



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

**LA RIPRESA GLOBALE
SI CONSOLIDA.
ITALIA A RUOTA**

**EUROPA:
INTEGRAZIONE
O DISAFFEZIONE**

Giugno 2017 - N. 29

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Tullio Buccellato, Pasquale Capretta, Piergiorgio Carapella, Alessandro Fontana, Gianluca Gallo, Teresa Gargiulo, Giovanna Labartino, Francesca Mazzolari, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà, Livio Romano, Lorena Scaperrotta, Francesca G.M. Sica, Fabrizio Traù.

Alla realizzazione del secondo capitolo hanno partecipato Matteo Borsani, Gianfranco Dell'Alba, Gaia Della Rocca, Eleonora Fanfoni, Sara Franzone, Beatrice Giunco, Cinzia Guido, Pietro Mambriani, Barbara Mariani, Viviana Padelli e Cristina Scarfia dell'Area Affari Europei di Confindustria.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 22 giugno 2017.

Editore SIPI S.p.A.
Servizio Italiano Pubblicazioni Internazionali
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

INDICE

Premessa	pag. 5
1. Le previsioni	» 11
1.1 L'economia italiana	» 13
1.1.1 PIL e domanda interna	» 13
1.1.2 Scambi con l'estero	» 21
1.1.3 Credito	» 24
1.1.4 Occupazione, retribuzioni e CLUP	» 30
1.1.5 Prezzi e margini	» 37
1.1.6 Finanza pubblica	» 39
1.2 Il contesto internazionale.....	» 45
1.2.1 Commercio mondiale	» 45
1.2.2 Eurozona.....	» 51
1.2.3 Stati Uniti.....	» 52
1.2.4 Giappone	» 53
1.2.5 Regno Unito	» 54
1.2.6 Emergenti	» 60
1.2.7 Prezzi delle materie prime	» 65
1.2.8 Politiche monetarie	» 68
1.2.9 Tassi, borse e cambi.....	» 72
2. L'Europa a un bivio: integrazione o disaffezione	» 75
2.1 L'Europa nel mondo: dimensione e diversità interna	» 79
2.1.1 L'Unione europea rispetto ai principali attori globali.....	» 79
2.1.2 Quanto diversa è l'UE al suo interno	» 92

2.2 Cosa pensano gli europei dell'Europa?	pag. 94
2.3 I benefici dell'Europa	» 99
2.3.1 I benefici già ottenuti da quando l'Unione è nata	» 99
2.3.2 I benefici che scaturirebbero dal completamento del processo di integrazione, così come già avviato	» 111
2.4 Le ragioni della disaffezione. L'Europa alla prova delle crisi	» 116
2.4.1 Da un'Unione sempre più stretta al ritorno dei nazionalismi	» 116
2.4.2 Governance economica: architettura incompleta e regole inadeguate.....	» 122
2.4.3 BCE baluardo europeista.....	» 131
2.4.4 Unione bancaria da migliorare e completare	» 133
2.4.5 Legislazione europea da rivedere	» 134
2.4.6 Politiche migratorie: soluzioni non cooperative dei singoli stati.....	» 135
2.5 Qual è l'Europa che vogliamo?.....	» 139
2.5.1 Quale bilancio UE?	» 139
2.5.2 In quali funzioni "più Europa è meglio"	» 140
2.5.3 Più Europa, ma con chi?	» 144
2.5.4 Più Europa, ma come arrivarci?	» 145
2.5.5 Più democrazia per "più e migliore Europa"	» 146

Riquadri

Ritmi e condizioni della risalita degli investimenti in Italia.....	» 18
L'uscita di risorse bancarie estere dall'Italia, un trend in aumento.....	» 27
Non più REI di essere poveri	» 32
Quale manovra di bilancio per il 2018?	» 42
Nella globalizzazione tra protezionismo conclamato e nuove liberalizzazioni	» 48
Brexit: scenari possibili.....	» 55
Più integrazione anche tra imprese multinazionali UE	» 106
Commissione: ruolo influenzato da questioni politiche di contesto e personalità ...	» 120
L'Asse franco-tedesco, spesso motore della UE	» 121

PREMESSA

*Soffriamo di un grave attacco di pessimismo.
Di frequente si sente dire che l'epoca dell'enorme progresso economico è finita.
Credo che sia un'interpretazione del tutto errata di ciò che sta accadendo.*
John M. Keynes, Le prospettive economiche dei nostri nipoti, 1930

La svolta nello **scenario globale**, prefigurata sei mesi fa, è stata confermata dai dati. Ma non mancano importanti novità, che rammentano anche condizioni di fragilità e rischi.

Infatti, alcune delle variabili indicate dal CSC come **segnali di cambiamento** sono andate al di là delle aspettative, altre si sono mosse meno o addirittura con segno opposto all'atteso.

Tra le grandezze che vanno meglio c'è il **commercio mondiale**, che aumenta più rapidamente. Un fattore molto positivo che origina dall'ampia corralità della ripresa internazionale; alla quale partecipano insieme, come non accadeva da tempo, paesi avanzati ed emergenti. Come in un'orchestra l'aumentare del numero degli elementi fa salire la potenza della musica, così la **corralità** rafforza la ripresa perché moltiplica gli impulsi espansivi che vengono trasmessi reciprocamente proprio attraverso il canale estero: le importazioni di un paese sono esportazioni dell'altro, e viceversa.

A rinvigorire gli scambi internazionali c'è, poi, l'avvio di un nuovo **ciclo globale degli investimenti**. Era l'anello mancante nell'uscita dalla crisi, genera maggiore domanda e aumenta il potenziale di crescita, prolungando la fase espansiva.

La **fiducia** è ulteriormente salita, come mostrano le quotazioni più elevate delle borse e, soprattutto, l'ottimismo delle imprese, tornato ai massimi dal 2005 nelle economie avanzate.

L'**inflazione** si è allontanata, come previsto, dai minimi pericolosi di un anno fa. Al netto dei prezzi energetici e alimentari rimane, però, bassa: la frenano concorrenza globale, rapide innovazioni e ampio sottoutilizzo del capitale umano.

Tra le variabili che hanno avuto un mutamento meno ampio dell'atteso ci sono le **politiche di bilancio** che hanno sì abbandonato, complice il ciclo elettorale europeo, l'orientamento di marcata riduzione dei deficit, ma ancora non sostengono apertamente la domanda in modo da alleviare l'onere che grava sulle politiche monetarie.

Inoltre, l'ascesa dei **tassi di interesse** a lungo termine, che riflette la percezione del nuovo corso globale, si è arrestata e anzi ha fatto notevoli passi indietro rispetto ai picchi dei primi mesi del 2017. A questa

retromarcia hanno sicuramente contribuito le **banche centrali**, che manovrano con cautela e circospezione per rendere più morbida e graduale possibile l'uscita dalle straordinarie misure espansive ed evitare turbolenze destabilizzanti. Uscita che la **FED** ha ora imboccato con più risolutezza.

I **tassi reali** restano quasi nulli sul decennale americano e negativi su quello tedesco. Sono livelli che appaiono difficilmente conciliabili con le prospettive di solida crescita espresse dalle quotazioni azionarie (sovravalutate al di là dell'Atlantico). Una spiegazione riunificante dei tassi reali bassi e delle azioni alte è la **grande liquidità** in circolazione, che è l'altra faccia degli enormi bilanci delle banche centrali. Tassi reali bassi, però, tradiscono anche **dubbi** sulla forza e sulla durata della ripresa.

Dubbi che si affacciano pure dietro all'andamento del prezzo del **petrolio** e di altre importanti materie prime, che si è rivelato debole. Sicuramente ciò è dipeso dall'evoluzione dell'offerta, in bilico tra i tagli decisi dai produttori, OPEC e non, e i progressi tecnologici che abbassano il punto di pareggio nello sfruttamento dei giacimenti americani. Altrettanto determinante è la dinamica della domanda, che è più lenta di quanto la marcata diversificazione delle fonti e le politiche di risparmio energetico giustificherebbero.

