 2014 allo 0,6%).

Pesano le **pressioni deflazionistiche**, che piegano all'ingiù la dinamica dei prezzi. Quelli al consumo aumentano dello 0,3% quest'anno e dello 0,5% il prossimo. Nonostante l'aumento delle **retribuzioni** (oltre il 2% annuo nell'industria in senso stretto) e del CLUP. Si assottigliano quindi ulteriormente i margini delle imprese.

La ripresa **sta in noi**. Nelle politiche economiche e nelle riforme strutturali per sollecitare la **reazione** delle famiglie e delle imprese e farle tornare ad avere fiducia e a investire nel futuro.

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

PIL: recupero nel 2015

Il CSC stima una variazione del PIL italiano di -0,4% quest'anno e un incremento dello 0,5% nel 2015.

Con il calo del 2014, l'economia italiana registra il terzo arretramento consecutivo, seppure molto più contenuto dei due precedenti.

Il recupero nel 2015 sarà sostenuto da diversi fattori: l'accelerazione del commercio internazionale, l'impatto positivo derivante da EXPO 2015, il tasso di cambio più favorevole, la persistenza dell'ampio *output gap*, l'allentamento del *credit crunch*, la riduzione del costo del denaro, l'effetto ritardato di alcuni provvedimenti governativi e l'allentamento delle tensioni geopolitiche, soprattutto tra Russia e Ucraina.

Il risultato del 2014 è statisticamente quasi interamente determinato: la variazione acquisita al secondo trimestre è -0,25% e il diverso numero di giorni lavorativi (due in meno quest'anno rispetto al 2013) incide per -0,07 punti (-0,32% in totale). Nel 2015 si avrà un impatto positivo dovuto al

calendario (tre giorni lavorativi in più rispetto al 2014 valgono +0,14% sulla media annua) e il recupero avverrà a un ritmo medio trimestrale annualizzato dell'1,2%, che rappresenta un risultato non ovvio per l'economia italiana. Grava sulla variazione dell'anno prossimo il trascinarsi negativo ereditato dal 2014 (-0,2 punti).

Ancora in recessione

L'Italia non è, di fatto, uscita dalla recessione, la seconda dall'inizio della crisi. La contrazione del PIL è iniziata nel terzo trimestre del 2011 e si è protratta fino al quarto trimestre del 2013, quando vi è stato un marginale recupero dell'attività (+0,1% congiunturale). È ricominciata, in modo meno marcato, nel 2014: nel primo trimestre il PIL è diminuito dello 0,1% per il contributo negativo di investimenti e scorte, a fronte del sostegno di esportazioni nette e consumi delle famiglie, aumentati per la prima volta in tre anni; nel secondo è calato dello 0,2%, con il contributo negativo degli investimenti e della domanda estera netta, mentre scorte e spesa delle famiglie hanno contribuito positivamente.

Tabella 1.1

| Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %) | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Prodotto interno lordo | -2,4 | -1,9 | -0,4 | 0,5 |
| Consumi delle famiglie residenti | -4,0 | -2,6 | 0,1 | 0,5 |
| Investimenti fissi lordi | -8,0 | -4,7 | -2,3 | 0,8 |
| <i>di cui: in costruzioni</i> | -6,1 | -6,7 | -2,7 | 0,2 |
| Esportazioni di beni e servizi | 2,1 | 0,1 | 1,8 | 3,2 |
| Importazioni di beni e servizi | -7,0 | -2,8 | 1,6 | 3,0 |
| Saldo commerciale ¹ | 1,1 | 2,4 | 2,8 | 2,9 |
| Occupazione totale (ULA) | -1,1 | -1,9 | -0,6 | 0,2 |
| Tasso di disoccupazione ² | 10,7 | 12,2 | 12,5 | 12,5 |
| Prezzi al consumo | 3,0 | 1,2 | 0,3 | 0,5 |
| Retribuzioni totale economia ³ | 1,2 | 1,4 | 1,1 | 1,0 |
| Saldo primario della PA ⁴ | 2,5 | 2,2 | 2,1 | 2,0 |
| Indebitamento della PA ⁴ | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 2,9 |
| Debito della PA ⁴ | 127,0 | 132,6 | 137,0 | 137,9 |

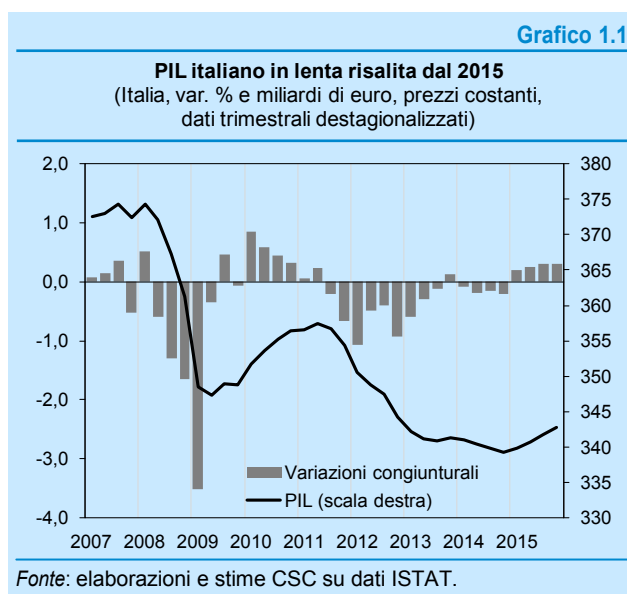
¹ Fob-fob, valori in percentuale del PIL; ² valori percentuali; ³ per ULA; ⁴ valori in percentuale del PIL.

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

Si tratta, quindi, di variazioni contenute che assomigliano più a una stagnazione-assesamento che a un vero e proprio nuovo arretramento.

Il PIL ha comunque toccato un nuovo minimo, tornando al livello del primo trimestre del 2000 (misurato in valori costanti). La distanza dal picco pre-crisi (terzo trimestre 2007) è arrivata al -9,1%.

L'inaspettato calo del PIL nel secondo trimestre (-0,2% congiunturale, contro il +0,3% previsto dal CSC) è andato in direzione opposta rispetto a quanto lasciavano intendere gli indicatori qualitativi. E costringe a rivedere al ribasso la stima elaborata in giugno per il 2014 (+0,2%). Inoltre, nelle nuove previsioni del CSC i successivi due trimestri del 2014 registreranno nuovi cali (-0,2% sia nel terzo sia nel quarto). Tale dinamica è suggerita dal dato molto negativo della produzione industriale in luglio (-1,0% su giugno; -0,9% l'acquisito per il terzo trimestre) e dal brusco ripiegamento in luglio e agosto degli indicatori congiunturali qualitativi; se, infatti, quando questi indicatori miglioravano i dati effettivi delle variabili a essi correlate (consumi, investimenti, produzione industriale) mostravano un profilo piatto o addirittura cedente, è ragionevole supporre che, a fronte di un calo della fiducia e delle attese di famiglie e imprese e delle valutazioni dei manager degli acquisti, l'andamento di quelle stesse variabili sia in peggioramento (si veda il riquadro *PIL italiano: invariato nel 2014? Una previsione rosea*). Il ritorno a variazioni positive è rinviato al primo trimestre del 2015 (+0,2%), cui seguirà una modesta accelerazione (Grafico 1.1).



Anche per il 2015 la previsione di crescita media annua è stata abbassata dal CSC rispetto alla precedente stima (+1,0%), essenzialmente perché il trascinarsi dal 2014 al 2015 è ora più basso, essendo passato da +0,3% a -0,3%.

Le più recenti indagini qualitative concordano nel rilevare nei mesi estivi un contesto economico generale più sfavorevole e non lasciano intravedere un'imminente inversione di tendenza.

Peggiorano gli indicatori congiunturali

Gli indicatori di fiducia, che avevano mostrato un deciso miglioramento dall'estate del 2013 e fino alla scorsa primavera (raggiungendo i valori più elevati quantomeno dalla prima metà 2011), hanno registrato sin da giugno un repentino calo, più rapido tra i consumatori. Ciò conferma le persistenti difficoltà di uscita dalla crisi a sette anni dal suo inizio.

Il PMI composito (che sintetizza i PMI manifatturiero e dei servizi) è calato in agosto a 49,9 (da 53,1 di luglio; Grafico 1.2), tornando in area di contrazione per la prima volta dal novembre 2013. Nella media luglio-agosto l'indice è sceso di 1,7 punti rispetto al secondo trimestre 2014 (51,5 da 53,2).

L'indice PMI manifatturiero in agosto ha toccato il livello più basso da 15 mesi, portandosi al di sotto della soglia di neutralità (49,8 da 51,9); il suo calo è stato trainato soprattutto dalle componenti produzione (50,3 da 53,7) e occupazione (49,0 da 51,6), ai minimi, rispettivamente, da maggio e novembre 2013. Pur in ulteriore discesa dopo il picco triennale raggiunto in

maggio, la componente nuovi ordini continua a registrare un buon incremento sui mercati esteri (53,0 da 54,7), mentre segnala grande debolezza sul fronte interno.

Il PMI dei servizi è rimasto in area espansiva tra aprile e luglio (avendo toccato in marzo il massimo da 43 mesi) ma in agosto è ritornato poco al di sotto di 50, intorno ai valori di gennaio, segnalando una dinamica dell'attività sostanzialmente nulla. Nella media del bimestre luglio-agosto è diminuito di 0,9 punti rispetto ai livelli del secondo trimestre 2014 (51,3 da 52,2); nei mesi estivi la componente nuovi ordini è scesa a un livello coerente con un fiacco incremento (51,5 da 53,3): ciò preannuncia un ulteriore rallentamento dell'attività terziaria nei mesi autunnali.

Le previsioni degli operatori sull'attività dei servizi nei prossimi dodici mesi sono meno favorevoli di quanto rilevato nei mesi precedenti, ma continuano a essere improntati a moderato ottimismo (63,1 da 68,9, minimo da otto mesi); l'indice rimane comunque al di sotto della media di lungo termine (70,7).

Le rilevazioni sulla fiducia di famiglie e imprese evidenziano in Italia un netto e generalizzato peggioramento delle valutazioni, dopo i picchi triennali raggiunti nei mesi primaverili.

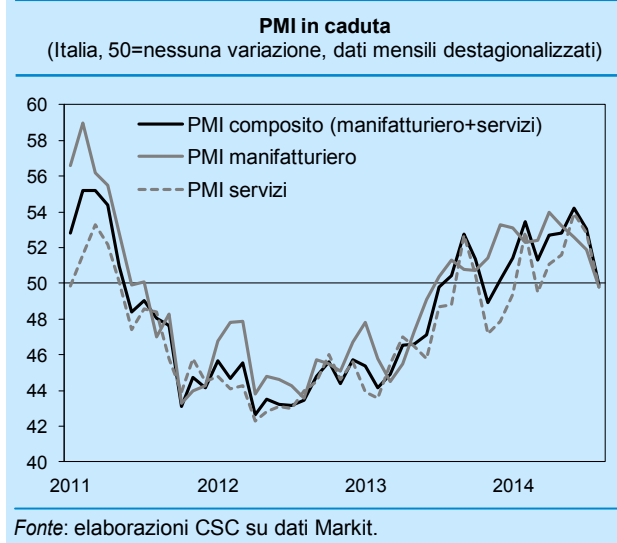
L'indicatore composito di sentimento economico elaborato dalla Commissione europea è diminuito in agosto di 4,1 punti (97,8 da 101,9), scendendo al minimo da gennaio (-1,0 punti nell'ultimo bimestre rispetto al secondo trimestre).

In ripiegamento anche l'indicatore relativo all'intera Eurozona (-1,5 punti in agosto su luglio) e alle altre principali economie (-1,9 in Germania, -0,6 in Francia), con l'unica eccezione della Spagna dove è rimasto invariato nell'ultimo mese.

In Italia il calo dell'indicatore è diffuso a tutti i settori ed è più marcato nelle costruzioni (-5,8 punti). Riduzioni consistenti si sono avute nell'industria (-4,0), nel commercio al dettaglio e nei servizi (-2,3 in entrambi) e tra i consumatori (-1,8). C'è da rilevare che solo nelle costruzioni l'indice di fiducia è rimasto, al di là delle oscillazioni mensili, sui livelli minimi dall'inizio del 2010; negli altri comparti la fiducia era risalita (fino alla scorsa primavera) intorno ai valori toccati nella prima metà del 2011 e, nel caso dei consumatori, ben al di sopra di questi.

Questo peggioramento degli indicatori di fiducia è essenzialmente dovuto al ridimensionamento delle prospettive di breve termine sia delle imprese sia delle famiglie. In particolare, nell'industria si sono registrate aspettative meno favorevoli sui livelli di produzione a tre mesi (soprattutto nei beni intermedi) e un aumento delle giacenze di prodotti finiti (specie nei beni di consumo). Al calo nelle costruzioni hanno contribuito il peggioramento dei giudizi sul portafoglio ordini e sui piani di costruzione e la forte diminuzione delle aspettative a breve sull'occupazione; un marginale miglioramento si è avuto, invece, nelle attese sugli ordini. Nei servizi di mercato, il calo dell'indice generale è attribuibile in gran parte all'arretramento delle aspettative sull'economia in generale; nel commercio al dettaglio, invece, è dovuto alla riduzione di giudizi e attese sulle vendite.

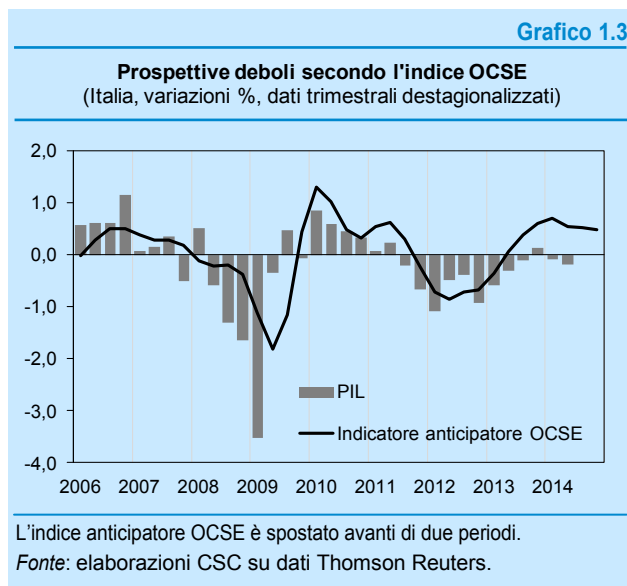
Grafico 1.2



Tra i consumatori la minore fiducia è derivata da opinioni più sfavorevoli sulla situazione attuale e futura dell'economia italiana e, in misura minore, da quelle sulle condizioni del mercato del lavoro; un marcato arretramento ha riguardato le valutazioni sull'acquisto di beni durevoli.

Indicazioni di debolezza vengono anche dall'indicatore anticipatore OCSE, che traccia le svolte del ciclo circa un semestre prima che si realizzino. Il suo recupero è iniziato nel quarto trimestre 2012 e ha portato a un incremento cumulato del 3,3% fino al secondo trimestre 2014. Poiché tale anticipatore è costruito sulla base di una serie di indici che includono anche la fiducia di imprese e famiglie, ha risentito anch'esso della minore capacità di questi ultimi di cogliere nell'ultimo anno le dinamiche dell'economia reale.

Alla risalita del *leading* OCSE, che ha continuato a registrare variazioni congiunturali positive fino al secondo trimestre di quest'anno, non si è associato, infatti, un recupero del PIL ma soltanto la sua minore contrazione e poi una sostanziale stagnazione. Negli ultimi tre trimestri l'anticipatore OCSE ha registrato un ritmo di aumento decrescente. Tale dinamica non lascia prevedere un'inversione positiva entro la fine di quest'anno (Grafico 1.3).



PIL italiano: invariato nel 2014? Una previsione rosea

La dinamica del PIL italiano è tornata negativa nei primi due trimestri del 2014, dopo che a fine 2013 si era registrato un temporaneo arresto della prolungata caduta iniziata più di due anni prima.

La variazione acquisita per il 2014 è ora pari a -0,2%: questa è la contrazione che si otterrebbe per l'anno in corso se nel terzo e nel quarto trimestre la variazione del PIL fosse nulla; ma, stando alle informazioni disponibili, l'ipotesi di un PIL piatto appare ottimistica. Per ottenere un risultato migliore nella media del 2014 occorrerebbe un aumento (più o meno sensibile) nella seconda metà dell'anno.

In questo esercizio statistico sono state prese a riferimento quattro diverse previsioni per il 2014 e ipotizzate le variazioni (più ragionevoli tra le infinite possibili) che si dovrebbero verificare nel terzo e nel quarto trimestre per raggiungere un determinato risultato annuo.

Oltre alle stime del CSC qui presentate (-0,4% sul 2013), sono state considerate quelle CSC di giugno (+0,2%), le previsioni del Governo (+0,8%, rilasciate in aprile) e, infine, l'ipotesi di un PIL fermo sui livelli dello scorso anno.

Gran parte della performance del PIL per quest'anno è già stata determinata dal trascinarsi ricevuto dal 2013 e dall'andamento nei primi due trimestri. La variazione acquisita

per il 2014 a tutto il secondo trimestre è di -0,2%: questa riduzione è il frutto di una variazione nulla ereditata dal 2013 e delle contrazioni registrate nei primi due trimestri¹.

Per chiudere il 2014 con un livello di PIL almeno pari a quello del 2013 sarebbe necessaria una variazione congiunturale dello 0,3% nel terzo trimestre e di almeno lo 0,2% nell'ultimo. Per raggiungere, invece, un progresso annuo dello 0,2%, previsto dal CSC nel giugno scorso prima che fosse noto l'andamento nel secondo trimestre², la dinamica trimestrale dovrebbe essere molto più sostenuta: +0,6% nel terzo e +0,5% nel quarto trimestre.

Conseguire l'incremento stimato dal Governo nel DEF di aprile (+0,8%) comporterebbe variazioni molto più positive negli ultimi due trimestri dell'anno: rispettivamente +1,4% e +1,3%. Il CSC, invece, ipotizza un profilo trimestrale marginalmente negativo (-0,2%) nei mesi estivi e in quelli autunnali (Tabella A).

Quanto sono probabili queste diverse ipotesi? Stando alle informazioni disponibili, l'eventualità di un incremento del PIL nel terzo e nel quarto trimestre appare remota.

Le congetture che si possono fare sul trimestre in corso e sul successivo, in assenza di indicatori di attività effettiva, derivano principalmente dalle valutazioni di imprenditori e consumatori riportate nelle indagini sulla fiducia svolte mensilmente dall'ISTAT e dal PMI calcolato da Markit.

Dall'inizio dell'estate gli indicatori qualitativi hanno iniziato a peggiorare: la fiducia delle famiglie è diminuita di 4,2 punti in tre mesi, dopo aver raggiunto in maggio il massimo da gennaio 2010; quella delle imprese manifatturiere è scesa di 4,0 punti dal picco triennale di maggio; gli indici PMI di manifatturiero e servizi hanno mostrato la stessa tendenza calante fino a tornare in agosto in area di recessione. Le attese delle imprese sono meno positive rispetto ai mesi scorsi e anticipano una dinamica peggiore in autunno.

Variazioni trimestrali negative in estate e autunno appaiono ancor più probabili alla luce del fatto che gli indicatori qualitativi si sono rivelati negli ultimi trimestri meno efficaci che in passato nel rappresentare e anticipare le dinamiche reali³. A fronte del miglioramento della fiducia di imprese e famiglie in atto dall'estate del 2013, produzione industriale, consumi e investimenti hanno invece registrato una dinamica piatta o negativa.

Se con una fiducia che aumentava fino a toccare buoni livelli i dati effettivi avevano continuato a indicare recessione (seppure più attenuata) o una sostanziale stagnazione, è ragionevole pensare che in presenza di un ripiegamento della fiducia verso valori più bassi la dinamica delle variabili effettive peggiori.

Tabella A

PIL italiano: 4 scenari alternativi per la seconda metà del 2014
(Var. % congiunturali, prezzi costanti, dati trimestrali destagionalizzati)

| | CSC settembre 2014 | CSC* giugno 2014 | Governo* aprile 2014 | Variazione nulla |
|--------------------|--------------------------|------------------------|----------------------------|---------------------|
| 3° trimestre | -0,2 | 0,6 | 1,4 | 0,3 |
| 4° trimestre | -0,2 | 0,5 | 1,3 | 0,2 |
| Var. % media annua | -0,4 | 0,2 | 0,8 | 0,0 |

* Var. trimestrali necessarie oggi per ottenere la variazione annua indicata.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

¹ Va ricordato che la variazione congiunturale nel primo trimestre di ciascun anno pesa per 4/4 sulla dinamica dell'intero anno, quella del secondo trimestre per 3/4, quella del terzo per 2/4 e quella del quarto per 1/4. Al secondo trimestre di ogni anno, quindi, gran parte della variazione media annua è già acquisita.

² Si veda CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014.

³ Le valutazioni di imprese e famiglie nella seconda recessione si sono rivelate eccessivamente ottimistiche rispetto alla dinamica effettiva degli indicatori cui si riferiscono. Si veda il riquadro *Indicatori qualitativi e dati effettivi: in Italia legame meno stretto*, in CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014.

Consumi in risalita

La spesa delle famiglie, dopo essere diminuita per tre anni consecutivi (-6,9% il calo cumulato tra il 2010 e il 2013), secondo il CSC registrerà un piccolo incremento nel 2014 (+0,1%) e accelererà nel 2015 (+0,5%).

La diminuzione dei consumi delle famiglie è iniziata nel primo trimestre del 2011 ed è proseguita per dieci trimestri, raggiungendo la maggiore intensità nel primo 2012 (-1,7% congiunturale). La contrazione si è fermata nel terzo e quarto trimestre del 2013, quando si è avuta una variazione congiunturale nulla; nei primi due trimestri del 2014 si sono avute variazioni positive (+0,1% in ciascun periodo), grazie soprattutto all'aumento degli acquisti di beni durevoli (+1,5% cumulato nei sei mesi).

È ora di -7,8% la flessione dei consumi rispetto al terzo trimestre 2007, picco pre-crisi, quasi tutta avvenuta proprio a partire dal 2011.

È probabile che il recupero dei consumi prosegua anche nel terzo trimestre, benché lentamente. Le indicazioni a tutt'oggi disponibili sono miste: a favore di una dinamica ancora positiva sono le immatricolazioni di auto, aumentate dell'1,6% in luglio-agosto rispetto al trimestre precedente, proseguendo lungo la tendenza positiva in atto sin dalla scorsa estate (Grafico 1.4).

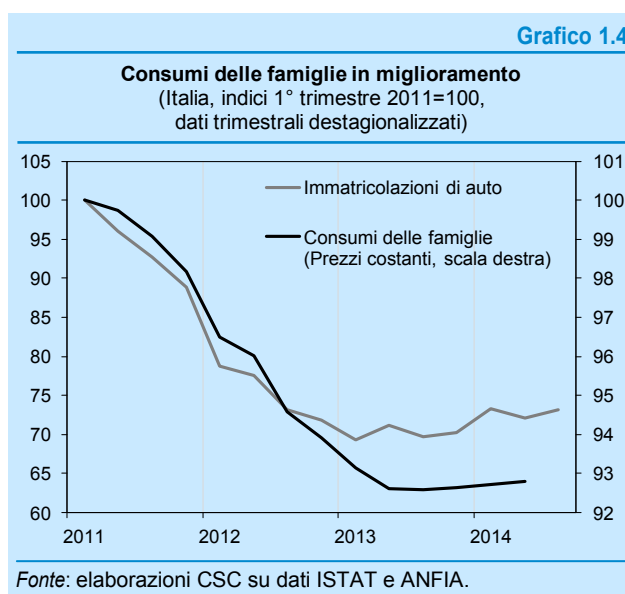
Il calo della fiducia delle famiglie e l'aumento dell'incertezza provocano, invece, una maggiore prudenza nella gestione del bilancio familiare.

Tra le componenti dell'indice di fiducia che influenzano maggiormente le decisioni di spesa, quella relativa all'opportunità attuale di acquisti di beni durevoli ha registrato un forte arretramento (il saldo dei giudizi è diminuito di 20 punti in tre mesi), mentre quella che riguarda la situazione economica della famiglia è rimasta sostanzialmente invariata.

In prospettiva, inoltre, indicazioni meno favorevoli sui consumi emergono dalle valutazioni delle imprese produttrici di beni di consumo: i loro giudizi sugli ordini interni sono diminuiti nel bimestre luglio-agosto (-33,5 il saldo da -29,0 nel trimestre precedente).