In mancanza di una significativa riduzione delle enormi scorte, incombe il rischio di una **nuova caduta** del costo del greggio. Mentre la deflagrazione delle tensioni geo-politiche in Medio Oriente causerebbe un suo repentino rialzo.

Infine, **tre elementi** sono mutati in misura degna di nota rispetto allo scenario descritto sei mesi fa: dollaro, protezionismo e populismo.

Il **dollaro** ha perso smalto e terreno, non solo nei confronti dell'euro. È l'effetto del riequilibrio della crescita mondiale, che è più sincronizzata e meno al traino degli USA, del venir meno di timori sulle valute di alcune economie emergenti, dell'intesa raggiunta a gennaio nel G20 di non usare l'**arma della svalutazione**, per rilanciare la propria crescita a scapito degli altri, e del recedere di aspettative di disgregazione dell'Area euro. Se tutto ciò sarà confermato, la valuta americana difficilmente tornerà sugli scudi; peraltro dal 2015 si mantiene in una banda di oscillazione molto stretta.

Le pulsioni alla legittimazione politica del **protezionismo** rampante sono state confermate dalle dichiarazioni a favore del fair-trade (commercio giusto), anziché del free-trade, e dagli omissis pro-liberalizzazione ai vertici mondiali. Tuttavia, il pragmatismo ha condotto a firmare nuovi accordi, anche multilaterali, che riducono le barriere agli scambi e ora si parla di rilanciare il negoziato UE-USA sul TTIP.

Infine, il **populismo** è uscito ridimensionato da tutte le tornate elettorali del 2017. Ciò non significa che abbia cessato di influenzare le politiche, non sempre negativamente; per esempio, c'è maggiore attenzione per la crescita e le questioni sociali, meno per l'austerità.

Comunque, si è alzato il tasso di **instabilità** perfino in nazioni insospettabili; nel Regno Unito ci sono state due elezioni e un referendum in due anni, il parlamento è privo di maggioranza e sono probabili nuove consultazioni a breve. Ciò mantiene alta l'**incertezza politica**.

Il rilancio dell'**integrazione europea**, che implica cessione di sovranità e minore nazionalismo in vista di un superiore bene comune, sarà un test cruciale.

Nell'insieme, per la prima volta dal 2011, le **previsioni** sulla crescita globale vengono modificate al rialzo. Le tensioni geo-politiche e l'effettiva entità dei tagli di imposte effettivamente varati dall'Amministrazione Trump costituiscono i maggiori **rischi** al ribasso.

Il CSC porta al 3,9%, dal 2,4%, la stima di aumento nel 2017 del **commercio mondiale** e al 3,3%, dal 2,7%, quella nel 2018. Una revisione maggiore di quella del PIL globale, che è valutato salire del 2,9% quest'anno e del 3,0% il prossimo (da 2,7% e 2,9%, rispettivamente).

Sono ritoccate all'insù le proiezioni di crescita di tutti i **maggiori paesi** e aree economiche. In misura più consistente per l'Area euro.

L'**Italia** segue a ruota. La nuova previsione del CSC per il PIL italiano è +1,3% nel 2017 (da +0,8% precedente) e +1,1% nel 2018 (da +1,0%). Due terzi del rialzo di quest'anno si devono alle più alte stistiche rilasciate dall'ISTAT; un terzo incorpora l'innalzamento ulteriore degli indicatori qualitativi che fa intravedere incrementi più robusti di quanto prima atteso nei trimestri centrali.

Il **differenziale di crescita** con il resto dei paesi dell'euro si dimezza: da 1,4 punti percentuali nel 2015 a 0,7 nel 2017-18. Rimane, comunque, non piccolo e allarga il divario che si è accumulato nei livelli di PIL totale e pro-capite (per entrambi quasi 18 punti percentuali dal 2000).

L'**accelerazione** dell'economia italiana si deve a export e investimenti.

Le **esportazioni** metteranno a segno nel 2017 e nel 2018 incrementi del 4,6% e del 3,9%. Le imprese si sono dimostrate rapide nel reagire all'incremento della domanda estera, con vendite che da alcuni anni continuano a salire più dei mercati di riferimento (dal 2010 +3,1% annuo contro +2,3%), guadagnando quote di mercato. Continueranno a conquistarne nel prossimo biennio.

I guadagni di quote sono ottenuti grazie all'incremento della **qualità dei beni** esportati: +31,3% dal 2000, secondo i calcoli del CSC, contro il +20,8% tedesco.

Inoltre, il peso dell'export sul PIL continua a salire, sfiorando il 32% l'anno prossimo, dal 27% nel 2011. Ossia aumenta l'**internazionalizzazione** del Paese, frutto delle strategie aziendali e delle politiche governative e associative.

Gli **investimenti** hanno incominciato a risalire nel 2014. Il moto è in progressione: partito dai mezzi di trasporto, si è esteso poi ai macchinari e dall'anno scorso anche alle costruzioni. Ciascuna tipologia beneficia con intensità diversa di una serie di condizioni diventate più favorevoli.

Anzitutto, la maggiore fiducia nell'incremento della **domanda futura**, che è convalidata dal miglioramento dello scenario. Poi, la saturazione degli impianti, il cui **utilizzo** è ai massimi dal 2008. Inoltre, la ritrovata **redditività**, per effetto della caduta del costo delle materie prime (mentre il CLUP ha continuato a lievitare, seppure molto lentamente). Ancora, il **costo del capitale** è ai minimi storici. In aggiunta, la spesa **pubblica** in **infrastrutture** è stata rifinanziata e quella privata in **abitazioni** è stimolata dall'elevata accessibilità (raddoppiata dal 2008, secondo il CSC). Infine, il potenziamento degli **ammortamenti** messo in campo dalle ultime due leggi di bilancio si dimostra efficace: +3,5% il suo effetto cumulato nel 2016-18 sugli acquisti di beni strumentali (stima Banca d'Italia).

Il quadro, tuttavia, diventerà **meno propizio**: i margini hanno già iniziato a diminuire, specularmente alla risalita delle materie prime, e ciò erode l'autofinanziamento mentre il credito è ancora molto selettivo; i maggiori ammortamenti, nella normativa attuale, valgono per gli ordini effettuati entro la fine del 2017; nel 2018 i timori sull'esito elettorale tenderanno a rendere più prudenti le decisioni delle imprese.

A dare maggior spazio per la crescita del PIL italiano c'è stato il venir meno di importanti **elementi frenanti**: lo stallo del commercio mondiale a cavallo tra 2015 e 2016; la severa restrizione creditizia; la lunga e profonda caduta dell'edilizia; i consistenti interventi di riduzione del deficit pubblico.

Riguardo ai conti pubblici, la previsione CSC non include nel 2018 la **manovra necessaria** a proseguire lungo il sentiero stretto tra diminuzione del disavanzo pubblico (senza far scattare l'aumento dell'IVA) e sostegno all'economia. Anche se fosse contenuta in 8 miliardi (grazie all'ulteriore flessibilità europea), essa abbasserebbe l'incremento del PIL sotto l'1%.

I **consumi** delle famiglie aumentano a passo limitato, benché in linea con quello dell'intera economia. Risentono dell'aumento dei prezzi che è dovuto al rincaro della bolletta energetica. Sono sostenuti dai progressi nel mercato del lavoro, in quantità e qualità, come dimostra la più alta quota di **contratti** a tempo indeterminato sulle nuove assunzioni, frutto delle riforme realizzate.

Vanno, infatti, rimarcati i **risultati occupazionali**, che sono straordinari in sé e in relazione all'andamento dell'economia: +730mila occupati rispetto al punto di minimo toccato nella seconda metà del 2013, +3,3% (+2,6% il PIL).

Non bisogna, però, dimenticare né i 7,7 milioni di persone cui manca il lavoro, in tutto o in parte, né l'alta **disoccupazione** di lunga durata (ossia da almeno dodici mesi, quasi il 60% del totale) né l'elevata disoccupazione giovanile, che sta alimentando una forte emigrazione dall'Italia all'estero e dal Sud al Nord.