Un sostegno alla dinamica dei consumi, sia quest'anno sia il prossimo, viene: dall'evoluzione delle retribuzioni reali (+1,3% cumulato nel biennio); dall'allentamento del *credit crunch*, già in atto negli ultimi mesi, con i prestiti erogati alle famiglie che hanno mostrato i primi incrementi; dalle misure introdotte recentemente dalla BCE che agiranno da ulteriore stimolo l'anno prossimo. Inoltre, i provvedimenti governativi di sostegno al reddito, una volta resi permanenti, contribuiranno a rafforzare la dinamica della spesa delle famiglie, soprattutto nel 2015.

Un freno viene invece dall'attesa normalizzazione della propensione al risparmio delle famiglie, che era pari al 13,2% nel secondo trimestre 2008 e aveva toccato il minimo storico al 7,7% nel secondo 2012, raggiungendo poi il 10,2% a fine 2013 e ripiegando al 10,0% a inizio 2014¹.



¹ È misurata dalla quota del risparmio lordo sul reddito disponibile.

Contribuiscono a limitare un più ampio recupero dei consumi privati le difficoltà ancora persistenti nel mercato del lavoro, con il numero di occupati che è previsto rimanere sostanzialmente invariato fino al prossimo anno.

Investimenti in calo

Gli investimenti sono la componente della domanda che registra la dinamica peggiore nell'orizzonte previsionale. Secondo il CSC diminuiscono per il quarto anno consecutivo nel 2014 (-2,3%) e tornano ad avere una variazione positiva nel 2015 (+0,8%). Gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto calano nell'anno in corso (-1,8%) e aumentano il successivo (+1,4%), grazie anche alle misure di incentivo approntate dal Governo; stesso profilo per quelli in costruzioni, che continuano ad arretrare nel 2014 (-2,7%) e ripartono lentamente nel 2015 (+0,2%), interrompendo così la caduta iniziata nel 2008 (-30,2% cumulato fino al 2014).

Nel 2015 gli investimenti totali risulteranno inferiori ancora del 24,8% rispetto al 2007. Tale riduzione agisce negativamente sul potenziale di crescita (si veda il riquadro *L'illusione della ripresa parte dalle stime sul potenziale*).

Le indicazioni provenienti dalle indagini qualitative non lasciano intravedere a breve una dinamica positiva della spesa in beni capitali.

La fiducia delle imprese è calata nei mesi estivi, come già accennato, e l'incertezza sull'evoluzione futura della domanda spinge le imprese a rinviare i piani di investimento.

Il saldo dei giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni strumentali è rimasto sostanzialmente stabile nel bimestre luglio-agosto rispetto al secondo trimestre 2014 (-39 da -39,3, -45 nel primo).

Migliori condizioni di finanziamento e prospettive più favorevoli nel 2015 agiranno a favore di una ripresa dei progetti di investimento delle imprese.

Produzione fiacca

La dinamica della produzione nell'industria in senso stretto in Italia è sostanzialmente piatta da inizio 2013 su livelli inferiori di circa il 24% rispetto a quelli pre-crisi.

L'attività è calata dello 0,1% nel primo trimestre e dello 0,4% nel secondo. In luglio la produzione è tornata a diminuire (-1,0%), dopo il rimbalzo in giugno (+0,8%). L'acquisito nel trimestre è di -0,9%.

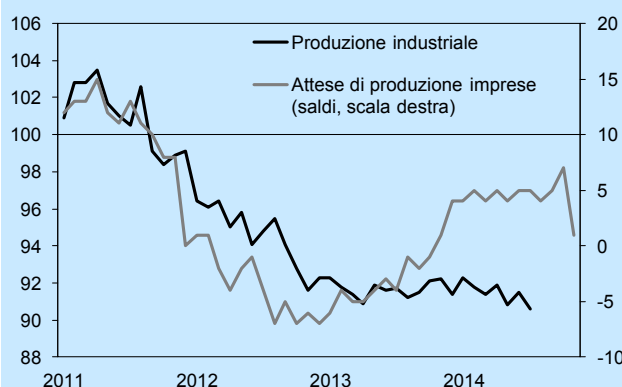
Le attese degli imprenditori sono improntate a un maggior pessimismo e ciò prelude a una dinamica ancora molto fiacca nei prossimi mesi (Grafico 1.5).

È proseguita senza interruzioni, invece, la caduta della produzione nelle costruzioni: -2,4% nel primo trimestre 2014, dopo il -4,2% nel quarto; il secondo trimestre ha un acquisito di -0,5% a maggio.

Fiducia e attese degli imprenditori edili sono in calo e non lasciano presagire miglioramenti. Dal picco pre-crisi (gennaio 2008) l'attività è sotto del 42,9%.

Grafico 1.5

Nell'industria attese peggiori
(Italia, indice e saldi delle risposte, dati mensili destagionalizzati)



Le attese di produzione sono spostate avanti di tre mesi.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

L'illusione della ripresa parte dalle stime sul potenziale

Secondo il CSC, a fine 2015 il PIL dell'Italia sarà ancora del 4,2% sotto il potenziale stimato dalla Commissione europea e ben del 17,1% sotto il livello che esso avrebbe raggiunto seguendo il trend di crescita registrato dal 1990 al 2007 (Grafico A). Il divario dal potenziale, che sembrava avviato a chiudersi in tempi relativamente brevi (era passato dal -3,5% del 2009 al -1,4% del 2011), è invece tornato ad ampliarsi nel 2012 (-2,9%) e 2013 (-4,2%) e non è atteso ridursi né nel 2014, né nel 2015. Cosa sta determinando questa dinamica? Dalla risposta discendono rilevanti conseguenze.

La mancata riduzione del gap, infatti, può essere dovuta sia a una sovrastima del potenziale di crescita sia a una crescita effettiva frenata da fattori contingenti. Nel secondo caso, la rimozione di quei fattori ridarebbe slancio al PIL, sebbene la permanenza lontano dal potenziale tenda ad abbassare quest'ultimo. Nel primo caso, invece, le implicazioni sarebbero ben più pesanti: andrebbero, infatti, ridimensionati sia il tasso di crescita del sistema economico nel medio e lungo periodo, abbassando quindi sistematicamente le stime di incremento futuro del PIL, sia la rapidità con cui esso potrebbe risalire verso il potenziale. Un minor *output gap* negativo, infatti, riduce lo spazio per ritmi di incremento elevati del PIL nella fase in cui le risorse inutilizzate del sistema vengano reimpiegate, determinando così il rimbalzo dell'attività produttiva.

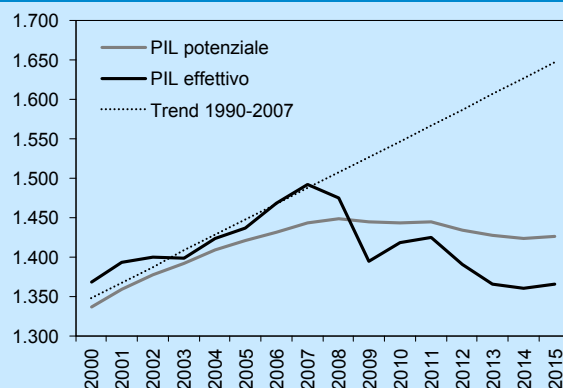
La stima della crescita potenziale gioca, dunque, un ruolo importante nell'orientare l'interpretazione congiunturale e le valutazioni sulle prospettive dell'economia. I ripetuti errori di previsione che si sono susseguiti negli ultimi anni, ma soprattutto dalla seconda metà del 2013, potrebbero essere ricondotti proprio alla sovrastima del PIL potenziale, nel livello e nella dinamica. Se ciò fosse vero, l'Italia si collocherebbe su un sentiero di sviluppo ancora meno favorevole di quello fin qui immaginato.

Le ultime stime dell'*output gap* per l'Italia effettuate dagli organismi nazionali e internazionali continuano, infatti, a concordare nel segnalare un seppur lento riemergere del Paese dalla fase di progressiva erosione di capacità produttiva iniziata nel 2009. Le proiezioni di crescita potenziale per il 2015 variano tra un +0,1% della Commissione europea e dell'FMI a un +0,3% dell'OCSE; per il 2014 gli stessi enti indicano, rispettivamente -0,2%, -0,1% e zero. Ciò giustificerebbe un'accelerazione della crescita effettiva.

Sebbene rivestano un ruolo chiave per la valutazione delle posizioni cicliche, delle previsioni e dei saldi strutturali dei conti pubblici, le stime di PIL potenziale e *output gap* sono caratterizzate da un alto grado di incertezza metodologica (che si usino tecniche statistiche o strutturali), che li espone a frequenti e significative correzioni per il passato e nelle previsioni. A partire dal 2009, per esempio, le stime della variazione del PIL potenziale italiano relative all'anno 2014 effettuate in aprile e ottobre di ogni anno dall'FMI sono state riviste radicalmente, leggermente al rialzo dal 2009 al 2010, fortemente al ribasso successivamente, dal +0,7% al -0,1% (Grafico B).

Grafico A

Italia lontana dal potenziale
(Miliardi di euro a prezzi 2005)



Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime Commissione europea.

Tale revisione all'ingiù potrebbe continuare, implicando che l'arretramento del PIL registrato da metà 2011 abbia provocato e stia provocando ulteriori perdite irreversibili della capacità produttiva.

Un rischio concreto ed elevato. Così come forte è l'incidenza delle componenti non direttamente osservabili che agiscono su livello e dinamica del potenziale. La quantificazione del contributo strutturale del fattore lavoro è, in particolare, soggetta ad ampi margini di interpretazione (si pensi alla misurazione del capitale umano), a differenza di quanto avviene per lo stock di capitale, le cui stime vengono comunque regolarmente riviste e aggiornate.

Per esempio, la stima fornita dalla Commissione europea sul tasso di disoccupazione strutturale (il cosiddetto NAWRU, *Non Accelerating-Wage Rate of Unemployment*, il tasso di disoccupazione al di sopra del quale l'aumento dei salari non accelera) è passata per l'Italia dal 7,9% del 2008 all'11,0% nel 2014, incorporando il fatto che una parte consistente dell'incremento dei senza lavoro sta acquistando natura strutturale¹. Peraltro, tali stime non incorporano la perdita di competenze, impiegabilità e motivazione, nonché il ruolo del crescente disallineamento tra qualifiche richieste e offerte, che il protrarsi della crisi ha causato e sta ancora causando.

¹ Si veda il riquadro *Disoccupati di lunga durata: quanti e chi sono*, in CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014.

Crescita moderata per export e import Secondo le stime del CSC le esportazioni di beni e servizi aumentano, in volume, dell'1,8% nel 2014 e del 3,2% nel 2015. Le importazioni tornano a crescere dopo due anni di contrazione: +1,6% nel 2014 e +3,0% nel 2015. L'export netto offre un marginale contributo positivo al PIL pari a 0,1 punti percentuali nel 2014 e a 0,2 nel 2015.

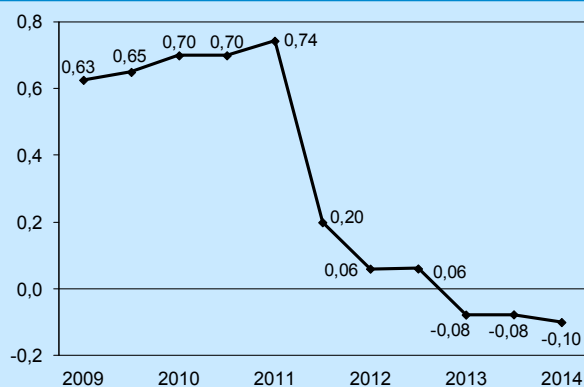
Le importazioni sono ripartite nel secondo trimestre (+1,0%) dopo lo stop nel primo (-0,1%). Alla crescita degli acquisti all'estero di beni (+0,3% nel primo e +1,5% nel secondo) si contrappone la caduta di quelli di servizi (-2,0% e -1,3%). L'aumento acquisito per il 2014 è pari all'1,0%.

Nel dettaglio per tipologia di merci, nella media aprile-maggio (ultimi dati disponibili) è aumentato l'import in volume di beni di consumo (+1,2% sul primo trimestre), investimento (+1,7%) ed energetici (+8,7%); in controtendenza il comparto degli input intermedi (-3,5%). La crescita degli acquisti di energia ha parzialmente controbilanciato la caduta nel primo trimestre (-13,6%).

Debole la dinamica delle esportazioni nella prima metà del 2014: +0,1% congiunturale sia nel primo sia nel secondo trimestre. È il combinato di un moderato aumento delle vendite all'estero di beni (+0,5% nel primo trimestre e +0,4% nel secondo) e di un calo di quelle di servizi (-1,9% e -1,1%). Nei primi sei mesi del 2014 l'aumento acquisito è dell'1,5%.

Grafico B

L'FMI rivede all'ingiù?
(Stime del tasso di crescita potenziale relativo al 2014 effettuate in aprile e ottobre degli anni indicati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime FMI.

In particolare, l'export di merci è stato sostenuto dal buon andamento delle vendite intra-Area euro (+1,1% nel primo trimestre e +0,6% in aprile-maggio). È stata invece negativa, nel complesso, la variazione di quelle extra-Area (-0,8% nel primo trimestre e +0,3% nel secondo; Grafico 1.6).

La performance dell'export è strettamente legata a quella della domanda potenziale, ossia alla crescita delle importazioni nei diversi mercati di destinazione dei beni italiani: vivace la domanda potenziale intra-Area (+0,8% sia nel primo sia nel secondo trimestre), molto frenata quella extra-Area (+0,3% e +0,1%).

Le prospettive per la seconda metà dell'anno sono deboli, a causa sia del rallentamento dell'Area euro sia della minor crescita, rispetto al passato, della domanda dei paesi emergenti. Inoltre, la crisi tra Russia e Ucraina, oltre a propagare incertezza nei paesi partner, mette a rischio l'accesso a due mercati di destinazione che assorbono complessivamente il 3,3% dell'export italiano (si veda il riquadro *Gli effetti della crisi russo-ucraina sull'export italiano*).

Un rallentamento della crescita dell'export è atteso anche in base agli indicatori qualitativi. La componente ordini esteri del PMI manifatturiero segnala espansione in agosto (53,0), ma al ritmo più basso da giugno 2013. Il saldo dei giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere (-20,0) è inferiore alla media della prima metà del 2014 (-18,7).

Le ragioni di scambio migliorano nel 2014 (+1,3%), sostenendo il valore delle esportazioni nette; la loro dinamica si inverte, invece, nel 2015 (-0,5%) a causa dell'indebolimento del cambio e delle pressioni deflazionistiche interne.

Ai massimi il surplus estero

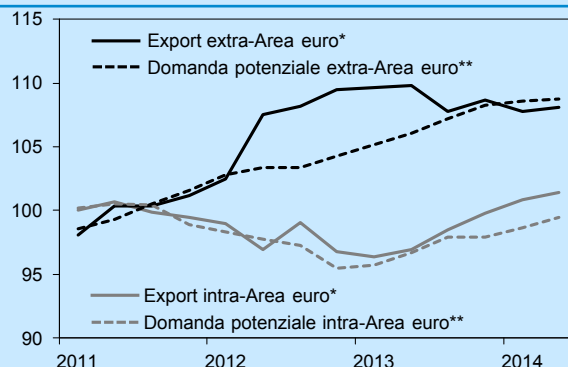
La dinamica favorevole delle quantità scambiate e dei prezzi relativi ha ampliato l'attivo della bilancia commerciale.

Nei primi sei mesi dell'anno in corso il surplus ha raggiunto il 3,1% del PIL (Grafico 1.7), livello massimo dal 1998, grazie anche al contenimento del deficit energetico. Nella media del 2014 il saldo commerciale si attesta al 2,8% del PIL e nel 2015 al 2,9%.

Il saldo dell'interscambio di servizi nella prima metà del 2014 è rimasto in territorio positivo (+0,1% del PIL). Sia l'import sia l'export hanno registrato una riduzione rispetto al semestre precedente, in particolare nei servizi di trasporto e in quelli assicurativi e finanziari.

Grafico 1.6

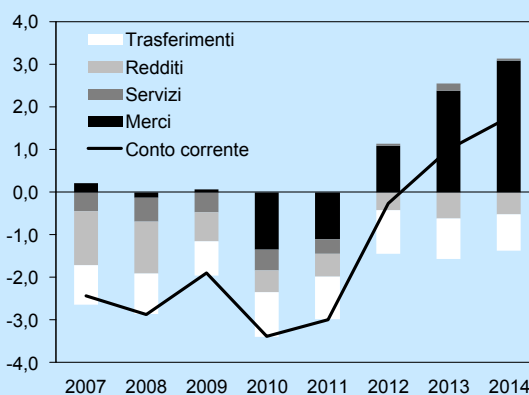
Buona la performance dell'export verso l'Area euro
(Dati trimestrali destagionalizzati in volume, 2011=100)



* Esportazioni in valore deflazionate con i prezzi alla produzione dei prodotti venduti all'estero.
 ** Somma delle importazioni in volume dei paesi partner, ponderate per le quote delle esportazioni italiane verso i partner.
 Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati CPB e ISTAT.

Grafico 1.7

Il surplus commerciale spinge in alto quello corrente
(Saldi in % del PIL)



Primo semestre per il 2014.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

L'ampliamento del surplus commerciale ha consolidato l'attivo del saldo delle partite correnti: +1,8% del PIL (destagionalizzato) nei primi sei mesi del 2014. Le altre componenti, al contrario, si sono stabilizzate sui livelli negativi del 2013.

Il CSC stima che l'attivo di conto corrente si consolidi nel biennio di previsione: 1,3% del PIL nel 2014 e 1,4% nel 2015.

La posizione patrimoniale netta estera dell'Italia nel primo trimestre 2014 (-32,4% del PIL) è però peggiorata rispetto al quarto 2013 (-29,5%) a causa dell'aumento del valore di mercato delle passività in titoli di portafoglio.

Si allenta il credit crunch Il credito erogato alle imprese italiane mostra segni di risalita, dopo l'attenuazione della caduta nella prima metà del 2014. A luglio i prestiti sono aumentati dello 0,2%, dopo essere rimasti fermi a giugno. Il ritmo medio di caduta nei primi cinque mesi del 2014 era stato di -0,2%, rispetto al -0,4% tra settembre 2011 e dicembre 2013 (dati destagionalizzati CSC). Lo stock di prestiti resta dell'11,0% inferiore rispetto al picco del 2011 (-101 miliardi di euro).

Sono ancora tante le aziende che non ottengono i prestiti richiesti: 13,1% nel manifatturiero in agosto, da 15,6% a inizio anno (6,9% nella prima metà del 2011; indagine ISTAT). Nella gran parte dei casi è la banca a negare il credito (87%). Si è ridotta, infatti, la quota di imprese che rinunciano a un'offerta troppo onerosa (13%, da 26% a maggio).

Negli ultimi mesi è ripreso l'aumento della disponibilità di liquidità rispetto alle esigenze operative: saldo a 20 in agosto nel manifatturiero, da 17 a maggio (32 nel 2007; indagine ISTAT). Le aziende, tuttavia, si aspettano liquidità in calo: le attese a tre mesi erano a -13 in agosto (-7 a giugno). Il 17,8% delle imprese industriali e dei servizi prevede liquidità insufficiente nel terzo trimestre (19,5% nel secondo trimestre); nelle costruzioni la quota è più che doppia (41,8%, da 48,1%; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore).

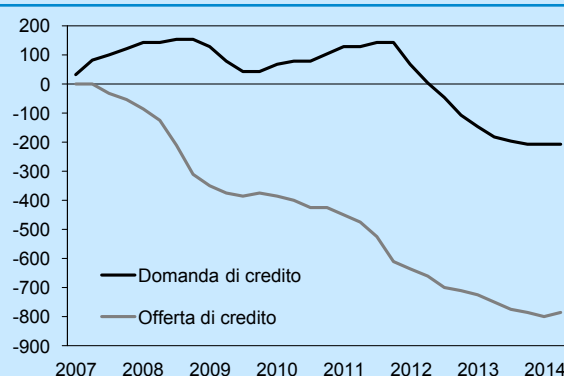
L'aumento della liquidità si è avuto anche grazie al pagamento di debiti commerciali arretrati della PA: 26,1 miliardi di euro a luglio. È cruciale che il flusso di pagamenti prosegua rapidamente nei prossimi mesi. L'11,0% delle somme incassate è stato utilizzato dalle imprese per accrescere la liquidità, il 16,2% per ridurre i debiti bancari, spiegandone parte del calo (indagine Banca d'Italia).

I dati qualitativi della *Bank lending survey* presso le banche mostrano che i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono stati allentati nel secondo trimestre 2014 per la prima volta dopo tre anni di stretta (Grafico 1.8).

Questo primo allentamento è motivato dalle banche con migliori aspettative sull'andamento dell'economia. Sembrano pesare meno, quindi, i timori di accumulare ulteriori prestiti deteriorati, nonostante le sofferenze sul credito alle imprese continuano a salire: 123 miliardi a luglio (15% dei prestiti) da 26 a fine 2008 (3%). Le recenti iniziative delle maggiori banche per smaltire questo stock vanno nella giusta direzione. Inoltre, le residue difficoltà nel racco-

Grafico 1.8

In Italia stabile la domanda di credito, risale l'offerta
(Imprese, indici cumulati 4° trimestre 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche)



Offerta = variazione dei *credit standard* con segno invertito.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, *Bank lending survey*.

gliere fondi sui mercati e mantenere livelli adeguati di capitale e liquidità non sono più considerati fattori restrittivi.

L'allentamento ha preso la forma di una riduzione del margine sui prestiti, mentre volumi e scadenze sono rimasti invariati. Viceversa, vengono chieste maggiori garanzie.

Va notato però che, secondo le imprese (indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore), le condizioni di accesso al credito sono peggiorate nel secondo trimestre, sebbene molto meno che nel primo (-4,1 il saldo delle risposte per industria e servizi, da -13,2).

I dati sui tassi di interesse pagati dalle imprese mostrano finora una riduzione limitata: il tasso medio è sceso al 3,1% a luglio (dal 3,6% a settembre 2013; Grafico 1.9). Le imprese più piccole pagano di più: 4,0% sui prestiti inferiori a un milione di euro, 2,5% per quelli maggiori. I margini ancora ampi applicati dalle banche impediscono alle imprese di beneficiare di tassi di mercato a breve quasi a zero: 0,2% a luglio l'Euribor a tre mesi. Lo spread sul tasso di riferimento è sceso a +2,9 punti (da +3,3 a settembre; +0,6 nel 2007). Le piccole e medie imprese (PMI) in Italia pagano tassi molto più alti che in Germania: +1,9 punti percentuali nei primi sette mesi del 2014, come nel 2013. Tale spread non ha riflesso la riduzione di quello sui titoli sovrani (+1,5 punti a settembre tra Italia e Germania, da +4,7 a metà 2012).

La domanda di credito delle imprese italiane si è stabilizzata nella prima metà del 2014, dopo la contrazione del 2012-2013, anche grazie ai minori tassi. In particolare, è tornata a crescere la richiesta per finanziare investimenti fissi. Ciò, assieme all'allentamento delle condizioni di offerta, sosterrà la ripartenza del credito alle imprese nei prossimi trimestri.

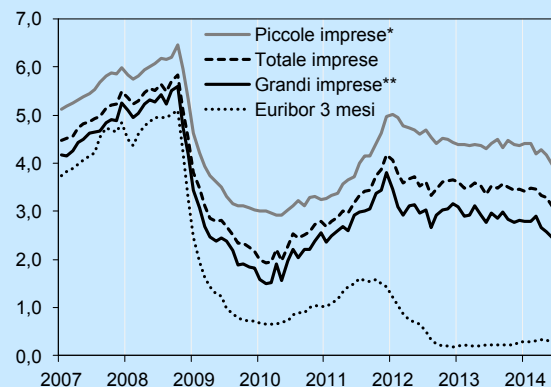
I fattori che guidano il credito La risalita dei prestiti può essere spinta, come assunto nello scenario CSC, anche dal prossimo completamento della valutazione approfondita BCE degli *asset* delle maggiori banche e degli *stress test* (ottobre), che sarà seguito subito dopo dall'avvio della vigilanza unica. Le analisi BCE-EBA, accrescendo la trasparenza, potranno diffondere fiducia nel sistema bancario.

Inoltre, le T-LTRO (*Targeted Longer Term Refinancing Operations*) sono congegnate in modo da accrescere le risorse che, fornite a tassi quasi nulli dalla BCE alle banche, si trasformeranno in nuovi prestiti. Per massimizzare l'accesso delle banche italiane a tali fondi la Banca d'Italia ha ampliato la lista di prestiti che possono essere depositati come collaterale. Infine, gli acquisti di prestiti cartolarizzati (ABS) da parte della BCE libereranno capitale impegnabile in nuovo credito.

Vari fattori, tuttavia, continueranno a frenare i prestiti nel medio termine: rischio di credito ancora alto, necessità di tenere elevati i *ratio* di capitale, bassa redditività bancaria. Resta, inoltre, non sciolto il legame banche nazionali-stati sovrani, tramite gli ampi stock di titoli pubblici nazionali nei bilanci degli istituti. L'andamento del credito, perciò, continuerà a dipendere in ciascun paese dal rendimento dei titoli sovrani. Il calo di quello sul BTP decennale, sceso fino al 2,27% a settembre (dal 4,12% a fine 2013), ha abbassato il costo della raccolta bancaria in Italia (2,6% sulle nuove emissioni di obbligazioni nei primi sette mesi del 2014, da 3,0% nel 2013) e ha accresciuto per le banche l'incentivo a utilizzare le risorse

Grafico 1.9

Costo del denaro in calo, ma ancora alto
(Italia, tassi sui prestiti bancari alle imprese; valori %)



Nuove operazioni. * <1 milione di euro; **>1 milione di euro.

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

disponibili per erogare nuovi prestiti, piuttosto che per acquistare titoli pubblici. Inoltre, la risalita dei prezzi dei titoli sovrani migliora i bilanci delle banche.

La tabella di marcia verso la costruzione dell'Unione bancaria europea resta lenta. Il meccanismo unico di risoluzione sarà operativo gradualmente dal 2015 e il suo processo decisionale sarà molto complesso. Il Fondo unico di risoluzione raccoglierà poco alla volta risorse dalle banche. Il coinvolgimento di azionisti, obbligazionisti e correntisti sopra i 100mila euro (*bail-in*) partirà solo nel 2016. Sono stati posti molti paletti per l'utilizzo delle risorse dell'ESM (*European Stability Mechanism*), da fine 2014, per ricapitalizzare direttamente le banche in difficoltà.

Per sostenere il canale bancario varie misure sono state varate in Italia. La CDP ha ampliato i plafond esistenti e creati di nuovi per fornire risorse alle banche che vogliono erogare prestiti a PMI, *midcap* e reti di imprese. Va rafforzato il sistema dei confidi, per accrescere le garanzie sui prestiti alle PMI, anche attuando il consolidamento patrimoniale previsto dalla Legge di Stabilità.

C'è bisogno di continuare a rafforzare i canali alternativi al bancario. Il Fondo di Garanzia può ora fornire sostegno alle emissioni di obbligazioni di piccole imprese (minibond). Molto promettente è l'iniziativa del Fondo Italiano di Investimento per la creazione di un veicolo che investa nei fondi che acquistano minibond. È stata di recente aperta la possibilità alle società di assicurazione di erogare prestiti. Bisogna attirare investitori specializzati per allargare il mercato azionario Aim-Mac a tutte le PMI potenzialmente interessate.

Prestiti alle famiglie in ripresa I prestiti alle famiglie registrano una marginale risalita, partita poco prima di quella del credito alle imprese. A luglio lo stock è in aumento dello 0,1% dal minimo di maggio (dati destagionalizzati).

Ciò riflette l'allentamento della stretta dell'offerta. Le banche indicano che nel secondo trimestre 2014, per il quarto consecutivo, i criteri di erogazione sono stati resi meno severi per i mutui e sono rimasti invariati per il credito al consumo (indagine Banca d'Italia). Gli istituti segnalano, in particolare, di aver ridotto i margini di interesse. Nel 2014 il costo della provvista, i vincoli di bilancio e l'andamento dell'economia sono diventati più favorevoli all'erogazione di mutui alle famiglie. Le banche non indicano più timori per le prospettive del settore immobiliare e il merito di credito dei consumatori.

Nel secondo trimestre è proseguito l'incremento della domanda di mutui e si è registrato un primo aumento delle richieste di credito al consumo. Ciò è dovuto all'aumento della fiducia, ad attese meno negative sul mercato immobiliare, a progetti di spesa in beni di consumo durevole. Le maggiori richieste di mutui riflettono anche la flessione dei costi, che pure restano elevati. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui è sceso al 3,5% a luglio, dal 4,0% nel settembre 2013. Il TAEG sul credito al consumo è sceso meno (a 9,3%, da 9,6%).

Lavoro: nel 2015 lieve recupero... Di pari passo con il protrarsi nel 2014 della contrazione del PIL, rimane debole la domanda di lavoro. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno) resterà pressoché ferma nella seconda parte del 2014, dopo aver toccato a primavera un nuovo punto di minimo dall'inizio della crisi: -1 milione e 978mila unità rispetto a fine 2007, -7,9%². Le variazioni congiunturali torneranno positive nel 2015 e l'intensità del recupero, dapprima molto debole, si rafforzerà progressivamente. In media d'anno, dopo il -1,9% nel 2013, le ULA calano di un altro 0,6% nel 2014 (invariato rispetto alla stima di giugno), mentre registreranno un modesto +0,2% nel 2015 (contro il +0,4% indicato tre mesi fa). Il biennio previsivo si chiuderà con 1 milione e 904mila ULA occupate in meno rispetto a fine 2007 (-7,6%).

² I dati ISTAT di Contabilità Nazionale relativi a occupazione e redditi da lavoro sono fermi al 1° trimestre 2014, edizione diffusa a giugno scorso.

... ma calo strutturale nell'industria

Il vuoto occupazionale più ampio si registra nell'industria ed è in larga misura strutturale. In quella in senso stretto, nel primo trimestre 2014 le ULA si sono attestate su un livello di 803mila unità inferiore a quello di fine 2007 (-15,9%). Il calo rappresenta oltre il 40% di quanto registrato nell'intera economia e riflette l'ampia contrazione del valore aggiunto (-16,4%). Durante la crisi le imprese industriali hanno fatto ampio ricorso alla CIG, come evidenziato dal persistente divario tra il calo delle ULA e quello delle posizioni lavorative, che nel primo trimestre 2014 erano sotto di 611mila unità rispetto al quarto 2007 (-11,5%). L'ampia perdita di potenziale produttivo nel manifatturiero rende problematica la loro risalita.

A fronte di un'ancora più ampia caduta del valore aggiunto (-26,5%), l'espulsione di manodopera nelle costruzioni è stata più intensa che nell'industria in senso stretto. Dal quarto trimestre 2007 al primo 2014 il settore ha perso 439mila ULA (-21,9%), una flessione simile a quella dei posti di lavoro (-435mila, -19,4%) e che rappresenta quasi un quarto (22,3%) del calo registrato nell'intera economia, seppure il settore impiegasse solo l'8,0% del totale delle ULA a inizio crisi (quota nel frattempo scesa al 6,8%). Per il resto del 2014 e nel 2015 gli investimenti in costruzioni continueranno a essere frenati dal persistere della crisi del mercato immobiliare e dall'elevata capacità produttiva inutilizzata; un impulso positivo potrebbe derivare dagli investimenti pubblici sbloccati.

La CIG si sgonfia... La CIG è rimasta alta nei primi sette mesi del 2014: tra gennaio e luglio, le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte sono state mediamente pari a 350mila, un livello simile a quello attorno al quale hanno fluttuato nel corso del 2013.

Da fine 2012, tuttavia, è in atto una ricomposizione per tipo d'intervento: cresce quello straordinario, che ha toccato il massimo storico nel secondo trimestre 2014 (200mila unità coinvolte, 56,5% del totale); scendono quelli ordinario (80mila unità, dalle 120mila di un anno prima) e in deroga (74mila unità, da 130mila di fine 2012; Grafico 1.10).

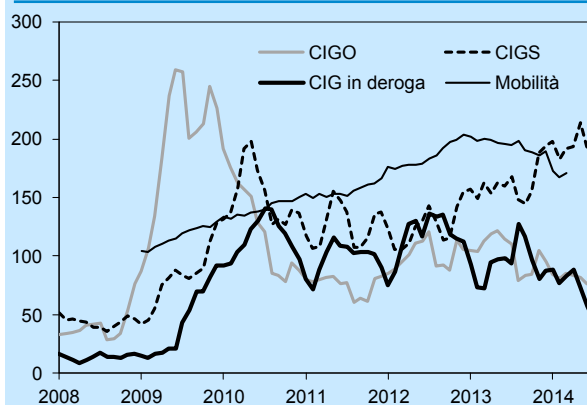
Nell'industria manifatturiera, in particolare, il ricorso alla CIG rimane elevatissimo (220mila unità mediamente coinvolte tra gennaio e luglio 2014, il 64% del totale economia), seppur in calo dal picco raggiunto tra fine 2009 e inizio 2010 (350mila unità, l'80% circa del totale); gli interventi straordinari sono raddoppiati da fine 2012 e sono arrivati a sfiorare il 65% dell'utilizzo nel settore.

Nelle stime CSC lo stock di CIG si sgonfierà solo a partire da inizio dell'anno prossimo, quando cominceranno a calare gli interventi straordinari. A fine 2015, tuttavia, nell'intera economia saranno ancora circa 280mila le ULA in CIG, un livello superiore rispetto a quello di inizio 2009.

I dati INPS sul numero di lavoratori in mobilità si fermano a marzo 2014: 170mila, -15,5% dal picco di gennaio 2013. Il calo è dovuto al progressivo esaurimento degli interventi in deroga, che a marzo coinvolgevano il 4,2% dei beneficiari (7mila), dal 37,0% di fine 2012 (75mila).

Grafico 1.10

CIG: restano alti gli interventi straordinari
(Equivalente forza lavoro a tempo pieno calcolata sulle medie mobili a 3 mesi delle ore utilizzate e beneficiari di mobilità; migliaia)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati INPS.

... e frena l'occupazione

Il numero di persone occupate in Italia, dopo essere calato di un milione di unità dal quarto trimestre 2007 al quarto 2013 (-4,3%), è stato sostanzialmente invariato nella prima metà del 2014 e lo rimarrà anche nella seconda parte dell'anno, a fronte di una domanda di lavoro e di un ricorso alla CIG previsti stabili (Grafico 1.11). Dopo il -2,0% nel 2013, la variazione in media d'anno sarà di -0,4%, per effetto del trascinamento dal 2013. Nel 2015, il numero di persone occupate continuerà a rimanere pressoché fermo, determinando una variazione in media d'anno nulla, nell'ipotesi che, a fronte della lieve ripresa della domanda di lavoro, la creazione di nuovi posti risulti spiazzata dal riassorbimento in azienda dei cassaintegrati.

Disoccupati stabili su alti livelli

Dopo l'aumento iniziato nell'estate 2011 e durato 11 trimestri, la disoccupazione in Italia ha raggiunto un massimo nel primo quarto 2014, al 12,6% della forza lavoro, e da allora fluttua su questi livelli (12,5% nel secondo trimestre, 12,6% a luglio). Con una forza lavoro prevista sostanzialmente stabile, il tasso di disoccupazione rimarrà ancorato al 12,5% per il resto del biennio previsivo.

Considerando anche le ULA equivalenti in CIG, il CSC stima che l'incidenza della forza lavoro inutilizzata rimarrà al 13,9% fino a inizio 2015, per scendere nel corso dell'anno (13,6% nell'ultimo quarto).

Per avere un quadro completo della debolezza del mercato del lavoro, ai circa 3 milioni e 200mila disoccupati stimati nel secondo trimestre 2014 (+83,0% rispetto a sei anni prima) bisogna aggiungere altri due gruppi di senza lavoro, totali o parziali: gli occupati part-time involontari (2 milioni e 661mila, +87,6%) e i non-occupati che sarebbero disponibili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva perché scoraggiati (1 milione e 616mila individui, +56,6%) oppure perché stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (609mila, +87,7%). In totale, sono 7,8 milioni le persone a cui, in un modo o nell'altro, manca lavoro.

Quando l'economia ripartirà, l'allungamento degli orari per chi ha un part-time involontario rallenterà la creazione di nuovi posti di lavoro, mentre la velocità di ritorno alla ricerca attiva per i disoccupati scoraggiati influenzerà la crescita della forza lavoro e potrebbe frenare la discesa del tasso di disoccupazione.

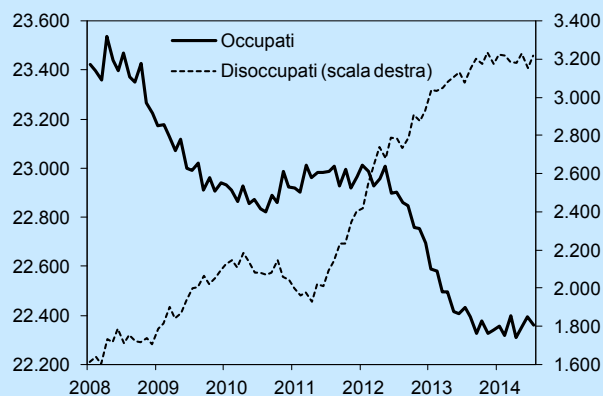
Il riassorbimento della disoccupazione sarà reso più lento e difficoltoso anche dall'elevato stock di disoccupati di lunga durata, per i quali il re-inserimento al lavoro è più problematico: nel secondo trimestre 2014, tra i disoccupati, quelli alla ricerca di un impiego da almeno 12 mesi sfioravano i 2 milioni (+144% rispetto a primavera 2008), il 61,2% del totale.

Retribuzioni ancorate ai contratti

Nell'intera economia la dinamica delle retribuzioni contrattuali sarà pari all'1,2% nel 2014 e all'1,1% nel 2015. A essa rimarrà sostanzialmente allineata quella delle retribuzioni di fatto nominali (+1,1% nel 2014 e +1,0% nel 2015). A fronte di un'inflazione estremamente bassa, le retribuzioni reali nel totale dell'economia, che già avevano tenuto nel 2013 (+0,1%), cresceranno dello 0,8% nel 2014 e dello 0,5% nel 2015.

Grafico 1.11

Si è stabilizzato il mercato del lavoro
(Italia, migliaia di unità, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Sulla dinamica complessiva delle retribuzioni contrattuali continua a pesare il blocco delle procedure negoziali nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale). Il congelamento delle retribuzioni pubbliche, inizialmente introdotto per il triennio 2010-2012, è stato di anno in anno prorogato (da ultimo dalla Legge di Stabilità 2014, al 31 dicembre prossimo) e stando alle ultime dichiarazioni del Governo sarà prolungato a tutto il 2015.

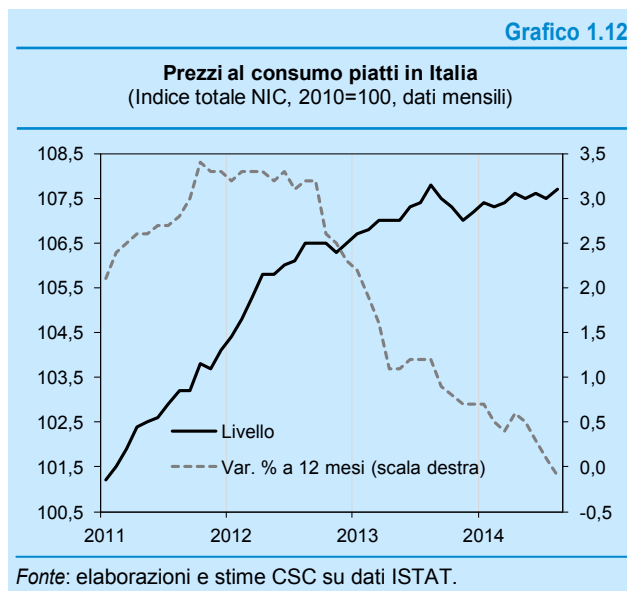
L'attività contrattuale è stata intensa, invece, nell'industria: in quella in senso stretto, i contratti rinnovati tra fine 2012 e primavera 2014 coprono circa il 95% del monte retributivo e hanno fissato aumenti per il triennio 2013-2015 o per quello 2014-2016 prendendo a riferimento le previsioni ISTAT di inflazione al netto degli energetici importati, così come formulate ad agosto 2012 e a maggio 2013³. Sulla base dei CCNL in vigore, le retribuzioni contrattuali nell'industria in senso stretto cresceranno del 2,2% nel 2014 e almeno di un altro 2,0% nel 2015.

Nei servizi privati, dove la copertura degli accordi vigenti è solo del 17,6%, la crescita delle retribuzioni contrattuali non supererà l'1% quest'anno e rimarrà su questi livelli anche nel 2015. I contratti in rinnovo, infatti, prenderanno a riferimento le previsioni di inflazione ISTAT formulate lo scorso maggio, che per il 2015 sono state abbassate a +1,3%, dal +2,0% indicato un anno prima.

CLUP ancora in aumento Dopo il +1,1% registrato nel 2013, il CLUP nel totale dell'economia italiana crescerà di un altro 0,8% nel 2014 e dello 0,7% nel 2015. A fronte di una produttività che è prevista avanzare a passo modesto ma costante (+0,2% nel 2014 e +0,3% nel 2015, come nel 2013), il lieve rallentamento del CLUP rispetto al ritmo dell'anno scorso è da ascrivere a una dinamica inferiore del costo del lavoro (+1,0% nel 2014 e nel 2015, dal +1,4% nel 2013).

Inflazione appena sopra lo zero... I prezzi al consumo in Italia hanno progressivamente rallentato nell'ultimo anno e mezzo, scivolando in territorio negativo in agosto: -0,1% annuo, da +3,2% nel settembre 2012 (indice NIC; Grafico 1.12). Nello scenario CSC, la crescita dei prezzi si posiziona poco sopra lo zero nei prossimi mesi, per poi risalire di qualche decimo di punto il prossimo anno. In media d'anno, il loro incremento si attesta a +0,3% nel 2014 (da +1,2% nel 2013) e +0,5% nel 2015. In giugno le stime erano di +0,5% e +0,9%. L'andamento più debole registrato dai prezzi e atteso per l'economia spiegano la revisione al ribasso.

Questo profilo è motivato da vari elementi. La ripartenza dell'economia italiana nel 2015 e la dinamica del CLUP sostengono la crescita dei prezzi. Inoltre, nei prossimi mesi si avrà un significativo effetto base che tenderà ad alzare la variazione annua, per il confronto con lo stesso periodo del 2013 quando i prezzi sono calati molto. La quotazione del petrolio tradotta in euro spinge i prezzi al ribasso quest'anno, ma al rialzo il prossimo.



³ 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 e il 2014 e +2,0% per il 2015). Il 30 maggio 2014 l'ISTAT ha comunicato la nuova previsione 2014-2017 (+0,8% per il 2014, +1,3% per il 2015, +1,5% per il 2016 e +1,6% per il 2017).

La dinamica della componente *core* dell'indice dei prezzi (quindi esclusi energia e alimentari) è scesa su valori molto bassi, a seguito della prolungata debolezza della domanda interna: +0,5% annuo a maggio (da +2,1% nell'agosto 2012). Frenano i prezzi dei servizi (+0,6%, da +2,3%) e in minor misura, perché già da tempo con una crescita contenuta, quelli dei beni industriali (+0,3%, da +1,5%).

Sia i prezzi dell'energia sia quelli degli alimentari hanno abbassato la dinamica generale sotto la *core*. I prezzi alimentari sono risultati in calo in agosto (-0,3% annuo). Quelli degli alimentari freschi, più direttamente legati alle quotazioni delle commodity, scendono di più (-1,7% rispetto al +0,6% per gli alimentari lavorati). Negli ultimi mesi si è accentuata la discesa dei prezzi dei beni energetici (-3,7% annuo in agosto, da -1,0% a maggio), che seguono l'andamento delle quotazioni del petrolio tradotte in euro (-7,8% annuo in agosto il Brent). Nello scenario CSC i prezzi dell'energia diminuiranno nella media del 2014, data la previsione di un petrolio meno caro (-3,4% annuo il Brent in euro). Nel 2015 invece il Brent registra un +0,9% in euro, per effetto del deprezzamento del cambio.

I consumatori italiani si attendono una riduzione del livello generale dei prezzi: in agosto -9 il saldo delle risposte (da +28 a fine 2011). Tali attese, però, sono influenzate soprattutto dalla diminuzione dei prezzi di energia e alimentari freschi, che sono tra i beni a maggior frequenza di acquisto.

Una dinamica totale dei prezzi per la prima volta con segno negativo e le attese dei consumatori di ulteriori ribassi rendono alto il rischio di deflazione. Lo scenario CSC, come già a giugno, esclude il materializzarsi di un processo duraturo e generalizzato di riduzione dei livelli dei prezzi in Italia (si veda il riquadro *In Italia (ed Eurolandia) troppo bassa la dinamica dei prezzi al consumo*).

Il rialzo di un punto (dal 21% al 22%) dell'aliquota ordinaria IVA nell'ottobre 2013 non si è trasferito sui prezzi finali. La misura incide su circa la metà del paniere di beni e servizi. Tuttavia, il suo impatto effettivo sull'andamento dei prezzi al consumo è stato praticamente nullo, data la debolezza dell'economia, essendo stato in gran parte assorbito dall'erosione dei margini delle imprese.

... e sotto quella tedesca La dinamica dei prezzi al consumo in Italia si è discostata negli ultimi mesi da quella media di Eurolandia: -0,5 punti in agosto il gap (indici armonizzati IPCA). Tale divario è spiegato dai prezzi *core*. I prezzi degli alimentari sono in calo nella media di Eurolandia a un ritmo simile a quello in Italia; quelli energetici invece registrano una flessione meno marcata.

L'incremento dei prezzi in Italia è più basso di quello in Germania, che pure è molto contenuto ed è incompatibile con un percorso simmetrico di aggiustamento della competitività nell'Area euro. In agosto, l'incremento annuo dei prezzi tedeschi è sceso a +0,8% (da +1,9% nel luglio 2013). Il differenziale tra Italia e Germania è pari a -1,0 punti percentuali (+1,7 nel luglio 2012). Il gap sui prezzi *core* è pari a -0,8 punti (+1,2% a luglio in Germania). Inoltre, in Germania i prezzi alimentari rincarano (+0,7% annuo), mentre quelli energetici calano molto meno (-1,5%).

In Italia (ed Eurolandia) troppo bassa la dinamica dei prezzi al consumo

La dinamica dei prezzi al consumo nei paesi PIIGS è scesa in territorio negativo, mentre nella media di Eurolandia resta poco sopra lo zero. Ciò riflette l'utilizzo proprio della deflazione interna come strumento di aggiustamento degli squilibri competitivi nell'area, ma anche la debolezza delle economie periferiche e il ribasso delle quotazioni delle commodity. Il recente calo delle attese sui prezzi nel medio termine ha allarmato la BCE, che teme il radicarsi di aspettative deflazionistiche e che ha quindi varato nuove misure espansive, favorendo l'auspicato indebolimento dell'euro.

Vari paesi di Eurolandia registrano riduzioni annue dei prezzi al consumo: Grecia -0,8% a luglio, Portogallo -0,7%, Spagna -0,4%, Italia -0,2% in agosto (indice IPCA). I paesi *core*, invece, hanno prezzi in aumento, sebbene con variazioni basse: Francia +0,6% annuo, Germania +0,8%. La media dell'area è al +0,3%. Tali divari tra paesi sono in parte voluti, in quanto risultano anche da scelte dei governi, ad esempio il taglio o il semplice congelamento dei salari pubblici e più in generale le manovre restrittive di finanza pubblica. Questo favorisce il riallineamento della competitività e contribuisce all'aggiustamento dei conti con l'estero. Ma ciò potrebbe avvenire anche con una dinamica media più elevata: se i prezzi salissero a un ritmo annuo di un punto percentuale in più ovunque, l'aggiustamento si farebbe senza deflazione in nessun paese, con la media dell'area più lontana dallo zero e agevolando il rientro dai debiti pubblici e privati.

La dinamica dell'inflazione in Eurolandia ha molto risentito del calo dei prezzi dei beni energetici (-2,0% annuo in agosto) e alimentari (-0,3%). La *core inflation*, invece, rimane in territorio positivo (+0,9%, da +0,7% a maggio; +1,1% nell'agosto 2013). In Italia la situazione è peggiore, con un'inflazione *core* più bassa (+0,5% in agosto, da +0,6% a luglio) e una flessione più marcata dell'energia (-3,7%).