L'aumento dell'**inflazione** è uno scalino legato al peggioramento delle ragioni di scambio. Le dinamiche retributive sono moderate e seguono, più che la debolezza del mercato del lavoro, i meccanismi contrattati di aggancio ai prezzi al consumo. Nel biennio 2017-18 le **retribuzioni reali** arretrano dello 0,5%, dopo il +1,4% cumulato nel 2013-16.

Il **debito pubblico** in rapporto al PIL continua a non scendere: 133,2% nel 2017 (da 132,6%) e 133,7% nel 2018. La causa principale sta nell'incremento nominale del denominatore che è molto più basso del costo medio del debito, in presenza di un saldo primario positivo e pari a quello tedesco.

L'ampio scarto tra il tasso medio sulle nuove emissioni e il tasso implicito sullo stock di titoli pubblici italiani suggerisce che non sarà immediato il rischio di una maggiore **spesa per interessi** dopo il cambio della politica BCE, che peraltro non è imminente.

La maggiore crescita è la chiave di volta anche per abbassare il debito, oltre che, e soprattutto, per innalzare il benessere e ridurre la povertà. Perciò servono **riforme strutturali** e politiche di bilancio che promuovano gli investimenti e abbattano la tassazione del lavoro. In questo modo si otterrebbero maggiore flessibilità in sede europea e sguardo benevolo dai mercati.

Lo scacchiere su cui giocare la partita dello sviluppo italiano non è però solamente quello domestico. L'**Unione europea** è un teatro ben più vasto e con una posta in gioco ancora superiore, che va molto al di là dell'economia e investe i suoi stessi **valori fondanti**: democrazia, pace, libertà, sicurezza, solidarietà.

Tutti **beni pubblici** che l'Europa, in quanto unita, è riuscita a garantire nei passati settant'anni a una popolazione sempre più numerosa, per la crescita demografica e l'allargamento dei suoi confini. Insieme è molto aumentato il **benessere economico**, utilizzato dai padri fondatori come collante: la convenienza per superare barriere culturali e divisioni storiche.

Un collante che si rivela meno potente oggi, di fronte alle paure della globalizzazione e delle nuove tecnologie e al disincanto generato dagli effetti della crisi, che nutrono nazionalismi e chiusure. Le ragioni della **maggiore integrazione** vanno allora ricercate nuovamente proprio nei valori che stanno più a cuore ai cittadini.

Per la prima volta dal suo avvio, il progetto europeo è di fronte a un **bivio**: può andare avanti, con maggiore integrazione e messa in comune di sovranità in nuovi campi, o può retrocedere, tornando indietro nelle conquiste pazientemente e lungamente costruite. La Brexit fa comprendere quanto la seconda possibilità non sia affatto un'ipotesi di scuola; lo hanno ben capito gli **elettori** degli altri paesi che hanno resistito alle sirene sovraniste. E, forse, gli stessi inglesi.

Nella parte speciale dedicata all'Europa il CSC ha, anzitutto, messo a fuoco la **dimensione** dell'UE, rispetto alle altre potenze mondiali (USA, Cina, India, Russia). Dal confronto emergono la grandezza dell'economia, che ha nel mercato unico il pilastro portante, ma anche lo stallo della riduzione del gap con gli Stati Uniti e la divergenza tra paesi.

In secondo luogo, è evidenziata l'**accresciuta disaffezione** verso il progetto europeo e le sue cause. Sono poi spiegati i **benefici** ottenuti dall'Unione e quelli che si potrebbero ottenere dal completamento del progetto di integrazione come già avviato (unione bancaria e dei capitali, completamento del mercato unico, infrastrutture, energia). Ancora, viene raccontata la reazione europea di fronte alle **molteplici crisi** (economica, migratoria, terroristica), che ha evidenziato le pecche dell'architettura istituzionale.

Da questa analisi scaturiscono le **proposte**, illustrate anche in termini di efficienza e di efficacia. Più Europa è meglio nel controllo delle frontiere, nella politica migratoria, nella difesa, nella politica estera e nella diplomazia, nella cooperazione allo sviluppo, nella sicurezza, nella creazione di una politica di bilancio comune per l'Eurozona, nella ricerca e nella politica industriale, nel sostegno agli investimenti.

Alcune di queste nuove integrazioni potrebbero essere conseguite a parità di **trattati**, altre ne richiederebbero la revisione, senza dimenticare la necessità, un giorno, di metter mano a una carta costituzionale. Poiché non tutti i paesi sono disponibili a condividere ulteriori fette di sovranità (in tal senso l'allargamento è andato a discapito dell'approfondimento dell'Unione), si dovrebbe partire da quanti sono pronti a farlo. D'altra parte, già oggi la realtà è di un'Europa a **cerchi olimpici**. Purché non diventi un'Europa alla carta, basata sull'esclusiva convenienza che mette da parte la solidarietà, componente essenziale di ogni comunità.

Infine, per riavvicinare i cittadini alle istituzioni occorre colmare il **vuoto di democrazia**, reale o percepito. Partendo dall'elezione diretta del Presidente della Commissione europea, che dovrebbe essere anche il Presidente del Consiglio europeo.

La **disunione europea** non risolverebbe nessuno dei problemi che i cittadini sperimentano o temono. Semmai li aggraverebbe perché sono di portata tale che nessuno dei 27 paesi, singolarmente, è in grado di affrontare efficacemente.

Tuttavia, il muro di diffidenza e sfiducia reciproche che la crisi e la sua gestione hanno lasciato in eredità va superato non sulla base della demonizzazione del tornare a stare ciascuno per conto suo, ma della chiara spiegazione dei **vantaggi** dell'Europa unita, senza retorica e concretamente. Solo così l'adesione al progetto tornerà decisa e convinta.

1 LE PREVISIONI

Sommario

- **PIL e domanda interna** – Il CSC prevede una crescita del **PIL** italiano dell'1,3% nel 2017 e dell'1,1% nel 2018. I **consumi** delle famiglie aumenteranno dell'1,2% nel 2017 e dell'1,1% nel 2018. La dinamica degli **investimenti** prosegue a un passo solido: +2,6% nel 2017 e +2,9% nel 2018. In particolare, gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto sono attesi continuare ad aumentare a buon ritmo (+3,6% e +3,5% nei due anni); quelli in costruzione registrano incrementi maggiori (+1,6% nel 2017 e +2,2% nel 2018).
- **Scambi con l'estero** – L'**export** accelera (+4,6% nel 2017 e +3,9% nel 2018), in presa diretta con il commercio internazionale. L'**import** seguita a salire più velocemente (+5,7% e +4,1%), alimentato dalla stessa performance delle esportazioni, che incorporano sempre più beni e servizi acquistati all'estero, lungo le catene globali del valore, e dall'incremento della domanda interna. Rispetto ai massimi pre-crisi del 2007, nel 2018 il livello delle importazioni sarà più elevato del 6,3% e quello dell'export del 14,9%. I **surplus** commerciali e corrente scendono, a causa soprattutto della diminuzione delle ragioni di scambio, dai livelli record ventennali registrati nel 2016, ma restano alti (3,3% e 2,1% del PIL nel 2018), cosicché il debito estero continua a calare.
- **Credito** – Erogazione di credito alle imprese ancora debole (-0,2% medio al mese nei primi 4 mesi del 2017) e sofferenze stabili. Vari fattori lo supportano, ma altri agiscono in direzione contraria. L'**offerta** è meno stretta, la domanda ai valori pre-crisi, i tassi bassi. Prestiti alle famiglie in crescita (+0,4% in media al mese) con un'offerta allentata e una domanda in forte espansione.
- **Occupazione, retribuzioni e CLUP** – Nel 2017 e nel 2018 l'occupazione rallenterà allo 0,9% e allo 0,8% (+390mila ULA aggiuntive), dal +1,4% del 2016. L'allungamento degli **orari** ancora corti smorza la creazione di **posti di lavoro**. Alla fine del biennio previsivo le persone occupate torneranno sopra il livello pre-crisi, mentre le unità di lavoro saranno ancora di 900mila sotto. Il tasso di **disoccupazione** sarà di poco inferiore al 10%. La dinamica delle retribuzioni di fatto sopravvanzerà quella delle contrattuali. A fronte del rialzo dell'inflazione, dovuto a energia e alimentari, le retribuzioni reali arretreranno nel biennio 2017-2018 dello 0,5%, dopo essere salite dello 0,9% nel 2016. Il CLUP, comunque, salirà sia nel 2017 sia nel 2018.
- **Prezzi e margini** – Inflazione attesa intorno ai valori correnti (+1,3% nel 2017, +1,1% nel 2018) e in lenta salita verso l'1% al netto di energetici e alimentari. Margini delle imprese che tornano a scendere, erodendo l'autofinanziamento, a causa dell'atteso rincaro delle materie prime.
- **Finanza pubblica** – La discesa del **deficit pubblico** è lenta: al 2,3% del PIL quest'anno e al 2,4% nel 2018 (al lordo delle clausole di salvaguardia che valgono 0,9 punti di PIL). Mentre non scende il rapporto tra debito pubblico e PIL: 133,2% e 133,7%, da 132,6%. L'andamento dei conti pubblici dipende dal PIL nominale, che rimane frenato anche dalla bassa inflazione.