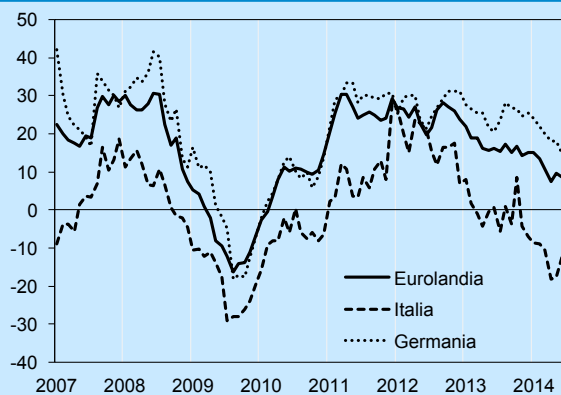
I prezzi in diminuzione, quindi, sono quelli più legati alle quotazioni (in riduzione) delle materie prime, come petrolio e grano. Non è una novità: nel luglio 2009 i prezzi energetici in Italia registravano un -14,6%. La differenza è che oggi la *core inflation* è scesa di più: nel 2009 toccò un minimo a +1,2%. In quell'anno, quindi, la discesa dell'inflazione totale a zero era temporanea e risalì subito, non appena il petrolio iniziò a rincarare. Oggi, invece, anche i prezzi *core* hanno dinamiche molto ridotte, sebbene non negative: in Italia, i prezzi dei beni industriali registrano un +0,3% annuo e quelli dei servizi un +0,6%, a riflesso della prolungata debolezza dell'economia, dell'ampio *output gap*, dell'alta disoccupazione.

Perciò, la permanenza dell'inflazione su valori bassi sarà più duratura. Anche se (come atteso) dovesse tornare in territorio positivo già nei prossimi mesi, grazie a un favorevole effetto statistico di confronto con il periodo settembre-novembre 2013, quando si registrarono significativi cali dell'indice totale dei prezzi al consumo. Una lunga permanenza poco sopra lo zero rende alto il rischio di caduta in una deflazione diffusa, nella quale si scivolerebbe se l'economia si indebolisse ancora. Serve la ripresa per alimentare il meccanismo di formazione dei prezzi e, d'altra parte, la bassa dinamica dei prezzi non aiuta a uscire dalla stagnazione, perché induce comportamenti di rinvio della spesa e ostacola l'aggiustamento delle posizioni debitorie.

Uno degli elementi più importanti dell'attuale scenario, in grado di trasformare una dinamica dei prezzi sempre più bassa in un'ampia deflazione, sono le aspettative: se consumatori, imprese e mercati iniziassero ad attendersi cali diffusi dei prezzi, questi non tarderebbero a verificarsi, anche sulle componenti *core*, dato che consumi e investimenti verrebbero sempre più posticipati, indebolendo l'economia. In Italia le aspettative misurate dalla Commissione UE indicano già riduzioni dei prezzi (Grafico A).

Grafico A

Attese sui prezzi: calano in Eurolandia, negative in Italia
(Consumatori, saldi delle risposte, dati mensili)



Attese a 12 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione UE.

Fino a inizio agosto il Presidente BCE Mario Draghi aveva sottolineato che in Eurolandia le attese, misurate dagli *swap* indicizzati all'inflazione, erano ancorate sul medio-lungo termine in linea con l'obiettivo del +2,0%. Calavano sul breve, ma ciò rifletteva più che altro la riduzione dell'inflazione corrente. A fine agosto, però, al convegno di Jackson Hole, Draghi ha evidenziato una brusca flessione di tale misura delle attese anche sul medio-lungo, anticipando che la BCE avrebbe reagito per difendere la stabilità dei prezzi, come ha poi fatto a inizio settembre.

Un fondamentale risultato delle misure espansive della BCE varate in giugno e settembre è il deprezzamento dell'euro. Rispetto alla divisa USA il cambio è sceso a 1,30 dollari a settembre, da 1,39 a maggio (-6,5%). Rispetto a un paniere ampio di valute, l'euro registra un -3,5%. Ciò rende più care per i paesi di Eurolandia le importazioni di commodity, beni intermedi e prodotti finiti e quindi sostiene la dinamica totale dei prezzi al consumo. Inoltre, favorisce l'export e quindi stimola l'attività produttiva, riducendo l'*output gap* e le pressioni al ribasso nella formazione dei prezzi. Il Presidente BCE Mario Draghi ha sottolineato con favore questo sviluppo, che potrebbe puntellare il calo delle aspettative. Dati i sentieri attesi per tassi di interesse e crescita in Eurolandia e USA, è probabile (e auspicabile) che il deprezzamento dell'euro prosegua, ponendo un argine al rischio deflazione.

Deficit pubblico nei vincoli

Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 3,0% del PIL quest'anno e al 2,9% nel 2015 (Tabella 1.2), in linea quindi con i vincoli europei. Il peggioramento del deficit rispetto alla previsione di giugno (2,9% del PIL quest'anno e 2,5% il prossimo) è spiegato da una dinamica del PIL nominale sensibilmente più bassa (+0,4% nel 2014 e +1,2% nel 2015) di quanto precedentemente indicato dal CSC (+1,3% quest'anno e +2,2% il prossimo) e ben al di sotto delle stime del Governo diffuse nell'aprile scorso con il Documento di Economia e Finanza (DEF; +1,7% nel 2014 e +2,5% nel 2015). La minore spesa per interessi, grazie al calo dei tassi, fornisce un'importante, seppur parziale, compensazione. Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto della componente ciclica e delle una tantum, sarà infatti pari all'1,0% del PIL nel 2014 e allo 0,7% nel 2015 (dall'1,1% del 2013), confermando il già previsto slittamento in avanti del pareggio di bilancio ma risultando migliore di quanto stimato in giugno (1,2% e 0,6% rispettivamente).

Il saldo primario è stimato al 2,1% del PIL nel 2014 (dal 2,2% del 2013) e al 2,0% nel 2015, inferiore rispetto alle stime di giugno (2,3% e 2,6%). In termini strutturali rimarrà fermo al 4,2% del PIL quest'anno e il prossimo.

Le previsioni del CSC non inglobano né la revisione dei conti economici nazionali in base ai nuovi criteri, diffusa dall'ISTAT limitatamente al 2011, né i contenuti della Legge di Stabilità 2015, che è ancora in fase di elaborazione.

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Conto economico della PA, valori in % del PIL)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|-------|-------|-------|-------|
| Entrate totali | 48,1 | 48,2 | 48,3 | 48,2 |
| Uscite totali | 51,1 | 51,2 | 51,3 | 51,1 |
| Pressione fiscale apparente | 44,0 | 43,8 | 43,9 | 43,9 |
| Pressione fiscale effettiva | 52,9 | 52,7 | 52,8 | 52,8 |
| Indebitamento netto | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 2,9 |
| Indebitamento netto strutturale | 1,6 | 1,1 | 1,0 | 0,7 |
| Saldo primario | 2,5 | 2,2 | 2,1 | 2,0 |
| Saldo primario strutturale | 3,9 | 4,2 | 4,2 | 4,2 |
| Debito pubblico | 127,0 | 132,6 | 137,0 | 137,9 |
| Debito pubblico (netto sostegni) ¹ | 124,2 | 129,1 | 133,1 | 134,0 |

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 32,7 miliardi di euro nei primi sette mesi dell'anno, 17,1 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo del 2013, in linea con gli andamenti previsti. Al netto di introiti da dismissioni (che riducono il fabbisogno), sostegni finanziari erogati ai paesi UEM (che lo accrescono), operazioni straordinarie e pagamenti dei debiti della PA verso le imprese, registrati nei due periodi, la riduzione scende a 9,8 miliardi (Tabella 1.3).

Il CSC stima che il debito pubblico nel 2014 si attesterà al 137,0% del PIL e toccherà il 137,9% nel 2015, in peggioramento rispetto alle valutazioni di giugno, che proiettavano l'avvio l'anno prossimo del rientro (135,9% e 135,1%). Rientro che non si delinea neanche nei dati al netto dei sostegni ai fondi di stabilità europei (EFSF ed ESM): 133,1% nel 2014 e 134,0% nel 2015. La stima include 0,7 punti di PIL l'anno di privatizzazioni e dismissioni immobiliari, come indicato dal Governo. Nei primi sette mesi del 2014 queste entrate straordinarie sono state pari a 2,9 miliardi.

L'ammontare del debito comprende anche gli effetti del pagamento dei debiti della PA alle imprese che quest'anno, se saranno rispettati i programmi, inciderà per 33,9 miliardi di euro al netto dei rimborsi fiscali. Nella stima del debito pubblico non si è tenuto conto dei crediti nei confronti della PA che una volta certificati possono essere ceduti alle banche seguendo il meccanismo previsto dal DL 66/14 (sulla base di tale meccanismo, partito nei fatti in luglio, sono state presentate finora istanze di certificazione dei crediti per 6 miliardi di euro).

**Buoni risparmi
sugli interessi**

Nello scenario CSC la spesa pubblica in rapporto al PIL si attesterà al 51,3% del PIL nel 2014 (dal 51,2% nel 2013) per scendere il prossimo anno al 51,1%. L'aumento in valore quest'anno (+0,6%) è da imputare alla dinamica delle spese per prestazioni sociali (+2,6%), mentre saranno in diminuzione tutte le altre voci di spesa corrente. Nel 2015 l'aumento della spesa pubblica sarà simile (+0,7%) e, in assenza di eventuali interventi, torneranno a crescere anche i consumi pubblici (+0,4%). La spesa in conto capitale sarà pari al 2,9% del PIL quest'anno e il prossimo.

La spesa per interessi è stimata al 5,1% del PIL nel 2014 e al 4,9% nel 2015, per effetto di una dinamica dei tassi che è risultata più favorevole di quella ipotizzata a giugno e nel DEF. Nello scenario del CSC i tassi di rendimento dei titoli italiani decennali rimarranno sui valori attuali fino alla fine del 2015. Il costo medio del debito pubblico sarà pari al 3,9% nel 2014 e al 3,6% nel 2015 (dal 4,1% nel 2013).

**In aumento
le entrate**

Le entrate complessive sono stimate al 48,3% del PIL quest'anno e al 48,2% il prossimo; cresceranno dello 0,7% nel 2014, per accelerare nel 2015 (+1,0%). La pressione fiscale riprenderà a salire toccando il 43,9% del PIL nel 2014 e nel 2015. L'incidenza effettiva sul PIL depurato dal sommerso si stabilizzerà al 52,8% nel biennio di previsione⁴.

Tabella 1.3

| Fabbisogno in calo (Periodo gennaio-luglio; milioni di euro) | | |
|---|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 |
| Fabbisogno PA | 49.831 | 32.699 |
| Dismissioni (+) | 1.877 | 3.329 |
| Prestiti a EFSF e paesi membri (-) | 5.789 | 1.644 |
| Contributi a ESM (-) | 2.867 | 2.866 |
| Totale al lordo di operazioni straordinarie | 43.052 | 31.518 |
| Operazioni straordinarie | -3.600 | 0 |
| Pagamenti debiti alle imprese | 5.100 | ~ 7.000 |
| Totale | 34.352 | 24.518 |

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

⁴ La revisione dei conti nazionali effettuata dall'ISTAT ha portato a una riduzione sensibile della stima dell'economia sommersa, che per il 2011 ora è valutata pari all'11,5% del PIL, contro il 16,8% della stima media indicata in precedenza. Ciò porterà a ricalcolare anche la pressione fiscale effettiva, con una marcata riduzione.

Nei primi sei mesi dell'anno le entrate tributarie sono risultate in lieve diminuzione (-0,4%) rispetto allo stesso periodo del 2013. Tendenza confermata dai dati dei primi sette mesi delle entrate statali (-0,6%). Le imposte dirette sono calate del 3,7%, le indirette hanno registrato un incremento del 3,5%.

Nel dettaglio, tra le imposte dirette è risultato in calo il gettito IRPEF (-0,6%) ma soprattutto quello IRES (-20,8%). Quest'ultima contrazione è riconducibile ai minori versamenti a saldo 2013 e in acconto 2014 effettuati da banche e assicurazioni a seguito dell'incremento al 130% della misura dell'acconto 2013 deciso con il DL 133/2013. In riduzione anche l'imposta sostitutiva su interessi e altri redditi di capitale (-7,8%) e quella sul risparmio gestito e amministrato (-35,8%). In aumento, invece: il gettito derivante dalle ritenute sugli utili distribuiti dalle persone giuridiche (+126,8%) per effetto dell'incremento dei dividendi pagati nel 2014 e delle modifiche alla tassazione dei redditi di natura finanziaria fissate dal DL 66/2014; l'IMU riservata all'erario derivante dagli immobili a uso produttivo (+4,8%); l'imposta sostitutiva sui redditi per la rideterminazione del valore delle partecipazioni in seguito alla riapertura dei termini prevista dalla Legge di Stabilità 2014 (+46,7%).

Tra le imposte indirette, l'IVA è cresciuta del 3,1% nei primi sette mesi dell'anno. In particolare, continua l'andamento positivo dell'IVA sugli scambi interni (+4,1%) e migliora il differenziale negativo dell'IVA sulle importazioni da paesi extra-UE (-3,4% in luglio, dal -4,6% dei primi sei mesi dell'anno) per effetto della crescita del gettito in luglio (+3,2% annuo), per il terzo mese consecutivo. In riduzione, invece, l'imposta di bollo (-4,0%), in conseguenza della variazione negativa dell'imposta speciale sulle attività finanziarie scudate dovuta al passaggio dell'aliquota di imposta dal 13,5 per mille del 2013 al 4 per mille a decorrere dal 2014. Al netto di tale componente l'imposta di bollo evidenzia un incremento dell'8,4%. Registrano aumenti anche l'accisa sui prodotti energetici (+7,9%), quella sul gas naturale per combustione (+20,8%) e quella sull'energia elettrica e addizionali (+24,4%).

Le dimensioni della Legge di Stabilità

La Legge di Stabilità 2015 dovrà recuperare risorse per finanziare una serie di impegni già previsti. In particolare, occorrerà: finanziare lo scatto della clausola di salvaguardia, originariamente sotto forma di aumento di entrate e ora ridefinito come risparmio di spesa, previsto per 3 miliardi nel 2015, 7 nel 2016 e 10 nel 2017 (Tabella 1.4); dare copertura ai maggiori esborsi connessi a programmi di spesa esistenti non inclusi nella legislazione vigente (maggiori spese a politiche invariate) che ammontano a 5,9 miliardi nel 2015, 9,0 miliardi nel 2016 e 10,6 miliardi nel 2017; infine, il Governo intende stabilizzare lo sgravio IRPEF previsto dal DL 66/14 solo per quest'anno (costo pari a 9,7 miliardi). L'ammontare complessivo di tali impegni è pari a 18,6 miliardi per il 2015, 25,7 nel 2016 e 30,3 nel 2017. Con il DL 66/14 si è provveduto a reperire una copertura pari a 2,7 miliardi nel 2015 e a 4,7 nel 2016 e nel 2017. Restano, quindi, da reperire 15,9 miliardi per il 2015, 21,0 per il 2016 e 25,6 per il 2017. Si tratta di somme consistenti che i tagli di spesa indicati nell'ambito della *spending review* (17 miliardi nel 2015 e 32 nel 2016), al netto di quelli già deliberati, non sono, per l'anno prossimo, sufficienti a coprire. È perciò elevato il rischio di coperture più tradizionali.

Tabella 1.4

Legge di Stabilità 2015: ipotesi minima (Miliardi di euro)

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Clausola di salvaguardia | 3,0 | 7,0 | 10,0 |
| Maggiori spese a politiche invariate | 5,9 | 9,0 | 10,6 |
| Risorse per finanziare sgravio IRPEF | 9,7 | 9,7 | 9,7 |
| Interventi da coprire | 18,6 | 25,7 | 30,3 |
| Tagli deliberati (DL 66/14) | 2,7 | 4,7 | 4,7 |
| Risorse individuate | 2,7 | 4,7 | 4,7 |
| Risorse da reperire | 15,9 | 21,0 | 25,6 |

Fonte: elaborazioni CSC su stime DEF.

1.2 Le esogene della previsione

Commercio globale meno dinamico La dinamica degli scambi mondiali è frenata dal rallentamento delle economie emergenti, dalla difficile uscita dell'Area euro dalla crisi e dalle tensioni geopolitiche. Tali tensioni, da tempo in atto su vari fronti, si sono intensificate nei mesi estivi e hanno inciso negativamente sia sul commercio internazionale sia sulla domanda interna di molti paesi, anche attraverso l'aumento dell'incertezza.

L'escalation militare dello scontro tra Russia e Ucraina, l'inasprimento delle guerre civili in Libia e Iraq, mentre è ancora senza esito quella in Siria, e la recrudescenza poi rientrata delle ostilità tra Israele e Palestina hanno inciso, con diversa intensità, sugli scambi commerciali e sui mercati finanziari e delle materie prime, con ricadute negative non solo sui paesi protagonisti, ma perfino su quelli ad essi meno legati economicamente. Ciò è avvenuto attraverso gli effetti indiretti su fiducia di consumatori e imprese, anche in economie geograficamente lontane. Infine, la contemporaneità delle instabilità geopolitiche agisce da moltiplicatore di incertezza. Le previsioni del CSC si basano su una mitigazione delle tensioni nel 2015, che è coerente con le evoluzioni più recenti; la situazione attuale comporta comunque una revisione al ribasso delle stime, rispetto a quelle pubblicate a giugno, per il commercio e per la crescita di alcuni paesi. Una recrudescenza di tali tensioni costituisce un rischio al ribasso.

Le nuove previsioni del CSC di crescita del commercio mondiale sono: +2,6% nel 2014 (da +2,7% indicato in giugno) e +4,0% nel 2015 (da +4,4%). Un aumento inferiore a quello del PIL mondiale nel 2014 (+3,4% secondo l'FMI) per il terzo anno consecutivo e pari a esso nel 2015. Ciò è coerente con l'evidenza dell'affermarsi di una nuova fase della globalizzazione, caratterizzata da una minore propensione alla frammentazione produttiva su scala internazionale¹.

Nel secondo trimestre 2014 il commercio mondiale è cresciuto dell'1,0% congiunturale, più che controbilanciando la caduta nel primo (-0,6%). L'incremento acquisito per i primi sei mesi del 2014 è pari all'1,8%.

Le prospettive dell'export mondiale per la seconda metà di quest'anno rimangono moderatamente favorevoli: la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale si è consolidata a 52,0 nella media luglio-agosto, da 51,6 nel primo trimestre e da 51,4 nel secondo (Grafico 1.13).

Forti fluttuazioni negli scambi Le componenti degli scambi mondiali hanno avuto andamenti diversi per tipo di flusso e per macroaree. Il rimbalzo nel secondo trimestre è stato trainato dalle esportazioni (+2,2% sul primo, da -1,3%), mentre le importazioni hanno segnato uno stallo (-0,1%, da +0,1%). Si è così creata un'anomala divergenza tra le due misure del commercio mondiale. In particolare, le variazioni dell'export sono state in gran

Tabella 1.5

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Commercio mondiale | 1,9 | 2,7 | 2,6 | 4,0 |
| Prezzo del petrolio ¹ | 112,0 | 108,9 | 107,0 | 104,0 |
| Prodotto interno lordo | | | | |
| Stati Uniti | 2,8 | 1,9 | 2,1 | 3,1 |
| Area euro | -0,7 | -0,4 | 0,6 | 0,8 |
| Paesi emergenti | 5,0 | 4,7 | 4,5 | 4,9 |
| Cambio dollaro/euro ² | 1,28 | 1,33 | 1,35 | 1,30 |
| Tasso FED ³ | 0,25 | 0,25 | 0,09 | 0,36 |
| Tasso di interesse a 3 mesi USA ³ | 0,43 | 0,27 | 0,23 | 0,38 |
| Tasso BCE ³ | 0,88 | 0,55 | 0,16 | 0,05 |
| Tasso di interesse a 3 mesi Area euro ³ | 0,57 | 0,22 | 0,21 | 0,06 |

¹ Dollari per barile; ² livelli; ³ valori percentuali.

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

¹ Per approfondimenti si veda CSC, Scenari economici n. 19, dicembre 2013, e n. 20, giugno 2014.

parte determinate dalle fluttuazioni delle vendite all'estero dei paesi emergenti (+4,0% sul primo, da -2,1%), che pesano per la metà del volume mondiale. L'andamento dell'import, invece, è il risultato della riduzione negli emergenti (-0,9%, da +0,1%) e dell'aumento negli avanzati (+0,8%, da +0,1%).

La dinamica delle importazioni è favorita dalla robusta ripresa USA (il cui import è pari al 13% di quello mondiale), ma rimane zavorrata da persistenti fattori negativi: la frenata di alcune delle principali economie emergenti (Cina, Russia e Brasile) e le difficoltà dell'Area euro.

La debolezza del contesto internazionale limita l'incremento delle esportazioni e la divergenza tra i flussi di import ed export è inevitabilmente destinata a essere riassorbita. Nello scenario CSC sia l'export sia l'import mondiali si posizioneranno su un sentiero di crescita inferiore a quello previsto in giugno.

Resta alto il rischio protezionismo Un ulteriore ostacolo all'espansione della quantità di beni scambiati internazionalmente deriva dall'intensificarsi delle misure protezionistiche iniziato con la crisi. L'accordo di Bali del dicembre 2013, primo pacchetto multilaterale dal 2001, mira a contrastarlo migliorando l'efficienza delle dogane. Entrerà in vigore entro la fine del 2015 se verrà ratificato da almeno i due terzi dei paesi WTO, con un impatto positivo sul PIL complessivo dei G-20 stimato in 820 miliardi di dollari².

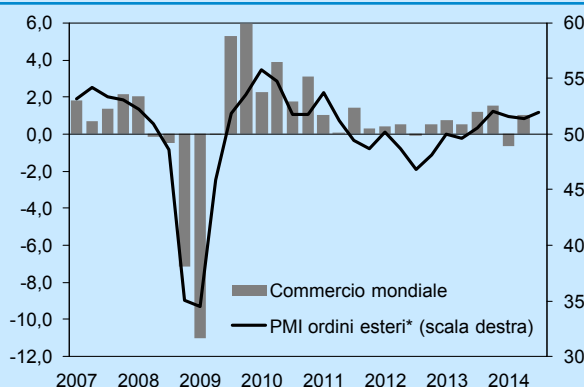
L'aumento del protezionismo realizzatosi a partire dal primo trimestre del 2009 è avvenuto soprattutto per vie occulte. Ossia con misure non tariffarie: sono 1.600 quelle attuate da parte dei G-20 da novembre 2008 a maggio 2013.

Conti con l'estero ancora squilibrati Il ribilanciamento nei conti con l'estero dei principali paesi si è arrestato. Sono stabilizzati su livelli inferiori a quelli passati sia il deficit di parte corrente degli Stati Uniti sia il surplus della Cina. Giappone e Area euro si scambiano i ruoli: il surplus del primo si riduce, mentre quello del secondo si amplia (Grafico 1.14).

Il rientro del deficit americano iniziato nel 2007 si è fermato nel 2014: nel primo trimestre il saldo è stato pari a -2,6% del PIL (da -2,3% del 2013). La ripresa dell'attività economica, alimentando l'import-export, contribuirà a mantenere il deficit intorno al 2,5% nel biennio di previsione.

Grafico 1.13

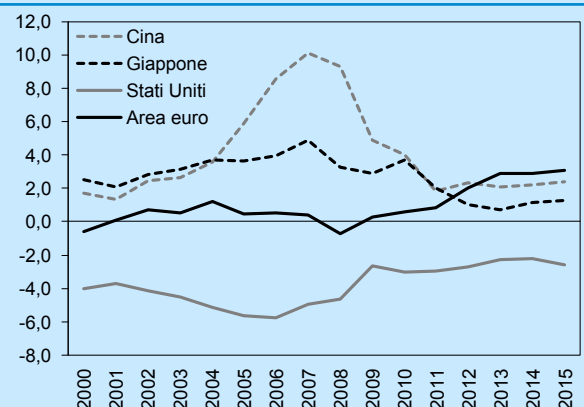
Commercio mondiale in moderata crescita
(Dati trimestrali in volume destagionalizzati, variazioni % e indice 50=nessuna variazione)



* Media luglio-agosto per il terzo trimestre 2014.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit e CPB.

Grafico 1.14

I conti con l'estero restano sbilanciati
(Saldo delle partite correnti in % del PIL)



Previsioni dell'FMI per 2014 e 2015.
Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime FMI.

² Si veda B20 Trade Taskforce, *Policy Summary*, luglio 2014.