Queste previsioni, come quelle del PIL, non incorporano la **manovra** che sarà contenuta nella prossima Legge di bilancio. Gli obiettivi fissati nel DEF appaiono ambiziosi e impegnativi. Occorre continuare a puntare sulle riforme per accrescere il potenziale e ottenere maggiore flessibilità da autorità europee e fiducia dai mercati.

- **Commercio mondiale** – Sono ripartiti gli **scambi globali** ma i ritmi restano inferiori a quelli pre-crisi. Le previsioni sono riviste all'insù: +3,9% nel 2017 e +3,3% nel 2018, con rischi sia al rialzo sia al ribasso. Robusta la dinamica a inizio 2017 e buone le prospettive per la parte centrale dell'anno. Alti gli **squilibri** nei conti con l'estero: in rientro quelli degli emergenti ma ampia divaricazione tra gli avanzati.
- **Eurozona** – Per il 2017 il CSC rivede al rialzo le stime all'1,9%, con una crescita diffusa tra i paesi e tra i settori; per il 2018 è prevista una limitata decelerazione all'1,7%, per il venir meno del ciclo elettorale e per l'apprezzamento del cambio.
- **Stati Uniti** – Per il 2017 lo scenario CSC conferma la previsione di crescita al 2,2%; per il 2018 la rivede al rialzo al 2,5%. Atteso un contributo positivo della politica di bilancio ma pesa l'incertezza politica.
- **Giappone** – Per il 2017 il CSC prevede una debole ripresa dell'economia nipponica: +1,4%, incremento che già nel 2018 si dimezza e torna sul sentiero di crescita potenziale.
- **Regno Unito** – La Brexit rallenta consumi e investimenti; il CSC prevede che il PIL britannico cresca dell'1,2% sia nel 2017 sia nel 2018.
- **Emergenti** – Le stime per i paesi emergenti vengono ritoccate all'insù al 4,6% per il 2017 e al 4,8% per il 2018. La **Cina** continuerà sulla traiettoria di atterraggio morbido (+6,5% e +6,1%), utilizzando politica di bilancio e monetaria per raggiungere gli obiettivi. Superato lo shock del ritiro delle banconote di taglio elevato, l'**India** torna a espandersi a ritmi sostenuti (+7,4% e +7,6%). In **Brasile** la ripresa più lenta delle attese (+0,3% e +1,9%) risente dell'incertezza sulle sorti del Presidente Temer, coinvolto in un'inchiesta giudiziaria dall'esito incerto. In **Russia** la ripresa si consolida più rapidamente (+1,2% e +1,4%), ma resta esposta a fluttuazioni del prezzo del petrolio.
- **Prezzi delle materie prime – Petrolio** avanti adagio nel 2017 (51 dollari e 52 nel 2018) con rischi al ribasso, perché l'estrazione USA è tornata a salire (9,3 mgb a maggio da un minimo di 8,5), assieme alla capacità OPEC inutilizzata, rendendo il congelamento varato dal Cartello insufficiente a sostenere un durevole aumento del prezzo, la cui volatilità cala, ma resta alta. Prezzi delle altre **materie prime** in aumento, con equilibrio precario tra domanda e offerta; nel 2018 rincari limitati.
- **Politiche monetarie** – Tassi **BCE** fermi ai minimi e non verranno rivisti prima della seconda metà del 2018, con il QE che verrà prolungato almeno per buona parte dell'anno prossimo, con un ammontare più basso. Continuano a salire i depositi delle banche a Francoforte, sintomo di mercato interbancario ancora frammentato. La **FED** prosegue il rialzo dei tassi (1,00-1,25% a giugno): il CSC ne prevede ancora tre entro la fine del 2018. E ridurrà l'enorme stock di titoli (4.245 miliardi di dollari).
- **Tassi, Borse e Cambi** – Tassi a lungo termine sotto i massimi (*Treasury* decennale al 2,2% a giugno) e Borse record (S&P 500 +8,8% da inizio anno). L'euro sale a 1,12 sul dollaro, anche per effetto dell'incertezza politica USA.

1.1 L'economia italiana

1.1.1 Pil e domanda interna

Si consolida il recupero Il CSC prevede una crescita del PIL italiano dell'1,3% nel 2017 e dell'1,1% nel 2018.

Nel biennio di previsione si consolida il recupero iniziato nel 2014. Pur rimanendo profondi i segni della crisi, il contesto economico generale è significativamente migliorato a partire dall'estate 2016 e i progressi sono proseguiti e si sono accentuati nella prima metà del 2017, a ruota di quanto osservato a livello internazionale (europeo in particolare), dove si manifestano segnali di un nuovo ciclo di investimenti. I rischi della previsione sono verso l'alto per il 2017 (se verrà confermata la chiusura tra indicatori qualitativi e quantitativi) e verso il basso nel 2018, qualora si riaffacciasse con forza l'incertezza politica connessa alla fine della legislatura e alle elezioni parlamentari. A livello internazionale, invece, i rischi sono di una nuova caduta del prezzo del petrolio, dell'acuirsi delle tensioni geo-politiche, della mancata concretizzazione del piano dell'Amministrazione Trump di tagli di imposte e aumento di investimenti infrastrutturali e delle barriere protezionistiche che frenano il commercio globale. Il rilancio del progetto di integrazione europea, poi, aumenterebbe la fiducia e fornirebbe carburante alla ripresa.

Un quinquennio di lenta crescita L'atteso andamento positivo del PIL nel biennio di previsione segue tre anni di graduale recupero: nel 2016 l'economia italiana è cresciuta dello 0,9%, in accelerazione dallo 0,8% del 2015 e dallo 0,1% del 2014, mentre il resto dell'Eurozona è cresciuto rispettivamente dell'1,4%, del 2,3% e dell'1,9%. D'altra parte la ripartenza è avvenuta dopo la profonda contrazione registrata nel 2012-2013 (-4,5% cumulato).