Il rallentamento in corso della domanda interna cinese e la moderata ripresa degli scambi internazionali determineranno una stabilizzazione del surplus cinese sotto il 2,5% del PIL nel 2014-15 (da 2,1% nel 2013 a 2,4% nel 2015).

Il surplus giapponese, in forte riduzione dal 2007, è atteso mantenersi sul basso livello, intorno all'1% del PIL, raggiunto negli ultimi anni.

Il surplus dell'Area euro, fino al 2011 intorno allo 0,5% del PIL, si amplierà al 3,0% nel 2015, livello mai raggiunto prima: le importazioni, infatti, faticeranno a tornare ai livelli pre-crisi, a causa della debolezza della domanda interna, e le esportazioni saranno sostenute dalla ripresa globale e dalla svalutazione della moneta unica.

Svalutazione che quindi alimenterà lo squilibrio tra l'attivo nei conti esteri dell'Area euro e il passivo in quelli USA (entrambi pari in valore assoluto a circa 290 miliardi di euro nel 2014 secondo l'FMI). È uno scenario determinato dalle contraddizioni interne all'Area stessa: tra la Germania, da una parte, in eccessivo e prolungato avanzo corrente (tra il 6% e il 7% del PIL negli ultimi tre anni) e i paesi periferici, dall'altra, che hanno bisogno di un maggiore contributo della domanda estera. Deve essere interno, quindi, anche il necessario riequilibrio competitivo, attraverso maggiore domanda interna e più elevata inflazione tedesche; la prima ridurrebbe il surplus dell'Eurozona e la seconda riallineerebbe i cambi reali intra-euro.

Area euro in stallo

Dopo un già deludente primo trimestre (+0,2%), la crescita del PIL nell'Area euro si è del tutto arrestata nel secondo (Grafico 1.15). Il risultato è da imputare all'andamento piatto della Francia, alla contrazione dell'Italia e della Germania (-0,2%), la quale con un +0,7% aveva invece contribuito in maniera decisiva a tenere a galla la crescita dell'Area nel periodo precedente.

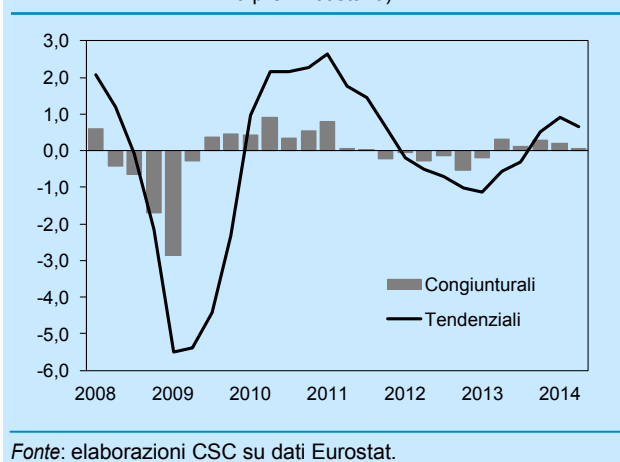
Tra i grandi paesi della moneta unica, la ripresa sembra essersi consolidata solo in Spagna, dove il PIL ha registrato un +0,6%, in accelerazione rispetto al primo trimestre (+0,4%) e all'ultimo del 2013 (+0,2%).

I dati qualitativi e quantitativi più recenti lasciano prevedere una stagnazione dell'economia dell'Area euro anche nel trimestre in corso. Per il resto dell'anno e nel 2015 l'attività economica sarà frenata, oltre che da carenze strutturali interne tuttora irrisolte, da una crescita dei paesi emergenti ben al di sotto dei livelli pre-crisi e dalle ricadute delle tensioni geopolitiche in atto. Misure monetarie ancora più espansive e il deprezzamento dell'euro potranno controbilanciare tali effetti. In questo contesto, il PIL dell'Area è atteso aumentare di appena lo 0,6% in media quest'anno e dello 0,8% nel 2015.

Il rallentamento nel settore manifatturiero è, infatti, in corso ormai da maggio. In giugno la produzione industriale (-0,3% su maggio) era tornata sui livelli di un anno prima, lasciando una variazione acquisita per il terzo trimestre pari a -0,6%.

Grafico 1.15

Area euro: ristagna il PIL
(Variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

La persistente debolezza dell'attività industriale durante l'estate viene segnalata dal PMI manifatturiero di agosto, sceso a 50,8 da 51,8. Decelera l'attività anche nei servizi, dove l'indice è calato a 53,5 (da 54,2).

Tra i grandi paesi frena, in particolare, la Germania, dove il PMI manifatturiero è caduto a 51,9 da 53,8. L'economia tedesca è, infatti, fortemente penalizzata dal rallentamento delle economie emergenti e dal conflitto ucraino ma sta risentendo anche delle difficoltà degli altri paesi dell'Eurozona.

In agosto, dopo cinque mesi di sostanziale stabilità, è calato di 1,5 punti l'indice di sentimento economico nell'Eurozona elaborato dalla Commissione (Grafico 1.16): il deterioramento della fiducia ha interessato sia i consumatori sia le imprese del commercio, dell'industria e dei servizi. Resta stabile rispetto a luglio, ma a livelli ben al di sotto della media di lungo periodo, la fiducia nelle costruzioni. Si sono ridimensionate, in particolare, le attese sull'andamento dell'economia e sull'occupazione.

Come per gli indici di attività, la fiducia è scesa relativamente poco in Francia, da livelli già molto depressi, ed è arretrata significativamente in Germania (a 104,1 da 106,0) e Italia (a 97,8 da 101,9). È restata stabile in Spagna.

Il deterioramento della fiducia si riflette sui consumi: a luglio si sono nuovamente ridotte le vendite al dettaglio (-0,4% su giugno), a conferma di una domanda estremamente debole. Il dato porta l'acquisito per il terzo trimestre a -0,1%.

Rimane forte la ripresa USA

Prosegue a ritmi elevati la ripresa negli USA. I dati e le indagini più recenti confermano, infatti, le aspettative di

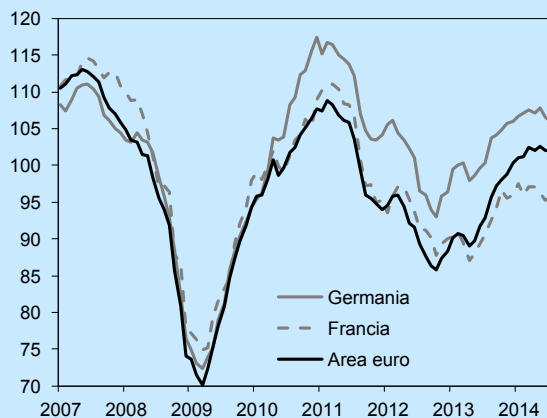
una crescita superiore al 3% annualizzato anche nel trimestre estivo.

Grazie a condizioni finanziarie favorevoli, consistenti aumenti dell'occupazione e forte miglioramento della fiducia e delle aspettative di famiglie e imprese, il PIL è atteso aumentare a tassi di crescita annualizzati prossimi o superiori al 3% su tutto il periodo di previsione (Grafico 1.17). In media d'anno, l'economia è prevista crescere nel 2014 del 2,1% (dato influenzato dagli effetti del freddo polare nel primo trimestre) e del 3,1% nel 2015.

Nel secondo trimestre 2014 il PIL americano è aumentato del 4,2% annualizzato, sostenuto dalla domanda interna e, in

Grafico 1.16

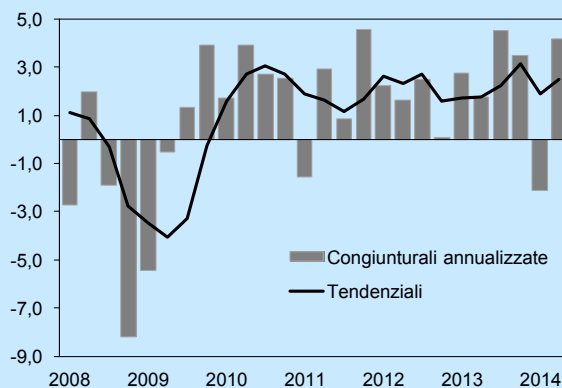
Nell'Eurozona fiducia in calo
(Sentimento economico; indici 2005=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Grafico 1.17

Prosegue a ritmi sostenuti la ripresa USA
(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

particolare, dagli investimenti (+8,2%), sia residenziali (+7,2%) che non (+8,4%). Più modesto è risultato l'incremento dei consumi (+2,5%), ancora influenzati dalla necessità di ricostituire un più elevato tasso di risparmio.

Il riequilibrio interno a favore degli investimenti, la cui quota sul PIL in termini reali è risalita oltre il 16% dopo essere scesa sotto il 14% a fine 2009, è un elemento positivo che tende a rendere più duraturo l'attuale ciclo espansivo dell'economia, oltre che a incrementarne il potenziale.

Il recupero degli investimenti proseguirà anche nei prossimi trimestri, grazie all'elevata redditività, all'abbondante liquidità delle imprese e alle condizioni finanziarie favorevoli. Nel secondo trimestre 2014 i profitti sono, infatti, aumentati del 6,3% rispetto al primo; a luglio i prestiti alle imprese sono balzati del 10,9% rispetto a un anno prima; sono scesi i tassi sulle obbligazioni e i nuovi rialzi di Borsa riducono il costo del capitale di rischio.

L'ulteriore allentamento delle condizioni di accesso al credito sia per le imprese sia per le famiglie è stato confermato dall'indagine presso le banche effettuata dalla FED a luglio: una percentuale crescente dei responsabili all'erogazione di mutui e prestiti ha dichiarato di praticare condizioni meno stringenti alla clientela. Ciò faciliterà anche l'erogazione di prestiti ipotecari e renderà più accessibile l'acquisto di case, favorendo così una più decisa espansione degli investimenti immobiliari.

A conferma del buon andamento degli investimenti, gli ordini di beni durevoli, pur contrattandosi leggermente, in luglio al netto di difesa e aeromobili si sono mantenuti sui livelli molto elevati raggiunti a giugno, quando erano balzati del 5,4% su maggio.

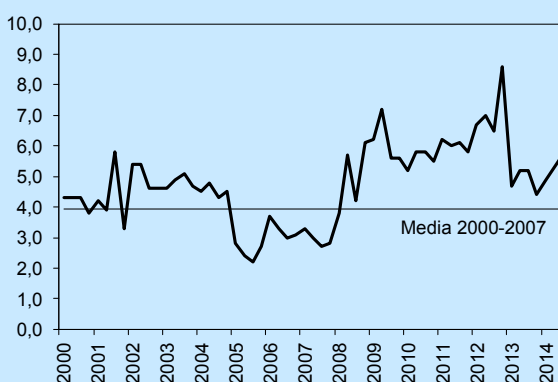
Il forte slancio dell'economia americana è stato ribadito in agosto dagli indici di attività ISM: quello manifatturiero è salito ai massimi da aprile 2011 (59,0 da 57,1 in luglio), segnalando un'ulteriore accelerazione dell'attività; in forte rialzo sono risultati i sottoindici relativi agli ordini (66,7 da 63,4) e alla produzione (64,5 da 61,2). Nei servizi l'indice è balzato a 59,6 (da 58,7), il massimo da settembre 2005.

I consumi, invece, sono aumentati più lentamente per la necessità delle famiglie di riequilibrare i bilanci con una maggiore propensione al risparmio, caduta nel 2013 a causa delle misure di risanamento dei conti pubblici (Grafico 1.18). Il tasso di risparmio è salito dal 4,1% di dicembre 2013 al 5,7% dello scorso luglio, ma aveva raggiunto l'8,6% nel quarto trimestre 2012.

Il costante aumento del numero degli occupati (+142mila in agosto, +215mila medio mensile da inizio anno), il lento ma progressivo recupero dei salari e il forte miglioramento della situazione patrimoniale delle famiglie (grazie al rialzo dei prezzi delle case e delle azioni) avranno, inoltre, un duplice effetto: aumenteranno il potere d'acquisto e continueranno a rinsaldare la fiducia (in agosto salita di altri due punti, ai massimi da ottobre 2007).

Grafico 1.18

Le famiglie americane ricostituiscono il risparmio (Tasso di risparmio in % del reddito disponibile)



Dati di luglio per il terzo trimestre 2014.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

Sarà svolta nella politica di bilancio europea?

È più debole e incerta la ripresa economica dell'Eurozona che segue due anni di recessione. Ciò è conseguenza di scelte, che si sono rivelate in larga parte inadeguate, compiute a partire dal 2008 dalle autorità europee. È impietoso il confronto con gli Stati Uniti, dove la politica di bilancio è stata più ampia e attenta, anche nella fase di riduzione del deficit pubblico, a non far deragliare la ripartenza dell'economia, e dove la politica monetaria è stata molto più accomodante ed efficace (al netto delle differenze istituzionali). L'Eurozona è rimasta, invece, vittima dell'*austerità*, attuata con imponenti manovre restrittive e simultaneamente in diversi paesi, con effetti pro-ciclici che hanno finito per danneggiare non solo le economie dei paesi periferici ma anche quelle dei paesi *core*, inclusa la stessa Germania. Il Presidente della BCE, Mario Draghi, ha recentemente sottolineato che è cruciale, per uscire dalla crisi, non solo agire dal lato dell'offerta attraverso le riforme ma anche sostenere la domanda, utilizzando la stessa leva della politica di bilancio. Si tratta di una rivoluzione copernicana. Spetta ai governi e alla Commissione europea dimostrarsi all'altezza della sfida.

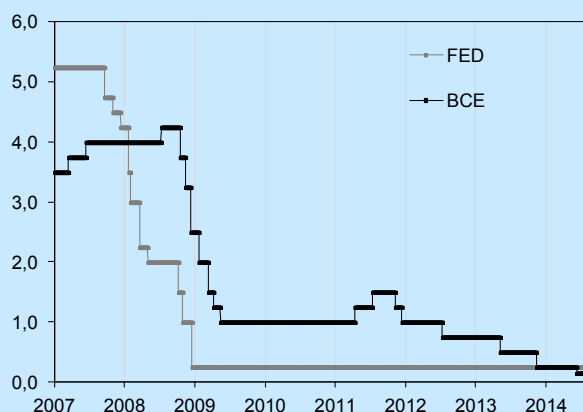
Dal fallimento di *Lehman Brothers* a oggi la risposta americana alla crisi è stata ispirata al pragmatismo e sta risultando ben più efficace di quella europea. Tra fine 2008 e il 2009, tutti i governi dei paesi avanzati, fieri della lezione appresa dalla crisi del 1929, compresero la necessità di dare spazio a politiche di bilancio e monetarie espansive, il più possibile coordinate. Nell'Eurozona, nonostante l'incoraggiamento della Commissione europea nell'autunno 2008, gli stimoli di bilancio, decisi in modo discrezionale dai singoli paesi membri, furono, per stazza, più modesti che altrove (anche perché ciascun paese cercò di approfittare del traino degli altri, spesso puntando a salvaguardare interessi nazionali) e allocando le risorse senza considerare gli effetti della recessione su ciascuna economia (l'ammontare delle risorse erogate da ciascun paese fu determinato dagli spazi di bilancio). Il deficit pubblico nell'Eurozona passò dallo 0,7% del PIL nel 2007 al 6,3% nel 2009, mentre negli USA la risposta fu ben più ampia: il deficit salì al 14,7% nel 2009 dal 4,0% del PIL nel 2007.

Anche la politica creditizia e monetaria americana fu più incisiva e tempestiva di quella europea: il sostegno alle banche fu messo subito in campo e la FED iniziò ad abbassare il tasso di interesse ufficiale molto prima e più rapidamente della BCE (la quale, anzi, aumentò i tassi sia nel corso del 2008 sia nel 2011; Grafico A). Inoltre, la Fed varò rapidamente piani di acquisto di titoli, prima privati (per far ripartire il mercato monetario) poi pubblici (per tener bassi i tassi a lunga) mentre la BCE solo nella seconda metà del 2009 avviò timidamente il suo programma di acquisto di titoli privati, poi sospeso, e solo ora lo ha rilanciato (quello di titoli pubblici, sia effettivo - all'interno del SMP - sia annunciato - OMT - è sempre stato finora condizionato, anche per le carenze di costruzione dell'Eurozona). Il risultato finale fu che tra il 2009 e il 2010 il PIL degli USA crebbe del 2,5% mentre quello dell'Eurozona dell'1,9%.

Ma è soprattutto dal 2011, con l'esplosione nell'Eurozona della crisi dei debiti sovrani, che le poli-

Grafico A

Più incisiva e tempestiva la discesa dei tassi negli USA
(Tassi ufficiali, valori %)



Per la FED da dicembre 2008 si considera la parte alta della forchetta (0-0,25).
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Thomson Reuters.

tiche adottate dalle autorità europee appaiono controproducenti per uscire dalla crisi¹: le economie dei paesi euro perdono terreno e cominciano ad avvitarci su se stesse, al contrario di ciò che accade negli Stati Uniti. Tra il 2011 e il 2013 il PIL dell'Eurozona è sceso dell'1,1% ed è risultato nel secondo trimestre 2014 del 2,4% inferiore al picco pre-crisi, mentre negli USA è salito del 4,7% ed è del 6,7% sopra quel picco. Inoltre, negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione dal massimo del 10,0%, raggiunto nell'ottobre 2009, è sceso al 6,1% nell'agosto 2014, mentre nell'Eurozona è cresciuto dal 9,8% di inizio 2011 a un record del 12,0% da marzo a settembre 2013.

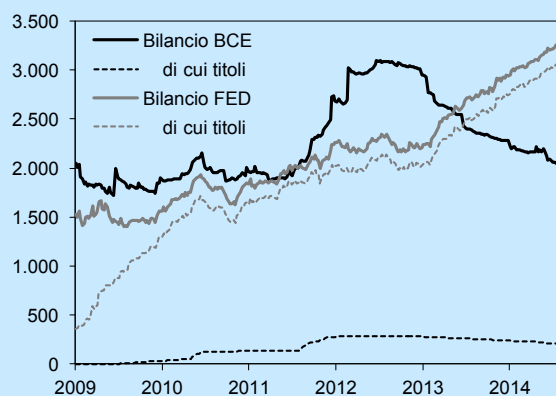
La crisi dei debiti sovrani, per il modo in cui è stata gestita, ha allargato gli spread sui rendimenti dei titoli di stato e ha contribuito in modo decisivo a rendere inefficace la politica monetaria. Contemporaneamente ha bloccato la possibilità di utilizzare il bilancio pubblico in senso anti-ciclico. Nonostante tassi di interesse ufficiali bassi, il costo dei prestiti è salito vertiginosamente a causa dell'accresciuto rischio paese determinando il più grave *credit crunch* del dopoguerra. Contemporaneamente imponenti manovre restrittive di bilancio pubblico sono state imposte dalle autorità europee con l'obiettivo di accrescere la sostenibilità dei debiti pubblici e ripristinare la fiducia dei mercati finanziari. La "risposta" europea alla crisi dei debiti sovrani si è tradotta, nei paesi periferici, in una restrizione sia monetaria sia di bilancio pubblico. Ma la simultaneità e la stazza delle restrizioni hanno finito per avere *spillover* negativi significativi anche sui paesi *core*. Un recente lavoro della Commissione europea mostra che questi *spillover* hanno più che raddoppiato gli effetti negativi delle restrizioni sulla crescita del PIL anche al di fuori dei PIIGS². D'altra parte, la stessa Germania, che ha attraversato meglio la crisi, in considerazione della forte dipendenza della sua economia dalle esportazioni non poteva rimanere estranea alla crisi degli altri paesi dell'Eurozona³. L'arretramento della domanda (interna) dei partner europei, non compensato da una espansione interna alla Germania della stessa entità, ha finito per avere effetti negativi anche sulla dinamica del PIL tedesco.

Negli Stati Uniti, invece, in concomitanza con la crisi dei debiti sovrani, nel perseguire gli obiettivi domestici la politica monetaria è divenuta ancora più espansiva (ed efficace) con tassi vicini allo zero, sempre al di sotto di quelli europei, e massicci acquisti di titoli pubblici e privati: a fine 2011 pari a circa 7 volte e mezza gli acquisti della BCE (Grafico B). Il Governo federale ha progressivamente ridotto il deficit di bilancio, grazie anche agli effetti sugli stabilizzatori automatici del miglioramento dell'economia, che è rimasto comunque su un livello decisamente più elevato di quello dell'Eurozona: negli USA, dall'11,0% del PIL nel 2011, il deficit è sceso al 7,3% nel 2013; mentre nell'Eurozona si è passati dal 4,2% al 3,0%. Il rientro del deficit negli USA è stato accentuato solo quando il PIL ha ripreso a crescere e l'*output gap* ha cominciato a chiudersi.

Un confronto delle politiche di bilancio adottate da Stati Uniti ed Eurozona può essere condotto

Grafico B

Imponenti gli acquisti di titoli della FED
(Bilancio BCE e FED: totale e titoli pubblici e privati; miliardi di euro; dati settimanali)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FED e BCE.

¹ Al riguardo si veda il riquadro *Politiche espansive per uscire dalla crisi* in CSC, Scenari economici n. 14, giugno 2012.

² Si veda Jan in 't Veld, *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, Commissione europea, Economic Papers n. 506, ottobre 2013.

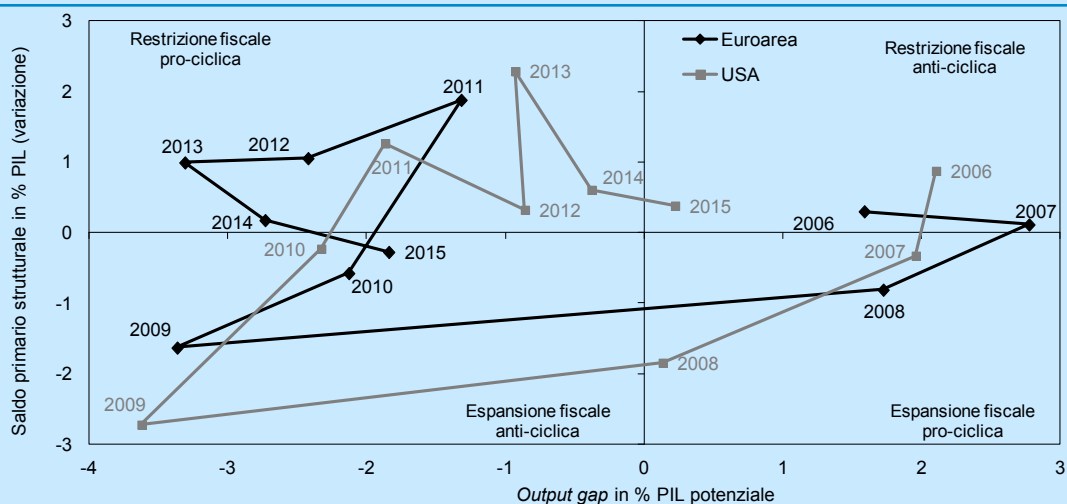
³ Si veda il riquadro *Germania über alles... se l'Europa non affonda* in CSC, Scenari economici n. 14, giugno 2012.

analizzando la cosiddetta *fiscal stance*, cioè l'impostazione della politica di bilancio rispetto alle potenzialità dell'economia. Per misurarla si considerano di solito la variazione del saldo primario strutturale e l'*output gap*⁴.

Durante la crisi gli Stati Uniti hanno adottato politiche di bilancio più espansive dell'Eurozona nel 2009, pressoché neutrali nel 2010 e la restrizione, accennata nel 2011, è stata poi frenata nel 2012 (la *fiscal stance* è tornata neutrale), per essere accentuata solo nel 2013 quando il *gap* tra PIL effettivo e PIL potenziale si è ridotto (Grafico C). Nell'Eurozona, l'espansione di bilancio del 2009 è stata più moderata di quella USA, ma soprattutto il picco della restrizione di bilancio è stato attuato nel 2011, in piena crisi dei debiti sovrani e in presenza di un'ampia capacità produttiva inutilizzata, e la restrizione è continuata nel 2012 e nel 2013 mentre si è ampliato l'*output gap*.