Nel 2016 la crescita del PIL è stata favorita da politiche monetarie accomodanti, prezzi più bassi delle materie prime e alcune misure di politica di bilancio. Nel 2017 l'economia italiana trae beneficio, oltre che dagli effetti di misure di bilancio ancora espansive, da un commercio mon-

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)					
	2015	2016	2017	2018	Trend
Prodotto interno lordo	0,8	0,9	1,3	1,1	
Consumi famiglie residenti	1,5	1,3	1,2	1,1	
Investimenti fissi lordi	1,6	2,9	2,6	2,9	
<i>in macch. e mezzi di trasp.</i>	3,5	4,6	3,6	3,5	
<i>in costruzioni</i>	-0,4	1,1	1,6	2,2	
Esportazioni di beni e servizi	4,4	2,4	4,6	3,9	
Importazioni di beni e servizi	6,8	2,9	5,7	4,1	
Saldo commerciale ¹	3,1	3,6	3,3	3,3	
Occupazione totale (ULA)	1,0	1,4	0,9	0,8	
Tasso di disoccupazione ²	11,9	11,7	11,2	10,7	
Prezzi al consumo	0,1	-0,1	1,3	1,1	
Retribuzioni totale economia ³	0,4	0,7	0,9	1,0	
Saldo primario della PA ⁴	1,4	1,5	1,5	1,3	
Indebitamento della PA ⁴	2,7	2,4	2,3	2,4	
Debito della PA ⁴	132,0	132,6	133,2	133,7	

¹ Fob-fob, valori in percentuale del PIL; ² valori percentuali; ³ per ULA; ⁴ valori in percentuale del PIL che per il 2018 escludono l'attivazione degli aumenti delle aliquote IVA e delle accise sui carburanti.

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

diale previsto in netta accelerazione rispetto al 2016, da condizioni più favorevoli nel settore delle costruzioni e meno stringenti del credito (specie per le famiglie); il prezzo del petrolio avrà, invece, un effetto restrittivo quest'anno. Il rallentamento della crescita nel 2018 è spiegato prevalentemente da un andamento meno vivace del commercio globale e dall'esaurirsi di alcuni importanti incentivi fiscali, mentre non sono prese in conto le ricadute delle misure di riduzione del deficit pubblico.

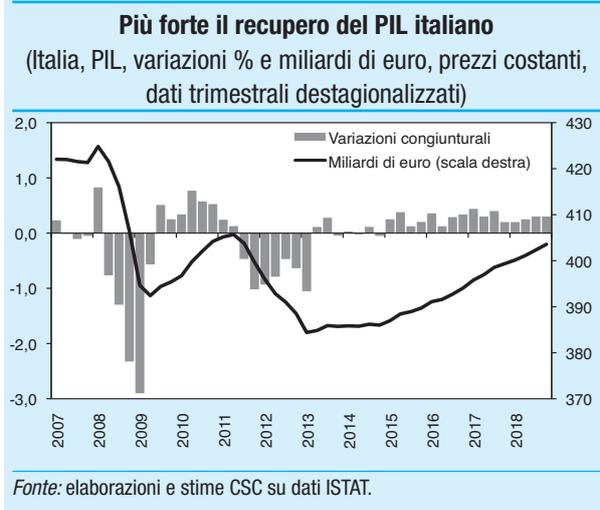
Il 2017 parte con passo più sostenuto... Il recupero del PIL è iniziato nel secondo trimestre del 2013 e, dopo un andamento quasi piatto, è proseguito lungo un sentiero di

incremento moderato ma ininterrotto, benché altalenante, a partire dal primo trimestre del 2015 (+0,28% medio trimestrale), che ha portato a una variazione del 3,0% cumulato fino a inizio 2017. Nel primo trimestre di quest'anno la crescita italiana ha accelerato al +0,44% (da +0,34% nel quarto 2016) sostenuta principalmente dal terziario, a fronte di un arretramento del valore aggiunto industriale; il fatturato dei servizi, infatti, è salito dell'1,6% congiunturale nel primo trimestre 2017 (l'incremento più forte della serie storica) e dello +0,7% nel quarto 2016 (rivisto al rialzo dal +0,5%). Dal punto di vista della domanda la spinta è venuta dai consumi e dall'export, mentre gli investimenti hanno interrotto il recupero iniziato più di due anni prima.

...e prosegue a ritmo moderato La crescita acquisita per il 2017, cioè quella che si avrebbe se il PIL ristagnasse nei successivi tre trimestri, è dello 0,9%. Nel profilo tracciato dal CSC il PIL è previsto aumentare nella restante parte dell'anno a un ritmo medio trimestrale dello 0,3%, con un'accelerazione al +0,4% nei mesi estivi, grazie al contributo positivo dell'industria (Grafico 1.1). Come nei precedenti trimestri, tale andamento sarà sostenuto principalmente da investimenti ed esportazioni. La spesa delle famiglie trarrà alimento dal reddito disponibile reale sostenuto dall'aumento dell'occupazione. Gli investimenti, specie quelli in macchinari e apparecchiature, sono attesi tornare ad aumentare a partire dal secondo trimestre, come anticipa il buon andamento degli ordini di beni strumentali nei mesi invernali. La ripresa del commercio mondiale, inoltre, rafforza l'andamento dell'export; il contestuale impulso alla crescita delle importazioni rende, nel complesso, lievemente negativo il contributo del settore estero quest'anno.

A fine 2018 PIL ai livelli del 2011 Il recupero che si è avuto nell'ultimo triennio ha ridotto parzialmente la marcata caduta registrata nelle due recessioni susseguitesi dal 2008. Nel primo trimestre 2017 il livello del PIL è risultato inferiore del 2,4% (misurato a prezzi costanti) rispetto al secondo 2011, picco precedente, e del 6,8% rispetto al primo trimestre 2008, massimo pre-crisi.

Grafico 1.1



A fine 2018, in base alle proiezioni CSC, sarà ancora del 5,0% più basso del massimo toccato oltre dieci anni prima (-7,7% in termini pro-capite) e intorno ai livelli del picco del 2011.

Previsioni riviste al rialzo Rispetto alle stime CSC di dicembre 2016 (+0,8% nel 2017 e +1,0% nel 2018), le attuali sono riviste al rialzo soprattutto per una dinamica più robusta di quella attesa per il quarto trimestre 2016 e per il primo 2017, che ha comportato una crescita aggiuntiva di 0,3 punti percentuali nel 2017, rispetto a quella stimata a dicembre. L'andamento trimestrale più vivace è spiegato anche dall'accelerazione del commercio mondiale, più robusta di quanto previsto, e dalla conseguente più veloce espansione delle esportazioni italiane.

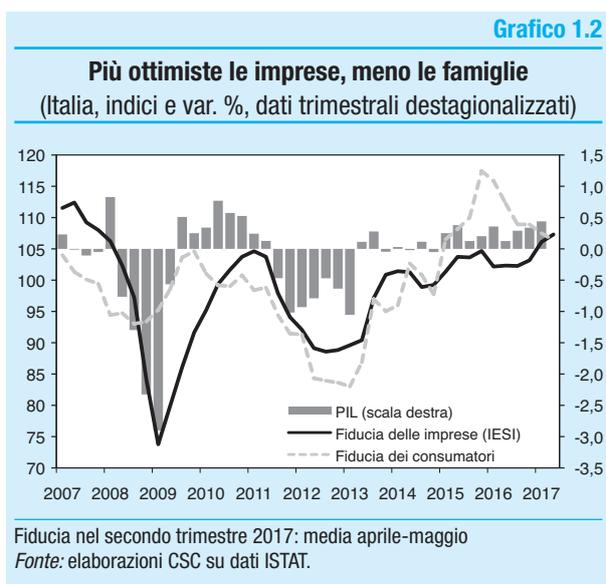
Sulla variazione annua del PIL, il diverso numero di giornate lavorative (due in meno nel 2017 e tre in più nel 2018) ha un impatto negativo di circa 3 centesimi di punto quest'anno e positivo di circa un decimo il prossimo.

Indicatori qualitativi

Fiducia imprese su, famiglie giù Gli indicatori congiunturali qualitativi relativi a famiglie e imprese hanno mostrato, a partire dalla prima metà del 2013, un significativo e corale miglioramento fino a raggiungere picchi pluriennali verso la fine del 2015 (quello dei consumatori ha toccato il massimo storico). L'indice di fiducia delle famiglie ha guadagnato 34 punti, quello delle imprese (IESI, ISTAT Economic Sentiment Indicator) quasi 16. Dall'inizio del 2016 i due indicatori hanno avuto un ridimensionamento che è stato più marcato - e non si è ancora interrotto - tra i consumatori, il cui indice è diminuito di 11,0 punti (a 106,4), toccando il

minimo da due anni nel secondo trimestre 2017; è stato, invece, meno profondo tra le imprese (-2,8 punti), la cui fiducia è tornata ad aumentare dall'ultimo quarto dello scorso anno fino a raggiungere in primavera il picco dal secondo trimestre 2007 (indice a 106,5 nella media di aprile-maggio, contro il 104,6 nel primo trimestre). Lo IESI, che ha mostrato nell'ultimo anno una buona correlazione con l'andamento del PIL, lascia intravedere ulteriori progressi dell'economia italiana anche nel prosieguo del 2017 (Grafico 1.2).