Grafico C

Più restrittiva e pro-ciclica la politica di bilancio in Europa
(Euroarea 12 e USA; saldo primario strutturale e *output gap*)



Le combinazioni tra *output gap* e variazione dei saldi primari di bilancio strutturali possono essere quattro: *output gap* negativo con restrizione di bilancio (quadrante in alto a sinistra nel grafico) oppure con manovre espansive (quadrante in basso a sinistra); *output gap* positivo e politica di bilancio restrittiva (quadrante in alto a destra) o espansiva (quadrante in basso a destra). Politiche anti-cicliche richiederebbero che i paesi si posizionassero nel quadrante in basso a sinistra oppure in quello in alto a destra.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Ciò che è avvenuto in Europa è esattamente il contrario di quello che andava fatto. Per operare un'efficace funzione di stabilizzazione della domanda interna, la politica di bilancio deve essere di carattere anti-ciclico: azioni di consolidamento dovrebbero essere messe in atto nelle fasi espansive, viceversa andrebbe attuato un allentamento nelle fasi recessive.

È su questa linea che si inserisce la recente presa di posizione del Presidente della BCE, che alla luce dei risultati sull'economia e sull'occupazione e della minaccia di deflazione ha richiamato l'attenzione sulla necessità che la politica di bilancio nell'Eurozona torni a svolgere un ruolo positivo sulla crescita (*growth-friendly*), insieme alla politica monetaria. In particolare, Draghi ha indicato quattro modi in cui ciò potrà avvenire:

⁴ Il saldo primario strutturale è costruito a partire dal saldo del bilancio pubblico al netto della spesa per interessi e corretto per gli effetti del ciclo economico. La sua variazione positiva (negativa) indica restrizione (espansione) della politica di bilancio. L'*output gap* è la differenza tra il PIL effettivo e quello potenziale: se il primo è maggiore del secondo il paese ha spazio per politiche restrittive, viceversa se il PIL effettivo è minore del potenziale.

1. le regole di bilancio vanno interpretate in modo flessibile per favorire la ripresa e consentire l'attuazione delle riforme strutturali;
2. le entrate e le spese pubbliche vanno riorganizzate (a saldo zero) in modo da favorire la crescita del PIL. Ciò significa eliminare le spese improduttive e accrescere quelle che possono avere importanti effetti sulla crescita e ricomporre le entrate fiscali, avendo sempre in mente gli effetti moltiplicativi sulla domanda;
3. deve essere accresciuto il coordinamento delle politiche di bilancio dei paesi euro per assicurare il perseguimento di un obiettivo di *fiscal stance* unico a livello di Eurozona. Nell'attuale fase, ciò significa che i paesi che hanno maggiori spazi di manovra dovranno espandere i propri bilanci;
4. va avviato un ampio programma di investimenti a livello europeo, in linea con la proposta del Presidente entrante della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, di destinare 300 miliardi di euro a questo scopo.

Si tratta di indicazioni rilevanti che richiedono ai governi europei un cambiamento di rotta tanto importante quanto necessario ad accelerare la ripresa dell'Eurozona.

Giappone: stop and go?

Il PIL nipponico si è contratto del 7,1% congiunturale annualizzato nel secondo trimestre 2014 per gli effetti su consumi privati (-19,0%) e investimenti delle imprese (-18,8%) dell'aumento dell'IVA scattato in aprile. La più forte contrazione dell'economia dallo tsunami del 2011 ha più che compensato la brillante performance del primo trimestre (+6,0%), attribuibile all'anticipo degli acquisti in vista proprio dell'incremento della tassa sui consumi (Grafico 1.19).

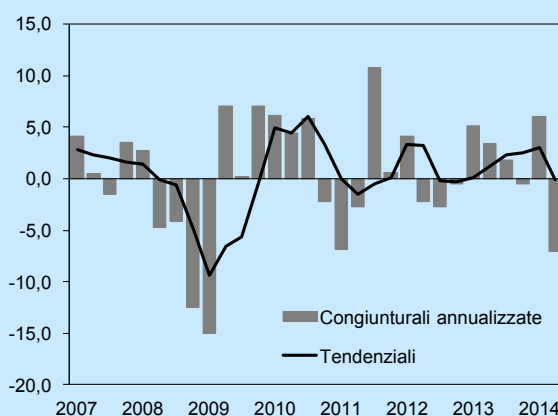
Per il terzo trimestre ci sono aspettative di un deciso recupero dell'economia, confermate dall'accelerazione del settore manifatturiero (PMI a 52,2 in agosto, massimo da marzo, da 50,5) e alimentate dalla piena occupazione.

Tuttavia, il quadro internazionale incerto non aiuta le esportazioni, che sono già cadute del 2,0% annualizzato nel secondo trimestre, mentre i salari non tengono il passo dell'inflazione (l'incremento reale a luglio, +0,5% al netto dell'effetto sui prezzi dell'aumento delle imposte indirette, è legato all'erogazione una tantum dei bonus). Nell'ipotesi di recupero nella seconda metà di quest'anno e della conferma di un nuovo aumento dell'IVA dall'8% al 10% nell'ottobre 2015, il CSC stima un aumento del PIL sopra l'1% sia nel 2014 sia nel 2015.

L'allentamento monetario qualitativo e quantitativo della *Bank of Japan*, in atto da aprile 2013, ha portato al deprezzamento dello yen e all'uscita dalla deflazione: in luglio l'indice *core* dei prezzi al consumo è cresciuto del 3,3% annuo, dell'1,3% escludendo l'effetto dell'incremento dell'imposta sugli acquisti. Un ulteriore stimolo monetario a inizio 2015

Grafico 1.19

Giappone: economia in altalena
(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Cabinet Office.

non è escluso nel caso in cui i dati del terzo trimestre mettano in dubbio la ripresa e il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione stabile al 2% nel 2015.

Le riforme strutturali, ossia la "terza freccia" dell'*Abenomics*, sono state annunciate: riduzione delle imposte sugli utili societari al di sotto del 30% dall'attuale 35,6%; deregolamentazione di mercati del lavoro, energia, agricoltura e sanità; incentivi per aumentare la partecipazione al mercato del lavoro di donne e immigrati, con l'obiettivo di contrastare gli effetti dell'invecchiamento della popolazione; gestione delle risorse del fondo pensioni pubblico (riducendo gli acquisti di obbligazioni e aumentando quelli di azioni domestiche) finalizzato a sostenere gli investimenti. Rimane incerta l'attuazione di tale piano: in autunno il governo dovrà definire le norme attuative e spiegarne la copertura finanziaria, evitando deviazioni dal sentiero di riduzione del deficit pubblico e di stabilizzazione del rapporto debito/PIL.

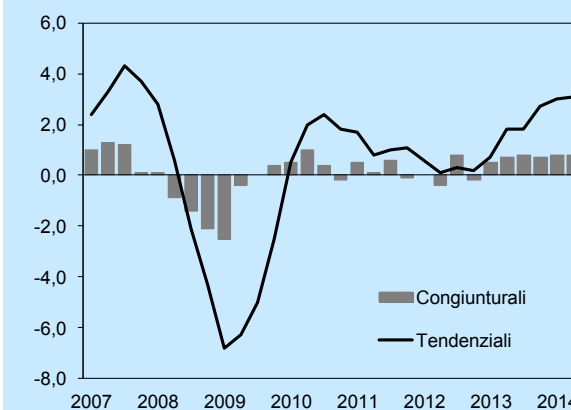
Regno Unito sopra il picco pre-crisi L'economia britannica è cresciuta dello 0,8% congiunturale nel secondo trimestre 2014, incremento analogo a quello ottenuto nei quattro trimestri precedenti (Grafico 1.20). Il picco pre-crisi del PIL toccato all'inizio del 2008 è stato superato così dello 0,2%.

La crescita è stata, però, meno bilanciata che nel primo trimestre: il settore dei servizi ha continuato a fare da traino con la variazione più forte dal terzo trimestre 2012 (+1,0%), mentre la produzione industriale è salita solo dello 0,3%; per la prima volta dal 2013 l'attività nelle costruzioni non è aumentata. La spesa per consumi privati ha guidato ancora la domanda: le vendite al dettaglio hanno registrato nel secondo trimestre il più forte aumento in 10 anni (+1,6% sul primo). Nonostante un moderato rallentamento sia atteso nella seconda parte dell'anno a causa della debolezza delle esportazioni, condizionate dalla fiacca domanda dell'Eurozona e dall'effetto ritardato dell'apprezzamento della sterlina negli scorsi mesi, il PIL salirà nel 2014 attorno al 3%, rallentando di poco nel 2015.

Peserà il cambiamento nella strategia di politica monetaria della *Bank of England* (BoE), che sarà la prima banca centrale a rialzare i tassi. Il rallentamento dell'inflazione, in giugno all'1,6% e per il settimo mese consecutivo al di sotto dell'obiettivo del 2% della BoE, e la riduzione dei salari nominali registrata nei tre mesi fino a giugno (-0,2% annuo), la prima dal 2009, hanno reso più probabile il rinvio a inizio 2015 dell'aumento del tasso ufficiale dallo 0,5% attuale. Indipendentemente dal momento della prima stretta, la BoE ha assicurato che la nuova strategia di politica monetaria sarà basata su aumenti graduali e limitati del tasso di interesse, permettendo la programmazione dei piani di investimento con un'ottica di medio termine ed evitando di caricare l'economia di eccessivi oneri finanziari derivanti dagli ancora ingenti debiti pubblici e privati. Il governo dovrà continuare il risanamento dei conti pubblici ma potrebbe essere chiamato a un passo indietro prima delle elezioni del maggio 2015 se il 18 settembre gli scozzesi dovessero esprimersi per l'indipendenza dal Regno Unito. La vittoria degli indipendentisti avrebbe conseguenze economiche e politiche, che si estenderebbero all'intera Unione europea, difficili da calcolare, aumentando incertezza e volatilità dei mercati

Grafico 1.20

Regno Unito: crescita robusta
(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)

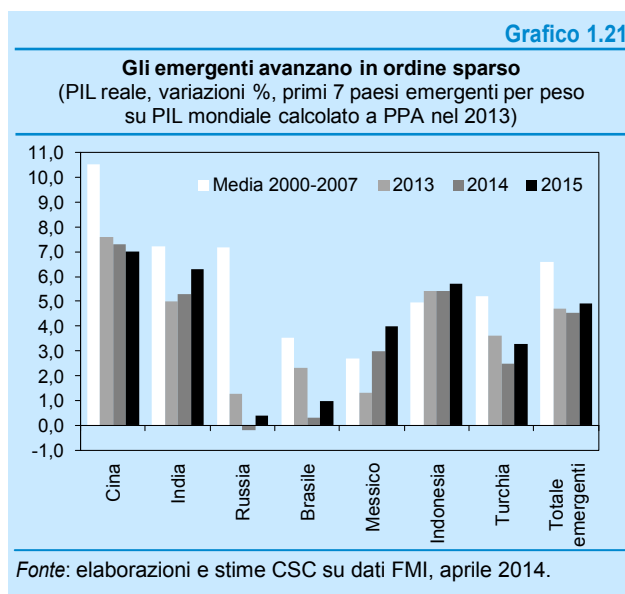


Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

finanziari. Potrebbe mettere fine all'unione monetaria del Regno Unito con la Scozia, basata sulla sterlina.

Gli emergenti decelerano ancora La crescita dei paesi emergenti ha decelerato nel 2013 al 4,7% dal 5,0% del 2012. Il CSC prevede un'ulteriore frenata al 4,5% nel 2014 e un'accelerazione al 4,9% nel 2015³. Ritmi comunque inferiori al 6,6% del 2000-2007, ma vicini al 4,9% medio degli ultimi trent'anni.

Le nuove stime CSC sui paesi emergenti si basano sull'ipotesi di mitigazione delle tensioni politiche nel corso del 2015. Sono state limitate rispetto a quelle elaborate in giugno (4,6% e 5,0%, che erano già molto più basse del consenso) principalmente a causa del conflitto tra Russia e Ucraina, del rallentamento più marcato dell'atteso in Brasile e dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente (Iraq, Libia, Israele-Palestina) che alimentano un clima d'incertezza, minando la fiducia d'investitori e consumatori (Grafico 1.21). L'anno prossimo la crescita sarà più elevata grazie al miglior andamento dell'India e di molti paesi africani, al riassetto di Brasile e Turchia, a un'Europa emergente in ripartenza capeggiata dalla Polonia e, auspicabilmente, a un'attenuazione dei conflitti in Europa e Medio Oriente⁴.



La Cina resta il motore trainante La Cina crescerà del 7,3% nel 2014 e del 7,0% nel 2015; le previsioni del CSC restano invariate ai valori bassi indicati già a dicembre 2013, ma aumentano i rischi al rialzo⁵. Nei primi sei mesi del 2014 il PIL è aumentato del 7,4% annuo, la seconda metà dell'anno sarà di crescita più lenta, ostacolata soprattutto dalla crisi del mercato immobiliare. La Cina si sta spostando su un nuovo sentiero di sviluppo ma la transizione non è esente da rischi di inciampo e il governo sta sperimentando diverse misure di stimolo monitorandone gli effetti. I provvedimenti varati in primavera hanno alimentato la crescita, con la spesa pubblica in aumento del 26% annuo in giugno, tornata poi a ritmi più sostenibili in luglio (+10% annuo; Grafico 1.22)⁶.

Tra i segnali positivi c'è l'affermazione delle piccole e medie imprese cinesi, mediamente più flessibili ed efficienti delle grandi aziende di stato. Il loro PMI in agosto ha superato la soglia di 50 per la prima volta da aprile 2012, un segnale importante per valutare l'efficacia delle politiche del governo per lo sviluppo di queste imprese, che nei primi sei mesi del 2014 hanno creato 10 milioni di posti di lavoro nelle aree urbane. Ciò nonostante, come evidenziato dallo stesso premier Li Keqiang, molto rimane da fare per favorirne la crescita, a cominciare dall'accesso al

³ In luglio sono state diffuse le nuove parità di poteri di acquisto (PPA) e quindi sono cambiati i livelli dei PIL di tutti i paesi calcolati a PPA e il loro peso sul PIL mondiale. Ciò ha portato ad aumentare l'incidenza degli emergenti che, nel 2013, è passata dal 50,4% stimato in precedenza al 56,4%. Tuttavia i nuovi pesi per i singoli paesi saranno pubblicati in ottobre, per cui le stime CSC non incorporano ancora le revisioni delle PPA.

⁴ Per approfondimenti su Polonia e Turchia si veda CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014.

⁵ Nei prossimi mesi ci saranno importanti revisioni nei dati dell'economia cinese che influiranno sui livelli e sulla composizione del PIL. Esse saranno dovute ai risultati del censimento e all'adozione dei nuovi criteri internazionali di contabilità nazionale. Ciò avrà ricadute sui tassi storici di crescita del PIL e sulle previsioni.

⁶ Si veda CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014 per ulteriori dettagli sulla Cina.

credito, ma anche di contesto in cui operano (la Cina è 96esima nella graduatoria *Doing Business* della Banca Mondiale). Lo sviluppo delle piccole e medie imprese sarà fondamentale per conseguire i guadagni di produttività necessari al paese, attraverso maggiore concorrenza e spinta all'innovazione.

Il governo nei prossimi mesi continuerà a sostenere la crescita economica attraverso misure mirate e proseguirà il percorso di razionalizzazione degli investimenti pubblici per contenere i debiti delle amministrazioni e delle aziende statali. Monitorerà, intervenendo se necessario, i settori immobiliare e creditizio e soprattutto continuerà la lotta alla corruzione, già cominciata nelle sfere più alte del partito, al fine di rinforzare la fiducia del popolo cinese nel governo.

Smart cities per la nuova India

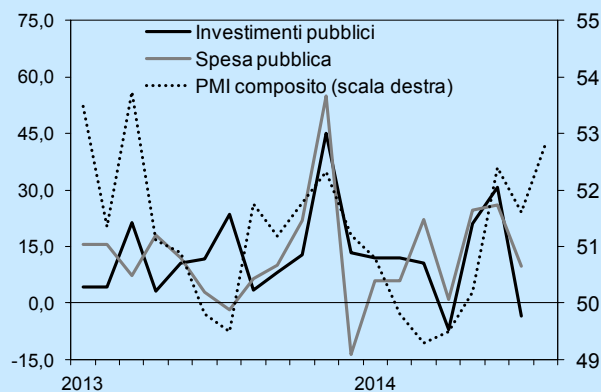
Le previsioni del CSC per l'India restano invariate da giugno: +5,3% il PIL nel 2014 e +6,3% nel 2015⁷. Un ritmo superiore agli ultimi due anni (4,7%), ma inferiore al 7,2% medio del 2000-2007. Il nuovo slancio verrà anzitutto dal miglioramento della fiducia, grazie a un governo stabile e orientato alle riforme.

La fragilità dell'economia indiana deriva soprattutto dagli ostacoli allo sviluppo del settore manifatturiero, sul quale incidono le infrastrutture fatiscenti, le inefficienze di un sistema economico troppo regolamentato e le politiche del governo uscente che scoraggiano gli investimenti esteri, la concorrenza e le collaborazioni tra imprese pubbliche e private. Il presidente Modi è stato eletto proprio per sgombrare questi ostacoli. I mercati finanziari credono nel nuovo slancio dell'economia indiana, con la Borsa che ha guadagnato il 15% da maggio e la rupia ai valori massimi del 2014. Il PMI composito da maggio è tornato in area espansiva (Grafico 1.23).

Nel budget del governo pubblicato in luglio il focus rimane sul risanamento dei conti pubblici, ma vengono indicate misure importanti per attrarre investimenti e rivitalizzare la crescita⁸. Tra esse, la più interessante è il programma di costruzione di 100 *smart cities* che attiverrebbe circa mille miliardi di euro d'investimenti (pubblici e privati) trasformando la competitività indiana nel prossimo decennio. Ciò avverrà sia per aumentare il potenziale di crescita sia per far fronte alla pressione demografica (nei prossimi 15 anni la popolazione indiana è prevista

Grafico 1.22

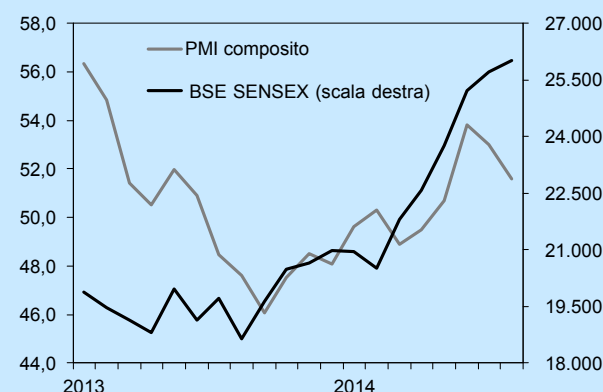
Crescita cinese legata alla spesa pubblica
(Spesa e investimenti pubblici, dati mensili, variazioni % annue; PMI soglia neutrale=50)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Ministero delle Finanze, NBS, IHS.

Grafico 1.23

In India con il governo Modi sale la fiducia
(PMI composito, indice di diffusione, soglia neutrale=50; indice sintetico di borsa 1978=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters e Markit.

⁷ Per l'India si considera l'anno fiscale che va da aprile a marzo (ad esempio, il 2014 va da aprile 2014 a marzo 2015).

⁸ Per maggiori informazioni sulle politiche di Modi si veda anche CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014.

umentare di 200 milioni di individui). Nel paese sono già stati avviati progetti analoghi, tutti ancora in corso, che hanno attratto le più importanti multinazionali tecnologiche estere: ad esempio il *Gujarat International Finance Tec-City* è partito nel Gujarat quando Modi ne era governatore; la città è destinata a diventare un centro internazionale di servizi finanziari e un polo tecnologico. Le *smart cities* fungeranno da catalizzatori di sviluppo perché richiederanno investimenti in infrastrutture, attrarranno capitali esteri, offriranno vantaggi fiscali alle imprese che vi operano favorendo l'intera filiera delle costruzioni e, quando le prime *smart cities* saranno completate, eserciteranno pressione competitiva sulle aree rimaste indietro. Se Modi riuscirà a portare avanti questo progetto con la stessa tenacia dimostrata da governatore del Gujarat, la crescita potenziale del paese aumenterà generando milioni di nuovi posti di lavoro per i giovani indiani, e non solo.

Russia in retromarcia

In direzione opposta viaggia la Russia: il CSC rivede all'ingiù le stime di crescita del PIL: -0,2% nel 2014 e +0,4% nel 2015 (dopo il +1,3% del 2013), con ulteriori rischi al ribasso che dipendono dall'evolvere della crisi con l'Ucraina in corso (Grafico 1.24). In giugno, prima del nuovo inasprimento delle tensioni, si stimava un +0,5% nel 2014 e un +1,5% nel 2015.

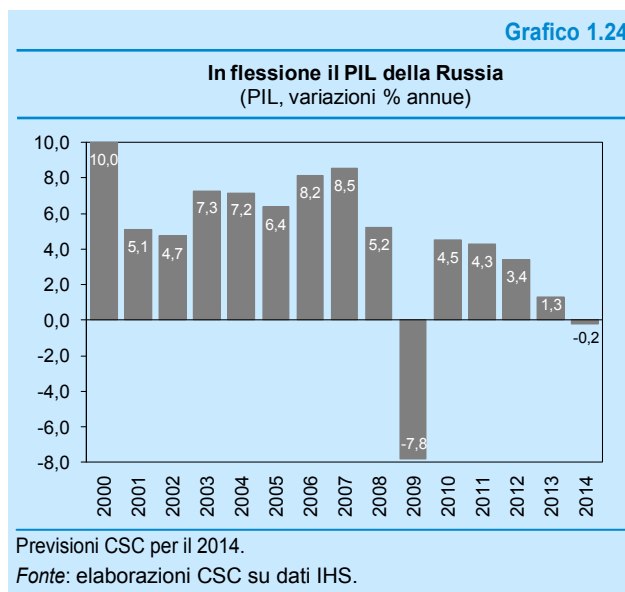
Il PIL russo ha registrato un +0,2% nel secondo trimestre 2014 rispetto al primo, dopo il +0,1% nel trimestre invernale; la crescita non è più frenata solo dall'export netto e dagli investimenti, ma anche dai consumi privati che erano stati negli ultimi anni il principale motore dell'economia. I dati pubblicati in luglio sono stati migliori di quelli

di giugno e superiori alle attese (vendite +2,9% mensile, PMI manifatturiero in area espansiva), ma ci si aspetta che tornino a peggiorare. Il blocco delle importazioni di numerosi beni, soprattutto alimentari e tessili, da UE, USA e Canada sta causando forti pressioni al rialzo sui prezzi oltre che scarsità di alcuni prodotti e aumento delle preoccupazioni dei consumatori; tutto ciò si rifletterà nei dati d'inflazione e fiducia delle famiglie (quindi sui consumi). L'incertezza si riflette nell'atteggiamento conservativo degli operatori (russi e stranieri) in attesa di una svolta nelle relazioni; ciò sta frenando gli scambi di beni (in particolar modo intermedi e d'investimento) e lo sviluppo di nuovi rapporti commerciali in tutti i settori. Nel 2013 il paese ha assorbito il 2,5% delle esportazioni dell'Euro area e il 2,8% di quelle dell'Italia (per maggiori dettagli si veda il riquadro *Gli effetti della crisi russo-ucraina sull'export italiano*).

Energia: Russia e UE indispensabili l'uno per l'altro

La Russia è un importante fornitore di energia e il 60% delle sue esportazioni di gas verso l'UE (pari al 20% dei consumi dell'Unione), transita dall'Ucraina. A metà giugno Mosca ha deciso di chiudere i condotti del gas verso l'Ucraina e il livello di tensione raggiunto dallo scontro mostra la determinazione del Cremlino ad adottare misure estreme per perseguire gli interessi nazionali nella regione. Eventuali ritorsioni da parte di Gazprom verso l'Europa in questo momento sarebbero però attutate dal fatto che il mercato europeo del gas è in eccesso di domanda, risultato del crollo dei consumi e dalle condizioni climatiche miti. Inoltre, non vanno sottovalutati due fattori che hanno per decenni caratterizzato le relazioni energetiche

Grafico 1.24



russo-europee: il ruolo chiave delle rendite energetiche per il budget federale russo, al quale contribuiscono per il 60%, e l'importanza dell'Europa che è la principale e più redditizia destinazione dei volumi esportati da Gazprom. Pertanto, prima di ricorrere in modo massiccio all'utilizzo dell'arma energetica, in particolare verso partner chiave come Germania e Italia, le relazioni tra Russia e UE dovranno realmente giungere a un punto di non ritorno difficile da prospettare. L'Italia è, insieme alla Germania, tra i grandi acquirenti di gas russo, che copre il 43% dei consumi italiani di gas.

Brasile in recessione, poca fiducia

Le previsioni del CSC sono riviste a ribasso anche per il Brasile: +0,3% nel 2014 e +1,0% nel 2015, dopo il +2,5% del 2013 (in giugno si stimava +1,5% e +2,0%). Il paese è entrato in recessione tecnica con un -0,6% congiunturale del PIL nel secondo trimestre 2014, dopo il -0,1% nel primo (rivisto al ribasso da +0,2%); in contrazione soprattutto investimenti e spesa pubblica. Il prossimo anno sarà migliore del corrente, principalmente grazie ai progressi del contesto internazionale e all'aumento della fiducia dopo le elezioni. Il 5 ottobre i brasiliani saranno chiamati alle urne e ciò, in condizioni normali, si accompagna a maggiore spesa pubblica elettorale; tuttavia, il deficit pubblico è in aumento e non consente grandi spazi di manovra. A tenere a freno l'economia è soprattutto la scarsa fiducia degli operatori sul possibile rilancio del paese. Il PMI composito è in area di contrazione da aprile (46,5 in agosto; Grafico 1.25).

Il paese si trova in un circolo vizioso in cui gli investimenti non ripartono per la sfiducia e l'economia non cresce perché non ci sono investimenti. I consumi hanno fatto per lungo tempo da traino, ma le famiglie sono molto indebitate e oggi pagano un elevato servizio del debito. Sono più che mai necessarie riforme strutturali per rendere l'economia competitiva⁹. Riforme che il governo in carica non sembra volere, o essere in grado di, varare; proprio per questo l'esito delle elezioni farà da spartiacque sul sentiero di sviluppo futuro.

Europa emergente in ripresa...

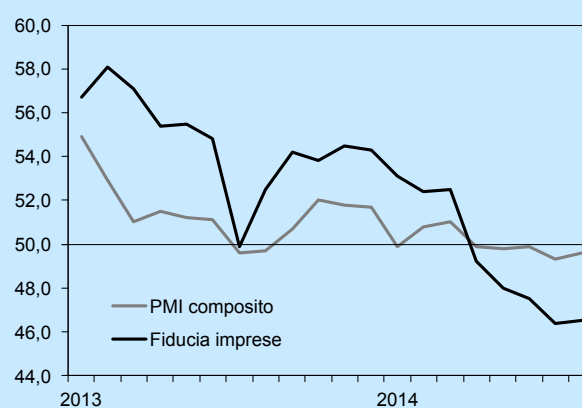
L'Europa emergente è in ripresa¹⁰, anche se le difficoltà non mancano. Difficoltà legate alle tensioni tra Russia e Ucraina e alla domanda interna dell'Eurozona che stenta a ripartire. Nel 2014, la Polonia crescerà a un ritmo superiore al 3%; Romania, Turchia, Ungheria e Bulgaria oltre il 2%, la Croazia resta per il sesto anno in recessione, ma la velocità dell'arretramento sarà inferiore. Nel 2015 il ritmo di crescita di ciascun paese sarà confermato, con rischi al rialzo; la Croazia potrebbe registrare un aumento del PIL.

... Polonia in testa, Turchia sotto la lente

Il paese più importante dell'area, in termini di PIL, è la Turchia, seguita da Polonia e Romania. Le previsioni del CSC per l'economia turca restano invariate a +2,5% nel 2014 e +3,3% nel 2015 di giugno, ma con forti rischi a ribasso a causa degli squilibri nei conti con l'estero: il deficit corrente turco continua a essere finanzia-

Grafico 1.25

PMI e fiducia brasiliani in area recessiva
(Fiducia imprese e PMI composito, indici di diffusione, soglia neutrale=50)



⁹ Per ulteriori dettagli sui consumi in Brasile si veda CSC, Scenari economici n. 20, giugno 2014.

¹⁰ Per Europa emergente si intende un gruppo di paesi formato da: Albania, Bosnia, Bulgaria, Croazia, Georgia, Ungheria, Kosovo, Lituania, Macedonia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia, Turchia.

to da investimenti esteri di portafoglio, ma essi sono in diminuzione a causa delle instabilità politiche interne ed estere (soprattutto nel vicino Iraq) e dell'atteso cambiamento di rotta della politica monetaria americana. Resta aperta la questione dell'autonomia della Banca centrale, che già in passato si è trovata a dover assecondare gli orientamenti del governo in materia di politica monetaria: un ulteriore abbassamento dei tassi d'interesse per stimolare la crescita potrebbe portare a una crisi valutaria. La Polonia nel secondo trimestre 2014 è cresciuta dello 0,6% sul primo, dopo un +1,1%; l'aumento del PIL nei mesi primaverili è derivato in gran parte dalla domanda interna, con gli investimenti in aumento del 3,3%, a testimonianza della solidità dell'economia. Nella seconda parte del 2014 la crescita sarà più debole anche a causa dell'inasprimento delle tensioni commerciali tra UE e Russia.

Medio Oriente sorvegliato speciale Le tensioni politiche in Nord Africa e Medio Oriente stanno ostacolando la crescita dell'area e alimentano il clima di incertezza che già frena gli investimenti e il commercio estero di beni. Se l'ipotesi del CSC di mitigazione dei conflitti non si realizzasse, potrebbero verificarsi difficoltà nell'approvvigionamento delle materie prime energetiche, oltre che pressioni sui prezzi. Per l'Italia i rischi maggiori possono provenire dall'Egitto e dalla Libia. Con un interscambio di 6 miliardi di euro nel 2013, l'Egitto è un importante partner dell'Italia, mentre le tensioni in Libia potrebbero incidere sull'approvvigionamento energetico, oltre che danneggiare direttamente la rilevante presenza italiana. La Libia è il primo fornitore di petrolio dell'Italia (circa un quarto dei consumi italiani) e il terzo di gas naturale (intorno al 14% dei consumi).

Gli effetti della crisi russo-ucraina sull'export italiano

Tra i diversi fronti di tensione geopolitica che si sono aperti nel Mondo dalla fine del 2013 la crisi russo-ucraina è quella con le conseguenze economiche più significative per l'Italia. I suoi effetti pesano direttamente sull'export verso Russia e Ucraina; nel 2013 le vendite verso i due paesi hanno rappresentato il 3,3% dell'export italiano (2,8% verso la sola Russia), ammontando in totale a 12,7 miliardi di euro. Il CSC stima per il 2014 una loro riduzione almeno pari a 1,5 miliardi di euro, lo 0,1% del PIL, nell'ipotesi di un non ulteriore aggravamento delle tensioni in atto.

Tali effetti sono causati soprattutto dal clima di incertezza creato dal conflitto, che ha bloccato le decisioni di consumo e investimento di famiglie e imprese russe e ucraine e, di conseguenza, anche l'import dei due paesi; a questo si aggiungono le sanzioni imposte dalla Russia a partire dello scorso agosto sull'import agroalimentare dall'UE. Tutto ciò si inserisce in un contesto di debolezza delle due economie preesistente rispetto al conflitto.

Alle ricadute dirette sull'export vanno, inoltre, aggiunte le ripercussioni indirette legate alla maggiore incertezza, creata dallo scontro e che influenza le decisioni di investimento anche in Italia e nell'intera Eurozona.

La rilevanza del canale del commercio estero verso Russia e Ucraina fa dell'Italia uno dei paesi più esposti al rallentamento delle loro importazioni. Tra i principali paesi dell'Eurozona, infatti, solo la Germania aveva nel 2013 una quota delle vendite verso i due paesi più elevata di quella italiana, pari al 3,8% (di cui il 3,3% verso la Russia), mentre per l'Eurozona tale quota era del 3,1% (2,6% verso la Russia).

L'origine delle prime tensioni alla fine del 2013 è riconducibile alle ripercussioni politiche interne della mancata approvazione da parte del governo di Kiev, al tempo filorusso, di un provvedimento per l'avvicinamento commerciale dell'Ucraina all'UE. Una simile decisione comporterebbe non poche difficoltà alla Russia, perché la priverebbe della tradizionale

influenza su un'area-cuscinetto tra i propri confini e l'UE, una terra chiave per motivi commerciali, politici oltre che sociali, data la composizione mista delle etnie che popolano il territorio ucraino.

Tuttavia, la Russia si trova già da tempo in una fase di forte rallentamento, che ha cause strutturali. Secondo un rapporto del Ministero dell'economia russo pubblicato nell'agosto 2013, esauritosi il rialzo dei prezzi delle commodity energetiche e in mancanza di riforme strutturali per rilanciare la competitività dell'economia che attivino investimenti interni e dall'estero, la crescita media annua fino al 2030 è prevista a non più del 2,5%, circa un terzo di quella sperimentata dal 2000 al 2007 (+7,2%). Lo stesso scontro con l'Ucraina non è, quindi, indipendente da tale rallentamento, dal quale Mosca ha la necessità di sviare l'attenzione interna.

Gli effetti direttamente misurabili sull'export italiano dello scontro russo-ucraino sono, comunque, solo in parte attribuibili al citato rallentamento strutturale della Russia, la cui domanda di importazioni dall'Italia ha accelerato nel 2013 a +8,2% (dal +7,2% nel 2012), nonostante una frenata del PIL a +1,3% (dal +3,4% del 2012).

Gli effetti sull'export sono ragionevolmente attribuibili al clima di incertezza che si è determinato in Russia e Ucraina a causa del conflitto e che lì si riflette in atteggiamenti conservativi dei consumatori, che frenano gli acquisti di beni finali, e delle imprese, che rinviando l'acquisto di beni intermedi e d'investimento. Non è escluso, peraltro, che, ancora prima dell'entrata in vigore delle sanzioni, vi siano stati un irrigidimento dei controlli burocratici alle frontiere e qualche forma di boicottaggio non ufficiale per i prodotti provenienti dall'UE.

Tra gennaio e giugno 2014 le esportazioni italiane in valore verso Russia e Ucraina sono scese dell'11,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-8,9% verso la Russia e -25,6% verso l'Ucraina; l'export totale italiano ha registrato un +1,6%), mentre erano cresciute del 7,8% nell'intero 2013 e del 6,9% nel 2012.

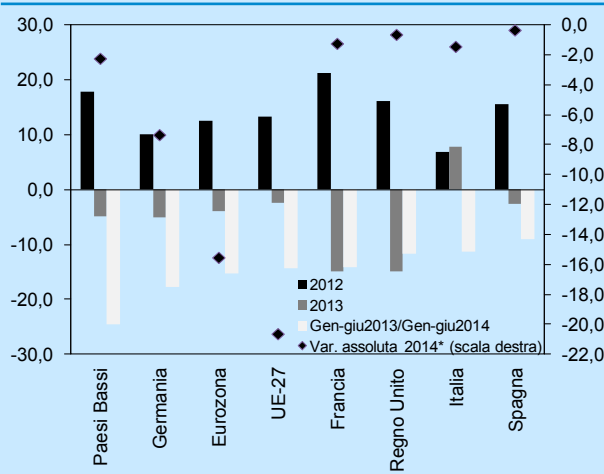
L'export italiano verso i due paesi ha presentato dopo la grande crisi del 2009 una performance migliore rispetto ai principali concorrenti dell'Eurozona. È stato l'unico a crescere sia nel 2012 sia nel 2013 e ha addirittura accelerato nel 2013, mostrando una dinamica robusta al rallentamento economico in atto in Russia e Ucraina. Inoltre, nei primi sei mesi del 2014 si è contratto, in termini annui, meno che nei principali partner (tranne la Spagna; Grafico A).

Se la flessione annua registrata nei primi sei mesi si riproducesse per l'intero 2014, la perdita per l'export italiano sarebbe di 950 milioni verso la Russia e di 480 milioni verso l'Ucraina, per un totale di 1,4 miliardi di euro.

In assenza dello scontro, è verosimile che l'export italiano nei due paesi sarebbe cresciuto a un tasso non lontano da quello del biennio precedente (+7,4%, +7,7%

Grafico A

In Italia e Spagna l'export è caduto meno durante la crisi
(Export verso Russia e Ucraina in valore, variazioni % e in milioni di euro)



* Variazione % 2014 = variazione % gen-giu2013/gen-giu2014.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

verso la Russia e +5,5% verso l'Ucraina). Se si considera tale mancata crescita si arriva a un delta negativo totale per l'export italiano pari a 2,4 miliardi (1,8 miliardi verso la Russia e 580 milioni verso l'Ucraina)¹.

Oltre a questi effetti vanno considerati quelli delle restrizioni russe all'import di prodotti europei: in agosto è stato imposto il divieto, con durata di un anno, di importazione dall'UE, oltre che da Stati Uniti, Canada, Australia e Norvegia, di un elenco dettagliato di prodotti agroalimentari individuati attraverso i codici del Sistema armonizzato (HS, *Harmonized System*) di classificazione delle merci alle dogane². Le sanzioni colpiscono un settore di punta del *made in Italy*, il cui export verso la Russia è stato di 680 milioni nel 2013 (6,3% dell'export italiano verso il paese) ed è rimasto sostanzialmente invariato nei primi sei mesi del 2014, dopo essere cresciuto del 13,4% nel 2013.

Il valore dell'export italiano agroalimentare in Russia sottoposto a restrizione era di 161 milioni di euro nel 2013, pari a un quarto delle vendite del settore in Russia (Grafico B). Tale valore è più basso in Italia che nei principali paesi concorrenti; tra di essi è più alto per la Germania (591 milioni di euro), mentre in termini percentuali il paese che sarà più colpito dalla sanzione è la Spagna (il 58,5% dell'export del settore è sottoposto a divieto)³.

Partendo dal valore nel 2013 dell'export dei beni sanzionati, ipotizzando il mantenimento dell'embargo russo sull'agroalimentare almeno fino alla fine dell'anno e considerando la mancata crescita nel 2014 dell'export agroalimentare italiano verso la Russia rispetto all'incremento medio annuo nel biennio 2012-2013 (+9,8%), il CSC stima una perdita per l'Italia da sanzioni per l'esportazioni del settore agroalimentare pari a circa 80 milioni di euro per i cinque mesi da agosto a dicembre 2014.

La somma degli effetti dell'incertezza, precedentemente calcolati, e delle sanzioni fa salire la perdita nel 2014 per l'export italiano in Russia e Ucraina a 1,5 miliardi, pari allo 0,4% dell'export totale. La mancata crescita arriva a 2,5 miliardi, cioè poco meno dello 0,2% del PIL, se si considera anche il mancato incremento dell'export rispetto al ritmo medio di crescita sperimentato nel biennio precedente al conflitto.

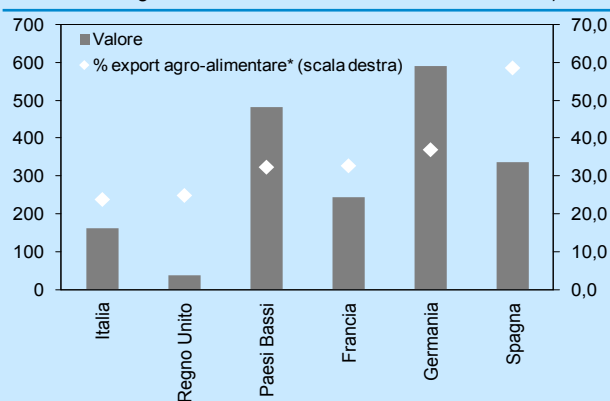
¹ Nell'ipotesi più prudente che, in assenza del conflitto, le esportazioni italiane verso i due paesi fossero cresciute nel 2014 al tasso di crescita del 5% la mancata crescita sarebbe pari a 2,1 miliardi di euro.

² Per un elenco dettagliato dei codici HS sanzionati si veda <http://madb.europa.eu/madb/latestupdates.htm>.

³ Sempre in agosto, il governo russo ha adottato un'ulteriore normativa restrittiva in materia di appalti pubblici, che sancisce il divieto di acquisto di tessuti, calzature e capi di abbigliamento di produzione straniera da parte di istituzioni pubbliche e di enti soggetti a controllo pubblico. Seppure il provvedimento riguardi per ora solo gli appalti pubblici, bisogna considerare che la discrezionalità nell'applicazione potrebbe derivare dal confine non così netto in Russia tra pubblico e privato. Per di più il governo russo ha più volte minacciato di imporre un bando su altri settori come contromisura a ulteriore nuove sanzioni da parte dell'UE.

Grafico B

Le sanzioni russe sull'alimentare peseranno meno in Italia
(Italia e partner europei, esportazioni proibite verso la Russia di beni agroalimentari, milioni di euro e valori %, 2013)



Paesi ordinati per % export agroalimentare.

* Settore agroalimentare meno tabacco (codici HS 01-23).

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

In condizioni normali gli effetti macroeconomici della crisi sull'export italiano sarebbero considerati la ciliegina su una torta chiamata "difficile uscita dalla recessione". Lo scontro in atto, tuttavia, può avere conseguenze che vanno ben al di là di tali effetti e sono amplificate in Eurolandia dal clima di incertezza, creato dalle notizie provenienti dai territori russo-ucraini. Le ricadute sulla fiducia riducono la disponibilità delle famiglie e delle imprese a consumare e investire.

Non si possono, inoltre, dimenticare gli altri stretti legami economici, oltre a quelli dell'export, che intercorrono tra i paesi dell'Eurozona, Italia e Germania in primis, e i due protagonisti dello scontro. La Russia è divenuta, infatti, nel 2013 il primo fornitore di gas naturale dell'Italia, con una quota del 49% del volume importato, in grande parte attraverso l'Ucraina. Inoltre, le imprese italiane investono molto in Russia: la quota di investimenti diretti all'estero (IDE) nazionali in Russia sul totale degli IDE nel Mondo era nel 2011 pari all'1,5% e inferiore, tra i partner europei, solo a quella della Germania (1,9%). Nel settore bancario Unicredit nel 2013 era l'istituto straniero più esposto in Russia, con 18 miliardi di euro di attività.

Conta, infine, anche il turismo, che potrebbe risentire di un inasprimento della restrizione sui visti, finora decisa dall'UE solo per un numero limitato di politici e uomini d'affari russi. Secondo i dati Banca d'Italia nel 2013 oltre un milione di russi hanno visitato il Paese sia per motivi di lavoro (218mila) sia per motivi personali (870mila), spendendo circa 170 euro pro-capite al giorno. Da gennaio a maggio 2014 i visitatori dalla Russia sono cresciuti del 2,6% rispetto allo stesso periodo del 2013.

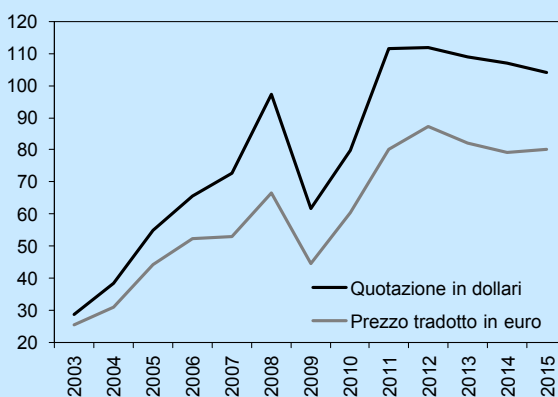
Petrolio meno caro

Nello scenario CSC il prezzo del Brent scende a 107 dollari al barile nel 2014 (da 108,9 nel 2013) e a 104 nel 2015 (Grafico 1.26), grazie al sorpasso dell'offerta mondiale di greggio sulla domanda. Ciò nell'assunzione che si attenuino le tensioni politiche in vari paesi OPEC, che hanno finora frenato la produzione.

A settembre il prezzo del Brent è sceso a 100,3 dollari in media, da 112,2 a giugno, quando era stato sostenuto dalle riduzioni dell'offerta di vari paesi OPEC (Libia, Iraq, Iran, Nigeria). La perdita di capacità estrattiva OPEC causata da conflitti e tensioni è scesa a 2,4 mbg in agosto, da un picco di 2,7 mbg in maggio; nello scenario CSC continuerà a calare gradualmente. Questo favorirà la risalita della capacità inutilizzata OPEC, concentrata nei paesi del Medio Oriente, che storicamente agisce da guida dei prezzi: 1,7 mbg in agosto e poi 2,7 mbg a fine 2014 e 3,1 mbg a fine 2015 (stime *Energy Information Administration*, EIA). Tutto ciò indirizzerà la quotazione del petrolio al ribasso.

Grafico 1.26

Prezzi del petrolio in lenta flessione (Brent, dollari e euro per barile, medie annuali)



Previsioni CSC per 2014 e 2015.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Greggio: offerta oltre la domanda

Il prezzo del Brent si mantiene più elevato e meno volatile che in passato. Da quattro anni è poco sopra i 100 dollari (108,1 dollari nei primi otto mesi del 2014). La ragione è la crescente domanda, che spinge ad aumentare l'offerta da nuovi giacimenti con maggiori costi di estrazione, soprattutto lo *shale-oil* americano. Inoltre, le oscillazioni del prezzo del Brent avvengono in una fascia più ristretta rispetto al 2008-2009. Ciò tende a stabilizzare, ma su valori elevati, i costi delle imprese utilizzatrici di energia.

Il divario tra il prezzo del Brent europeo e quello del WTI americano, simili qualitativamente, si è stabilizzato a +6 dollari al barile a settembre (+19 dollari nel luglio 2013). Si è ridotto, infatti, l'anomalo accumulo di scorte nel luogo fisico di formazione del prezzo USA (in Oklahoma), grazie a nuovi oleodotti che trasportano la crescente produzione di *shale-oil* dall'interno del continente alle raffinerie della costa sud-est.

La domanda mondiale di greggio è stimata in aumento di 1,0 mbg nel 2014. L'incremento si realizza solo nei paesi emergenti, mentre il consumo negli avanzati è in calo (-0,2 mbg). L'offerta mondiale cresce più della domanda (+1,6 mbg nel 2014) e la supera (+0,1 mbg, da -0,4 mbg nel 2013). Le scorte di greggio nei paesi OCSE crescono di 29 milioni di barili.

L'aumento dell'offerta proviene tutto dai paesi non-OPEC, in particolare dallo *shale-oil* negli USA (+1,4 mbg). Il cui boom dovrebbe portare la prima economia mondiale all'autosufficienza petrolifera nei prossimi anni e ciò modificherebbe in misura significativa i flussi internazionali del commercio di greggio. Resta, per ora, il divieto di esportare petrolio estratto negli USA.

La produzione OPEC cala nel 2014 (-0,3 mbg). L'Arabia Saudita tiene a freno i livelli estrattivi (10,0 mbg in agosto, da 10,2 nel 2013); in Iran la produzione si è stabilizzata a ritmi ridotti (2,8 mbg, da 3,7 nel 2011); in Iraq è scesa a 3,1 mbg, da 3,4 a febbraio; in Libia risale, ma resta bassa (0,5 mbg, da 0,2 in aprile; 1,5 a metà 2013). L'OPEC, perciò, sta perdendo quote di mercato: 39,0% della produzione mondiale nel 2014, da 41,3% nel 2012. Tuttavia, detiene gran parte delle riserve di petrolio (oltre che tutta la capacità inutilizzata) e perciò nel medio termine resterà la guida del mercato.

Nel 2015, sulla scia della crescita globale, la domanda di greggio accelererà (+1,3 mbg). L'offerta riuscirà a tenere il passo a fatica (+1,3 mbg), grazie all'espansione negli USA (+1,2). Ciò consentirà al mercato fisico di restare in equilibrio. Nei paesi OCSE proseguirà l'accumulo di scorte, sebbene a ritmo minore (+24 milioni di barili). I fondamentali del mercato fisico, dunque, tendono a indebolire i prezzi sia quest'anno sia il prossimo.

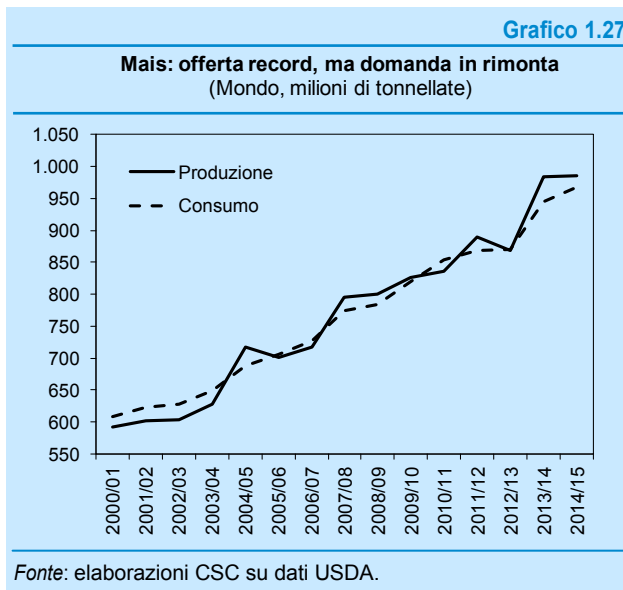
Prezzi giù per le commodity non-oil

I prezzi delle commodity non-energetiche sono per lo più in flessione. È ripresa la caduta delle quotazioni dei cereali: per il mais -25,8% in agosto rispetto ad aprile, per il grano -21,6%. Tra le fibre tessili, il prezzo del cotone ha registrato un secco ribasso (-25,1% in agosto su marzo). Tra i metalli non ferrosi, si è fermato il rincaro del rame: -1,5% in agosto, dopo il +7,0% tra marzo e luglio. Alcune quotazioni, dunque, stanno scendendo verso le medie di lungo periodo: +10% il cotone rispetto ai livelli del 1990-2009, +24% il grano, +38% il mais; ancora caro il rame (+128%).