Direttori degli acquisti molto ottimisti Indicazioni molto positive per la seconda parte dell'anno vengono anche dal PMI Markit composito, un indice di diffusione che sintetizza la dinamica complessiva nel manifatturiero e nel terziario. Si trova in area di espansione dalla seconda metà del 2013 e nell'ultimo anno ha registrato un netto miglioramento, arrivando a toccare nella media



di aprile-maggio 2017 il livello massimo dall'inizio del 2008 (56,9, +2,9 punti rispetto al primo trimestre) e coerente con una variazione del PIL di +0,5%. L'attività risulta in robusta crescita sia nel manifatturiero sia nei servizi, dove ha accelerato raggiungendo il livello più elevato dal 2008 (Grafico 1.3). Per questa ragione, la stima CSC presenta rischi verso l'alto, perché incorpora un rallentamento allo 0,3% nel secondo trimestre, considerando viziato da fattori di destagionalizzazione l'incremento nel primo.

L'indicatore OCSE, che delinea le svolte del ciclo economico italiano con un anticipo di circa un semestre, intravede una stabilizzazione della crescita nella seconda metà dell'anno.

Consumi

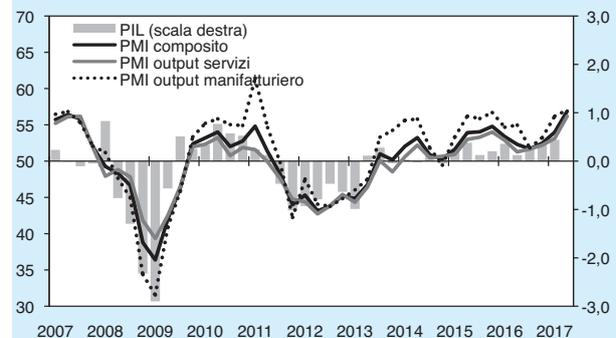
Si consolida la crescita La spesa delle famiglie nel 2016 è avanzata dell'1,3%, in rallentamento dal +1,5% nel 2015. Il CSC prevede che continuerà a crescere all'1,2% nel 2017 e dell'1,1% nel 2018.

Livello dei consumi tornato al 2011 I consumi delle famiglie hanno ricominciato ad aumentare dal secondo semestre del 2013, dopo otto trimestri consecutivi di calo (-6,7% cumulato). Fino al primo 2017 hanno registrato una variazione del 4,2%, ritornando sui livelli di fine 2011. L'andamento della spesa delle famiglie è stato più robusto nel corso del 2015, in linea con il netto miglioramento della fiducia dei consumatori; nel 2016, tuttavia, il minore ottimismo delle famiglie non ha interrotto la loro lenta risalita, essendo dipeso prevalentemente da maggiori preoccupazioni relative all'economia italiana piuttosto che da un peggioramento di giudizi e attese sullo stato dei bilanci familiari e sulla situazione economica personale, che sono più strettamente correlati con le decisioni di consumo. La spesa è aumentata in linea con l'andamento del reddito disponibile in termini reali, cresciuto dell'1,6% nel 2016, mentre l'aumento della propensione al risparmio, salita di due decimi (all'8,6%), ne ha frenato più forti progressi. Quest'anno e il prossimo ulteriori aumenti della spesa delle famiglie saranno favoriti, in misura meno robusta rispetto al passato, dall'ulteriore incremento del reddito disponibile reale (+0,9% nel 2017 e +1,1% nel 2018), sostenuto dall'aumento previsto dell'occupazione (+0,9% e +0,7%), e dall'accelerazione del credito alle famiglie, che già nel 2016 aveva fornito un buon supporto.

La propensione al risparmio, che era aumentata nel 2016, è attesa diminuire sia quest'anno sia il prossimo grazie a un miglioramento delle condizioni economiche generali e ad attese più favorevoli.

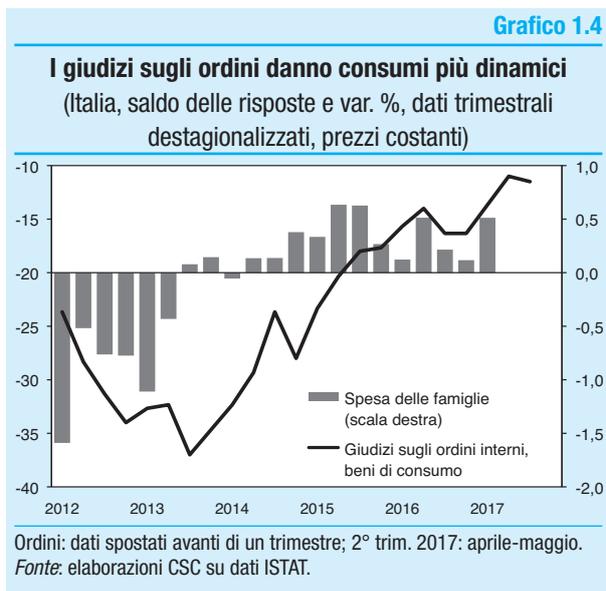
Grafico 1.3

Il PMI indica più vivace incremento del PIL
(Italia, livelli e var. %, soglia 50=nessuna variazione congiunturale, dati mensili in volume destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

Avvio d'anno oltre le attese Nel primo trimestre del 2017 la spesa delle famiglie è aumentata dello 0,5% congiunturale, in accelerazione dallo 0,1% del quarto 2016. Gli indicatori quantitativi e qualitativi disponibili fino a maggio delineano un quadro misto: sono diminuite del 2,6% le vendite di auto nel bimestre aprile-maggio sul primo trimestre (stime CSC, dati destagionalizzati); l'indice di fiducia dei consumatori è ulteriormente ripiegato con valutazioni meno favorevoli sui bilanci familiari; i giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo sono rimasti sostanzialmente stabili in aprile-maggio (saldo a -11,5, da -11,0 nel primo trimestre 2017, Grafico 1.4), intorno ai livelli massimi dal 2007. L'indicatore sui consumi ICC (Confcommercio) è aumentato in maggio dello 0,4% congiunturale (dopo -0,6% in aprile, dati in volume), spinto soprattutto dagli acquisti di beni.



Investimenti

Avanti a buona velocità La crescita degli investimenti è avanzata a un ritmo robusto nel 2016 (+2,9% dopo +1,6% nel 2015), favorita dal pieno dispiegarsi degli effetti degli incentivi introdotti negli ultimi anni; è prevista proseguire a un passo poco inferiore nel biennio di previsione: +2,6% nel 2017 e +2,9% nel 2018. Il rallentamento è spiegato dagli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto, che sono attesi aumentare a un ritmo meno robusto (+3,6% nel 2017 e +3,5% nel 2018, dopo +4,6% nel 2016). Sono visti in accelerazione, invece, gli investimenti in costruzioni, la cui crescita si consoliderà quest'anno e si rafforzerà il prossimo (+1,6% e +2,2%), dopo essere aumentati nel 2016 (+1,1%) per la prima volta dall'inizio della crisi.

Andamento differenziato per tipologia Gli investimenti sono la componente più ciclica della domanda interna e hanno registrato nel corso della crisi una riduzione di quasi un terzo (-30,7%), intaccando così, in maniera significativa e resistente, il potenziale di crescita dell'economia italiana (si veda il riquadro *Ritmi e condizioni della risalita degli investimenti in Italia*). La loro risalita è iniziata nella seconda metà del 2014 e si è protratta ininterrottamente fino alla fine del 2016, avendo accumulato un incremento del 7,0%. Le singole voci d'investimento hanno mostrato un andamento molto differenziato: nei due anni di recupero quelli in mezzi di trasporto (che pesano però solo per l'8% sul totale) sono aumentati del 76,2%; la spesa in impianti e macchinari (che valgono il 30% degli investimenti complessivi) è aumentata del 16,9%; in recupero del 2,6% quelli in costruzioni (che pesano per quasi il 50% del totale), spinti dal solo aumento della spesa in abitazioni (+7,4%) che ha più che compensato il calo di quella in fabbricati non residenziali (-3,0).

Prospettive migliori dal secondo trimestre La spesa in macchinari e mezzi di trasporto è diminuita, per la prima volta dopo dieci trimestri consecutivi di aumenti, a inizio 2017 (-2,0% congiunturale), è prevista in recupero a partire dal secondo trimestre: il saldo dei giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni strumentali, che mostra una buona capacità previsiva con due trimestri di anticipo, si è attestato in aprile-maggio a -14,5 dopo -17,3 nel primo trimestre e -17,0 a fine 2016. Nell'indagine trimestrale Il Sole 24 Ore – Banca d'Italia gli imprenditori concordano nel valutare in miglioramento nel primo trimestre il contesto nel quale operano e confermano per il 2017 piani di investimento in espansione, pur con qualche cautela nei servizi e nelle costruzioni.

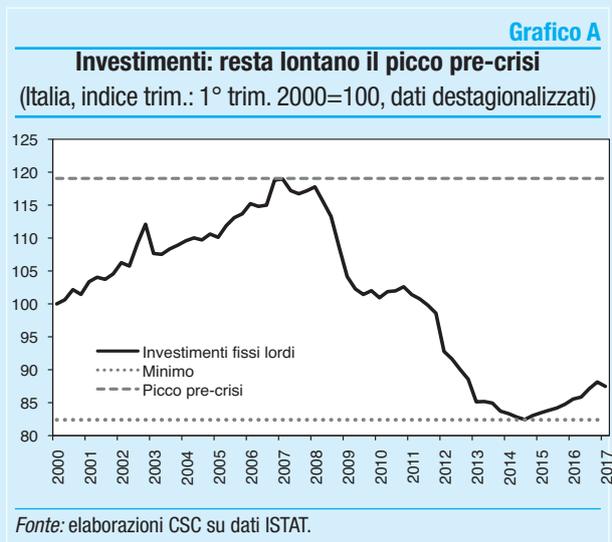
Fattori che sostengono gli investimenti... Attese più favorevoli sulle prospettive della domanda, elevati livelli di capacità produttiva utilizzata (vicini al massimo pre-crisi), rifinanziamento degli investimenti pubblici e, nel 2017, gli incentivi fiscali per l'acquisto di macchinari contribuiranno a sostenere i piani di spesa delle imprese e ne favoriranno l'espansione nei prossimi trimestri. Il venir meno dell'effetto incentivi agirà da freno nella seconda metà del 2018.

...e fattori che li frenano Tra i fattori che rappresentano un freno ai progetti di acquisto di beni strumentali ci sono la forte selettività del credito, seppure meno che in passato, e l'incertezza politica che tornerà ad aumentare in vista delle elezioni parlamentari.

Ritmi e condizioni della risalita degli investimenti in Italia

Nell'ultimo biennio la spesa per investimenti ha mostrato segni di accelerante recupero. Come si raffronta questo andamento recente con le dinamiche precedenti? E quali condizioni l'hanno propiziato o lo frenano?

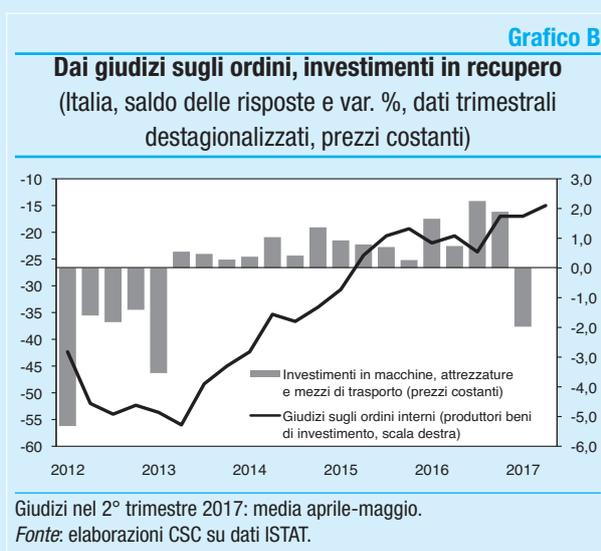
Se considerato lungo un orizzonte di medio termine, l'indice trimestrale degli investimenti fissi lordi di contabilità nazionale, riferito all'intera economia, presenta, prima della dinamica più recente, due fasi nettamente distinte (Grafico A). La prima va dal 2000 fino all'insorgere della crisi, e corrisponde a un costante aumento dell'indice; la seconda, che è invece di grande flessione, si avvia con la crisi (fine 2007) e arriva fino al 2014. Il punto di minimo è il terzo trimestre 2014; a quella data il *gap* accumulato rispetto al massimo del primo trimestre 2007 è di oltre 30 punti percentuali. Dal 2014 l'indice torna a risalire e alla fine del 2016 il recupero rispetto al punto di minimo è stato di quasi 7 punti percentuali.



Nel primo trimestre 2017 la ripresa sembra avere subito un'improvvisa battuta d'arresto, con una flessione congiunturale dello 0,8% (-2,0% per la sola componente dei macchinari e mezzi di trasporto, Grafico B). In termini tendenziali la variazione resta comunque positiva (+2,3%).

Questa diminuzione può essere stata influenzata dalla tempistica degli incentivi fiscali^{1,2}. Nella misura in cui abbia inciso questo fatto, è da attendersi un rimbalzo dal secondo trimestre³.

La risalita degli investimenti, pur modesta rispetto alla caduta precedente, riguarda pressoché tutte le sue componenti. Isolandone le più significative (Grafico C), si può osservare che in realtà la ripresa per i macchinari e per i mezzi di trasporto si avvia già nel 2013; nel secondo caso la risalita è più rapida, così come più profonda era risultata la contrazione negli anni precedenti. Soprattutto, la componente degli investimenti "immateriali", se pure in leggero rallentamento nel 2016, risulta in costante aumento fin dai primi anni 2000, mostrando una crescente attenzione rivolta a questa tipologia di spesa anche nel corso della crisi. Gli investimenti in abitazioni cominciano invece a recuperare solo nel corso del 2014 e per quelli in fabbricati non residenziali la caduta si arresta soltanto nel corso del 2016. È dunque individuabile una linea di frattura piuttosto netta tra gli investimenti in beni capitali (materiali e immateriali), che sono quelli che vengono principalmente dalle imprese private (non solo industriali, specie nel caso dei



¹ Il superammortamento 2016 prevedeva la consegna dei beni entro il 31 dicembre. L'estensione al 2017, approvata con la Legge di bilancio e quindi incerta fino ad allora, non ha potuto evitare una battuta d'arresto nel flusso degli ordini. Mentre l'iperammortamento per alcune tipologie di beni di investimento, introdotto quest'anno, è diventato operativo a fine marzo con la pubblicazione della relativa circolare. L'effetto potrebbe essere stato amplificato anche dalla cumulabilità degli incentivi con quelli offerti dalla "Nuova Sabatini", anch'essa prorogata dalla Legge di bilancio per il 2107.

² Lo scarto rispetto alla dinamica positiva registrata nell'anno precedente potrebbe essere influenzato anche da una accelerazione degli investimenti nel corso del 2016 conseguente all'esigenza di usufruire del "super-ammortamento", che richiedeva la consegna dei beni capitali entro la fine dell'anno. Da questo punto di vista l'effetto potrebbe essere doppio: "sovrainvestimento" nella seconda metà del 2016 (conseguente al superammortamento) e rinvio della spesa all'inizio del 2017 (in attesa dell'iperammortamento). Questa ipotesi di lettura è coerente anche col fatto che gli ordini di beni di investimento (cfr. ancora Grafico B) mostrano una ripresa nella seconda metà del 2016, dopo avere registrato una flessione nella prima, e salgono ancora nel secondo trimestre 2017.