I maggiori consumi nei paesi emergenti fanno crescere la domanda mondiale di commodity. L'andamento dell'offerta è molto diversificato nei vari mercati. Per il cotone, la produzione è in calo da tre anni, ma resta superiore alla domanda che pure cresce (stime *United States Department for Agriculture, USDA*). Gli stock di cotone, perciò, sono saliti ai massimi: 93,4% del consumo annuo nel 2014/2015 (da 39,7% nel 2009/2010). Per il mais, il raccolto è al picco storico nella stagione 2014/2015, ma è tallonato da una domanda in rapida espansione (Grafico 1.27). Le scorte di mais, quindi, salgono lentamente, al 19,4% del consumo mondiale, da 15,2% nel 2010/2011.

Nella media del 2014, le quotazioni in dollari delle commodity alimentari faranno segnare un calo (-4,7%; previsioni Banca Mondiale), grazie alla produzione relativamente abbondante. L'offerta di commodity sarà superiore alla domanda anche nei mercati *non-food*. I prezzi, perciò, saranno in flessione sia per i metalli non ferrosi (-1,6%) sia per le commodity agricole (-0,4%).

Il consumo mondiale di alimentari sarà in accelerazione nel 2015 ma le quotazioni delle commodity *food* scenderanno ancora (-1,1%), grazie all'aumento dell'offerta. Viceversa, per le materie *non-food* di origine agricola si avrà un'inversione di tendenza dei prezzi (+1,9%), dovuta al sorpasso della domanda sull'offerta. Le quotazioni dei metalli non ferrosi, invece, resteranno stabili (-0,1%).

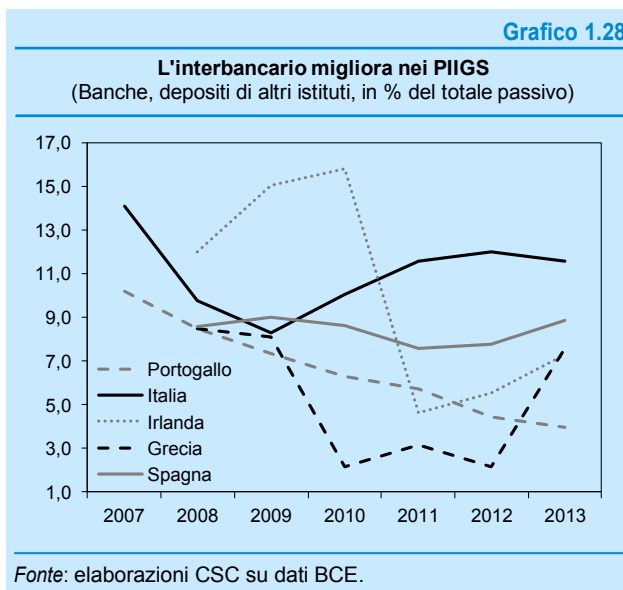


BCE: tassi ai minimi a lungo

La BCE ha deciso a settembre un'ulteriore limatura dei tassi, portando quello di riferimento allo 0,05% (da 0,15%) e quello sui depositi a -0,20% (da -0,10%), per fronteggiare il rischio di deflazione. Nello scenario CSC la banca centrale manterrà i tassi ai livelli attuali per tutto l'orizzonte previsivo. La dinamica dei prezzi al consumo in Eurolandia è troppo bassa, da troppo tempo. In agosto +0,3% annuo l'indice totale, molto lontano dall'obiettivo BCE (+2,0%). L'indice *core*, esclusi energetici e alimentari, è al +0,9% (da +0,7% a maggio). In agosto, come sottolineato dal Presidente BCE Mario Draghi, si è registrato un brusco calo delle aspettative di inflazione sul medio termine, un dato che ha messo in allarme la banca centrale e che spiega le ulteriori misure espansive varate in settembre.

Per sostenere la ripresa è cruciale che la BCE riesca a tenere bassi i tassi in termini reali. L'Euribor a tre mesi è sceso allo 0,09% a settembre (da 0,35% in aprile), sulla scia del taglio BCE. In termini reali (al netto dell'inflazione *core*) il tasso interbancario è al -0,8%, valore molto espansivo. Nello scenario CSC l'Euribor si manterrà appena sopra il tasso BCE: 0,21% in media nel 2014 e 0,06% nel 2015. Le indicazioni che vengono dai *future* sono di un Euribor a 0,11% a marzo 2015 e poi a 0,14% a fine anno. In termini reali, il tasso di mercato resterà sui valori attuali: -0,6% nel 2014 e -0,9% nel 2015.

La trasmissione dell'azione espansiva della BCE è ancora ostacolata dalla frammentazione bancaria. La liquidità raccolta sul mercato interbancario resta ridotta in alcuni paesi nonostante i progressi degli ultimi anni. In Portogallo conta per il 4,0% del passivo nel 2013, dal 10,2% nel 2007, in Italia per l'11,6%, dal 14,1% (Grafico 1.28).



Persistono dubbi sulla qualità degli attivi di alcune banche. Perciò il buon esito sia della valutazione approfondita degli asset sia degli stress test condotti da BCE ed EBA è cruciale per ripristinare pienamente il ruolo di questo canale di raccolta, frammentatosi con la crisi.

Le banche rimborsano i prestiti...

La BCE continuerà a effettuare le aste ordinarie a importo illimitato (e tasso fisso) almeno fino alla fine del 2016. Questo significa che è disposta a fornire tutte le risorse che le banche chiedono. In agosto, tuttavia, i prestiti BCE alle banche sono scesi a 498 miliardi (da 1.261 nel 2012). Le aste a medio termine (LTRO), comprese quelle straordinarie a tre anni di fine 2011-inizio 2012, forniscono 390 miliardi (1.100 a inizio 2012), le operazioni tradizionali a breve gli altri 108 miliardi (Grafico 1.29). Ciò si spiega con il proseguire del flusso di rimborsi dei fondi triennali: in tutto, da gennaio 2013 gli istituti hanno restituito 630 miliardi di euro, dei 1.019 originari. Molte banche dei paesi periferici ne dipendono ancora in misura marcata: le italiane avevano in bilancio a luglio 165 miliardi di fondi BCE (4,1% del loro passivo), da 283 a metà 2012 (6,7%), le greche 45 miliardi (11,3% del passivo), da 158 nel 2012 (32,2%).

... e non riducono i depositi in BCE

I fondi parcheggiati dagli istituti creditizi dell'Eurozona presso la BCE sono aumentati di poco negli ultimi mesi, arrestando la tendenza al ribasso in atto da oltre due anni. In agosto 26 miliardi nella *deposit facility* e 205 miliardi nel *current account*, per un totale di 231 miliardi, da 184 miliardi a maggio (e 217 a giugno). Cifre decisamente inferiori al picco di 912 miliardi a inizio 2012, ma sopra i 182 nella prima metà del 2007. Il tasso negativo BCE sui depositi, varato l'11 giugno scorso, non sembra finora aver avuto l'effetto sperato di diminuire tale impiego.

La liquidità aggiuntiva immessa nel sistema bancario dalla BCE può essere misurata dai prestiti al netto dei depositi. Dato il rimborso dei primi e la risalita dei secondi, questo indicatore è calato negli ultimi mesi: 267 miliardi in agosto (da 458 a maggio; 250 nella prima metà del 2007). In molti paesi questi fondi continuano a non tradursi in nuovo credito a imprese e famiglie.

I prestiti BCE restano indispensabili per finanziare le banche. In alcuni paesi, infatti, gli istituti hanno ancora difficoltà nella raccolta. I depositi bancari del settore privato calano in Spagna (-10 miliardi in luglio da fine 2013), sono stabili in Portogallo (-1), recuperano in Grecia (+2), ma in tutti e tre i paesi sono molto sotto i valori di inizio 2011. In vari paesi, inoltre, le nuove emissioni di bond bancari sono inferiori a quelli in scadenza: in Italia -76 miliardi nei primi sei mesi del 2014, in Spagna -53, in Portogallo -14, in Grecia -9.

Partono le T-LTRO "sblocca credito"

Il 18 settembre la BCE realizzerà la prima di una serie di nuove aste per le banche (T-LTRO). Una misura necessaria per riempire il vuoto lasciato dai rimborsi delle vecchie LTRO triennali, che peraltro scadono definitivamente a dicembre 2014 e febbraio 2015. Inoltre, le nuove *Targeted-LTRO* sono mirate a

Grafico 1.29

Le banche rimborsano i fondi BCE
(Eurolandia, miliardi di euro, dati settimanali)



* Prestiti alle banche, a 3 mesi e a 3 anni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

sbloccare il credito, tramite una serie di incentivi e sanzioni per le banche affinché queste usino i fondi BCE per erogare nuovi prestiti a famiglie e imprese. Le prime due T-LTRO a settembre e dicembre 2014 hanno un tetto pari al 7% dei prestiti in essere per ciascuna banca, per un totale di 400 miliardi di euro. Secondo recenti stime, la BCE erogherà 270 miliardi, perché le banche dei paesi *core* chiederanno meno fondi rispetto al plafond disponibile. Seguiranno, tra marzo 2015 e giugno 2016, sei T-LTRO trimestrali, per un importo pari, per ogni banca, al triplo dei nuovi prestiti erogati in eccesso rispetto a specifici benchmark fissati dalla BCE. È soprattutto sul buon funzionamento degli incentivi inseriti in questa seconda parte delle nuove aste che si gioca l'esito del piano BCE. Oltre che sui volumi di credito, le T-LTRO dovrebbero incidere anche sul suo costo: secondo recenti stime, potrebbero ridurre il tasso di interesse pagato dalle PMI italiane dello 0,2-0,4%.

Le T-LTRO termineranno nel settembre 2018. Perciò, la prima avrà una durata di 4 anni, l'ultima poco più di 2 anni. Per consentire l'accesso alle T-LTRO anche a quelle banche che non abbiano abbastanza asset di qualità da dare in garanzia, la BCE ha prolungato per tutto questo orizzonte gli allentamenti eccezionali dei criteri per il collaterale. Ovvero, riduzione del *rating* minimo e ammissione di nuove tipologie di titoli.

Meno titoli, in attesa degli ABS

La BCE in agosto aveva in portafoglio titoli per 195 miliardi, acquistati con vecchi programmi. Uno stock che si va assottigliando per il loro giungere a scadenza (erano 284 miliardi a inizio 2012). La maggior parte (149 miliardi) sono titoli pubblici e privati acquistati con il *Securities Market Program* (SMP), cessato nel febbraio 2012. La Banca ha in bilancio anche titoli privati per 47 miliardi dei due programmi di acquisto di *covered bond*. Da giugno la liquidità creata con gli acquisti SMP non viene più sterilizzata, con il risultato di immettere fondi (decrementi) nel sistema bancario.

La BCE ha deciso a settembre di varare un programma di acquisti di titoli privati cartolarizzati (ABS, *asset backed securities*), la cui preparazione era stata annunciata da mesi; una decisione comunque controversa. Gli asset sottostanti saranno per lo più prestiti a famiglie e imprese. L'obiettivo, infatti, è rimuovere dai bilanci bancari i vecchi crediti, liberando risorse per l'erogazione di nuovi prestiti. Ciò dovrebbe aiutare a ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia reale. Inoltre, la BCE ha lanciato anche un terzo piano di acquisto di *covered bond* emessi da banche dell'area. I dettagli sui due programmi saranno resi noti a inizio ottobre e subito dopo partiranno gli acquisti. Si tratterà, nel complesso, di una forma di *Quantitative Easing*, che era assente nella politica BCE. I potenziali acquisti di titoli pubblici, disegnati nel settembre 2012 (*Outright Monetary Transactions*), non sono infatti mai cominciati in assenza di richieste dei governi nazionali. L'annuncio delle OMT aveva funzionato, comunque, da scudo anti-spread, dando avvio nel 2012 al calo dei rendimenti dei titoli sovrani periferici.

Tassi FED fermi fino a metà 2015

Il tasso di riferimento della FED è fermo nella forchetta 0,00-0,25% da quasi sei anni (0,09% il tasso "effettivo" a inizio settembre). Il proseguire della ripresa USA ha fatto scendere la disoccupazione al 6,2% a luglio.

La dinamica dei prezzi non desta molte preoccupazioni: +2,0% annuo in luglio, +1,9% la *core*, in linea con l'obiettivo FED del +2,0%. Le attese di inflazione sono stabili: misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi indicano +2,2% in agosto.

Dalle minute del FOMC risulta che la maggioranza dei membri ritiene opportuno lasciare invariati i tassi quest'anno e iniziare ad alzarli l'anno prossimo, indicando in media un livello dell'1,2% a fine 2015, a condizione che prosegua il miglioramento del mercato del lavoro. I vari dati che la FED ora considera (tasso di partecipazione, forza lavoro, numero di disoccupati), dopo aver abbandonato la soglia del 6,5% per il solo tasso di disoccupazione,

suggeriscono ancora prudenza nel rialzare i tassi. Alcuni membri del FOMC, tuttavia, sono orientati a maggiore ottimismo e, quindi, a un possibile rialzo anticipato.

Nello scenario CSC, la FED lascerà i tassi ai minimi storici ancora per alcuni trimestri. Inizierà ad alzarli nella seconda metà del 2015, prima abbandonando la forchetta per porsi sul suo limite superiore e poi operando tre rialzi di un quarto di punto ciascuno, che porteranno il tasso di riferimento all'1,00% a fine anno (Grafico 1.30).

Il differenziale tra il tasso BCE e quello FED tenderà a offrire un crescente sostegno al dollaro, marginale al momento (-0,04 punti a settembre, considerando il tasso effettivo FED). Nello scenario CSC, il differenziale BCE-FED sarà pari a -0,31 punti percentuali in media nel 2015 (+0,07 nel 2014), arrivando a -0,95 a fine anno. Il tasso interbancario negli USA è rimasto stabile allo 0,23% in agosto, allineato a quello ufficiale FED. Il CSC prevede che si attesterà allo 0,23% in media nel 2014, salendo allo 0,38% nel 2015.

QE3 verso la chiusura a ottobre

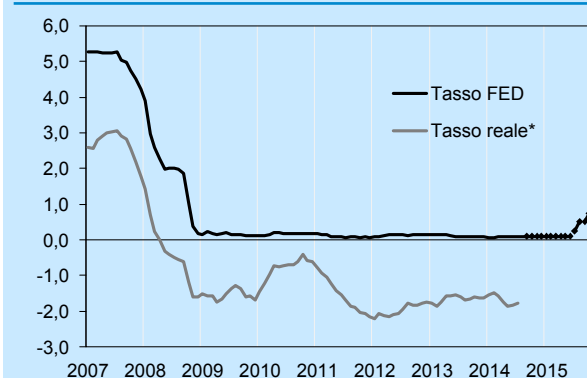
L'acquisto di titoli pubblici (*Treasury*) e privati (*Mortgage Backed Securities*, cartolarizzazioni di mutui) da parte della FED sta proseguendo da agosto al ritmo ridotto di 25 miliardi al mese (da 85 iniziali). La terza fase di *quantitative easing* negli USA (QE3), il cui obiettivo è tenere bassi i tassi a medio-lungo termine per sostenere investimenti e consumi, è in atto ormai da 2 anni. Stando alle ultime dichiarazioni del Presidente Janet Yellen e di altri membri del FOMC, nelle riunioni del 17 settembre e di fine ottobre si decideranno ulteriori riduzioni, che metteranno fine al programma di acquisti.

L'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED è salito a 2436 miliardi di dollari in agosto (55,2% dell'attivo), quello di MBS a 1678 miliardi (38,0%). La dimensione del bilancio complessivo della FED è arrivata a 4414 miliardi, oltre cinque volte quella del 2007 (872 miliardi). Mentre la quasi totalità degli MBS ha scadenza oltre i 10 anni, la FED continua ad acquistare per lo più titoli federali con durate medie, riducendo la quota di quelli con scadenze più lunghe: in agosto la quota dei *Treasury* con scadenza tra 1 e 5 anni è salita al 42,0% del totale (28,6% a giugno 2013), quella di titoli che maturano in 5-10 anni è scesa al 31,0% (da 45,5%). Ciò favorirà, in futuro, la riduzione dello stock di titoli, semplicemente sospendendo il reinvestimento attualmente effettuato in nuovi titoli delle somme incassate dal rimborso di quelli scaduti.

Gli acquisti FED di titoli hanno contribuito ad abbassare i tassi a lungo termine USA, nonostante la crescita economica tenda ad alzarli. Il rendimento sul *Treasury* trentennale è sceso al 3,2% a settembre (3,9% a fine 2013), quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA al 4,1% (dal 4,6%). Il *Treasury* decennale è al 2,5%, dal 2,9% (era a 2,4% in agosto; Grafico 1.31). Anche i tassi a lunga reali, calcolati sui *Treasury* decennali indicizzati all'inflazione, sono scesi, fino a 0,2% in agosto, risalendo a 0,3% a settembre (da 0,7% a dicembre 2013), restando molto sopra i valori della primavera 2013 (-0,7%).

Grafico 1.30

In vista rialzi dei tassi FED (USA, valori %, dati mensili)



* Tasso FED - inflazione core.

Previsioni CSC da settembre 2014.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Borsa USA poco sotto i massimi

Le quotazioni azionarie negli USA hanno ripreso la corsa al rialzo a settembre (+1,9% in un mese, +10,5% su dicembre 2013; indice Standard&Poor's 500). Sono ai massimi storici e del 40,4% sopra i livelli di inizio 2007.

La volatilità azionaria è risalita un po' negli ultimi mesi, su valori in linea con quelli pre-crisi. L'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è a 13,6 in agosto, da 11,5 a giugno (13,1 nella prima metà del 2007). Questo indicatore segnala, comunque, una normalizzazione nelle aspettative degli operatori e nella loro propensione al rischio, rispetto alle tensioni del 2011-2012. Storicamente, minore incertezza è associata a quotazioni più elevate.

Nei mercati europei, i prezzi delle azioni sono in recupero a settembre (in Italia +5,6%, in Germania +2,8%) dopo la flessione in estate (-8,4% e -6,8% in agosto su giugno). Le quotazioni della Borsa italiana sono pari a metà dei valori pre-crisi, mentre in Germania sono superiori del 70%.

Euro più debole

Dalla fine di giugno ai primi giorni di settembre l'euro si è deprezzato del 2,2% in termini effettivi nominali. In particolare si è svalutato dell'1,0% verso lo yen, dello 0,9% verso la sterlina, del 4,3% verso il dollaro e del 5,7% verso lo yuan. Questo andamento ha più che compensato la rivalutazione avvenuta nei primi otto mesi del 2014 (+1,5% in termini effettivi reali).

Nello scenario CSC non si effettuano previsioni sulle valute e si assume un cambio invariato ai livelli di inizio settembre (1,30 dollari per euro) fino alla fine del 2015. Ciò comporta statisticamente un cambio di 1,35 dollari per euro nella media del 2014.

Si sono, però, intensificati i fattori che spingono verso un ulteriore deprezzamento della moneta unica, che costituirebbe un impulso positivo rispetto allo scenario base per la competitività delle esportazioni europee. Infatti, da un lato le politiche monetarie, più espansiva quella BCE e meno quella FED, determineranno un crescente differenziale nei tassi di interesse a favore degli USA; dall'altro i fondamentali economici saranno caratterizzati da una crescita molto più sostenuta negli Stati Uniti rispetto a quella di Eurolandia.

Il CSC stima che un deprezzamento del 10% del tasso di cambio dollaro euro innalza il PIL italiano dell'1,3% in tre anni e già dello 0,7% nel primo.

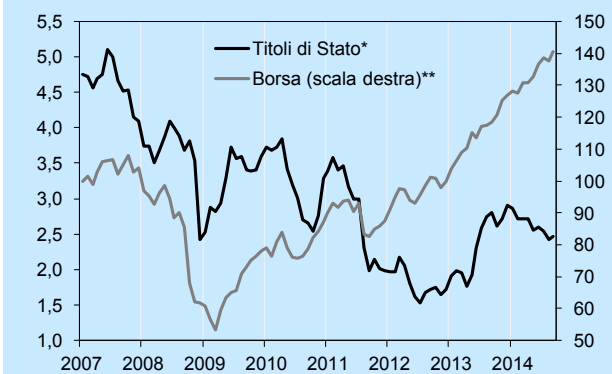
Il giusto cambio

Lo yuan è fortemente sottovalutato rispetto al dollaro. Anche lo yen è sottovalutato, ma in misura diversa a seconda di quale metro si utilizzi per stabilire il "giusto" cambio. L'euro è vicino al suo tasso di equilibrio, sebbene in misura molto variabile tra i diversi paesi dell'area. Per la sterlina il verdetto non è univoco e dipende dall'indicatore di cambio di equilibrio impiegato.

Il responso sulla sopra/sottovalutazione si ottiene confrontando il cambio effettivo bilaterale con le parità di potere d'acquisto (PPA), ossia i tassi di conversione monetaria ottenuti confrontando i livelli dei prezzi tra le nazioni, o con analoghe misure di costo della vita, come il

Grafico 1.31

USA: tassi lunghi in calo, Borsa ai massimi
(Rendimenti % e indice gennaio 2007=100, dati mensili)



* Treasury nominale a 10 anni.

** Indice S&P 500.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FED e Thomson Reuters.

prezzo del Big Mac. Il Big Mac Index è calcolato dall'Economist utilizzando i prezzi del panino disponibile con qualità omogenea in 120 paesi. Le PPA sono stimate dall'OCSE e si riferiscono a una gamma ben più ampia di prodotti che tuttavia sono talvolta poco uniformi.

L'ultimo Big Mac Index è stato pubblicato in luglio e in base ad esso la valuta cinese è sottovalutata del 42,6% contro il dollaro (Tabella 1.6). Anche lo yen risulta molto sottovalutato (-27,9%); tale sottovalutazione, però, si riduce molto (al 3,4%) se si considerano le PPA (il protezionismo agricolo, infatti, tiene alti i prezzi dei generi alimentari giapponesi). L'euro è lievemente sottovalutato (-0,8%) se si considera il Big Mac, mentre è al suo valore di equilibrio se si impiegano le PPA OCSE. All'interno dell'Area euro permane una differenza, in alcuni casi sostanziale, con l'Italia più penalizzata se si utilizza il Big Mac.

Tabella 1.6

| Misure alternative del cambio di equilibrio | | | | | | |
|---|--|--|---------------------------|---|--------------|---|
| | Cambio dollaro per divisa estera 11 settembre 2014 | Morgan Stanley | Big Mac Index | | PPA | |
| | | Febbraio 2013 | Luglio 2014 | | OCSE 2013 | |
| | | Tasso di cambio di equilibrio (dollaro per euro) | PPA implicita del dollaro | Sotto/sopra valutazione rispetto al dollaro | PPA PIL 2013 | Sotto/sopra valutazione rispetto al dollaro |
| Area euro | 1,29 | 1,33 | 1,30 | -0,8 | 1,29 | -0,1 |
| Francia | 1,29 | 1,23 | 1,23 | 5,1 | 1,18 | 9,3 |
| Germania | 1,29 | 1,53 | 1,31 | -1,1 | 1,28 | 1,3 |
| Italia | 1,29 | 1,19 | 1,25 | 3,8 | 1,32 | -1,7 |
| Spagna | 1,29 | 1,26 | 1,31 | -1,6 | 1,46 | -11,7 |
| Regno Unito | 1,62 | | 1,66 | -2,1 | 1,44 | 12,9 |
| Giappone | 107,04 | | 77,16 | -27,9 | 103,45 | -3,4 |
| Cina | 6,14 | | 3,52 | -42,6 | 3,51* | -42,9 |

Per Giappone e Cina il tasso di cambio è definito: divisa estera per dollaro.

* 2012.

Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE, Thomson Reuters e The Economist.