³ Come già osservato dal CSC, una quota rilevante della contrazione degli investimenti nel corso della crisi è dovuta alla componente pubblica. Si veda CSC (2015), Dopo il crollo nella crisi, gli investimenti ripartono. Cruciale sostenerli per avere una crescita più robusta, Nota dal CSC n. 15-11.

mezzi di trasporto) e quelli in costruzioni, in parte rilevante dipendenti dall'operatore pubblico (in particolare per quanto riguarda la componente infrastrutturale).

Secondo indicazioni ricavate dall'indagine Invind della Banca d'Italia, il recupero degli investimenti risulta particolarmente intenso nelle imprese di dimensione medio-piccola (da 20 a 49 dipendenti), che erano risultate maggiormente penalizzate negli anni precedenti⁴.

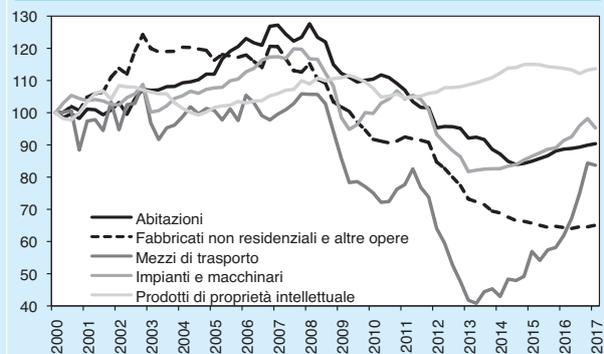
Quali sono le condizioni che hanno propiziato la ripartenza degli investimenti? Anzitutto il miglioramento delle attese di domanda. Riguardo alle quali il CSC evidenzia una forte correlazione tra le attese sugli ordini delle imprese manifatturiere e le variazioni del flusso degli investimenti (sempre riferiti al totale dell'economia, Grafico D). Risulta infatti evidente che la dinamica degli investimenti è strettamente correlata alle attese sugli ordini, e ne segue tutte le oscillazioni nel corso del tempo: asseconda il calo delle attese nel corso della recessione dei primi anni 2000, reagisce positivamente alla ripresa fino al 2007, per poi crollare con la crisi modellandosi sul *double dip* della recessione (caduta, ripresa e poi di nuovo caduta), fino a riprendersi decisamente a partire dal 2012. Il dato è tanto più rilevante in quanto nel corso dell'intero periodo il saldo dei giudizi sugli ordini si mantiene pressoché costantemente in territorio negativo; dal che si potrebbe dedurre che con il suo ritorno a livelli positivi il riavvio del processo di accumulazione potrebbe farsi più sostenuto.

Altre importanti condizioni favorevoli agli investimenti, oltre agli incentivi fiscali e alle attese sulla domanda, sono costituite dall'aumento della capacità produttiva utilizzata (nel 1° trimestre 2017 al 75,8%, 2,4 punti sotto il livello pre-crisi), dal costo del capitale di debito a lungo termine che resta ai minimi storici (e la risalita delle quotazioni di Borsa abbassa anche quello del capitale di rischio) e dal rifinanziamento degli investimenti pubblici che alimenta il recupero

⁴ Si veda Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, maggio 2017.

Grafico C

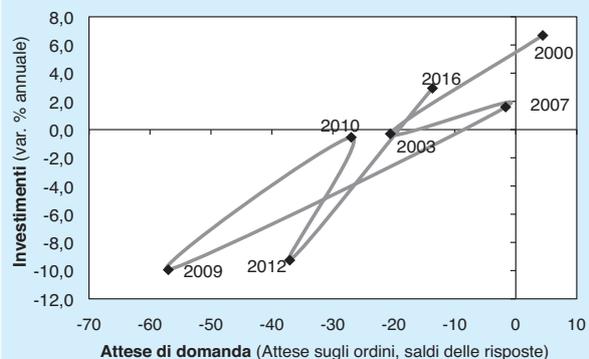
Recupero degli investimenti non omogeneo (Italia, dati trim. destagionalizzati, Indici 1° trim. 2000=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico D

Investimenti in linea con le attese di domanda (Italia, saldi delle risposte e var. % su dati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazione CSC su dati ISTAT.

delle costruzioni. Continua a rappresentare elemento frenante la forte selettività dell'erogazione del credito, ma molto meno che in passato. L'incertezza politica si è di recente attenuata (l'indice dell'incertezza sulla politica economica è in Italia ai minimi da oltre due anni), ma è probabile che tornerà ad accentuarsi intorno alle elezioni per il rinnovo del Parlamento.

Produzione industriale

Risale nel manifatturiero La produzione industriale in Italia è aumentata dell'1,7% nel 2016 dopo il +1,1% nel 2015. Ha toccato il punto più basso dall'inizio della crisi nel terzo trimestre del 2014 (indice a 90,5), attestandosi un punto percentuale al di sotto del precedente minimo (91,6 nel primo trimestre 2009). La risalita, in corso da fine 2014, è stata discontinua. Il recupero cumulato registrato fino al primo trimestre 2017 (quando l'attività è diminuita dello 0,3% congiunturale) è pari al 4,5%. A trainarlo è stata soprattutto la domanda interna: il fatturato domestico è cresciuto del 7,9% mentre quello estero del 3,5% cumulativamente (variazioni a prezzi costanti,

stime CSC). Tra i comparti, i beni d'investimento sono stati i più dinamici nella risalita. Il secondo trimestre è iniziato con un calo in aprile (-0,4% su marzo) cui, secondo il CSC, è seguito un recupero in maggio (+0,5%), che ha portato a +0,6% la variazione acquisita (Grafico 1.5). Le valutazioni degli imprenditori sono molto positive e lasciano intravedere ulteriori aumenti di attività.

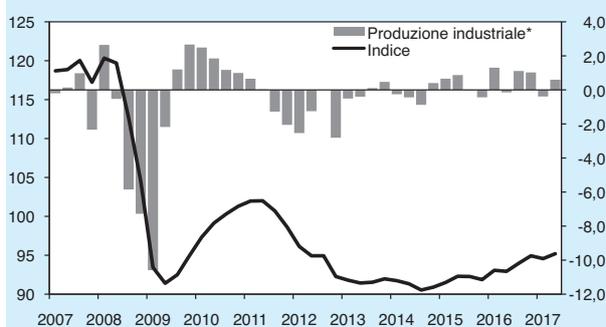
Stop temporaneo nelle costruzioni Segnali meno positivi vengono dall'attività nelle costruzioni, diminuita del 4,1% in aprile su marzo (+0,6% su febbraio). Nel primo trimestre 2017 è aumentata dello 0,4% sul quarto 2016 e nel secondo la variazione congiunturale acquisita è di -2,4%. Nonostante il calo di aprile, spiegato in parte dagli effetti statistici derivanti dalla distribuzione delle festività, il miglioramento delle attese degli imprenditori lascia intravedere una risalita della produzione nei prossimi mesi.

1.1.2 Scambi con l'estero

Accelerano gli scambi con l'estero Nello scenario del CSC le esportazioni di beni e servizi, salite del 2,4% a prezzi costanti nel 2016, crescono del 4,6% nel 2017 e del 3,9% nel 2018. Le importazioni, dopo avere registrato un +2,9% nel 2016, aumentano del 5,7% nell'anno in corso e del 4,1% il prossimo. Di conseguenza, il contributo dell'export netto al PIL, pari a -0,1 punti per-

Grafico 1.5

Lento recupero dell'attività industriale
(Italia, variazioni % congiunturali e saldi delle risposte,
dati trimestrali destagionalizzati)



* 2° trimestre 2017: stime CSC.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Indagine rapida.

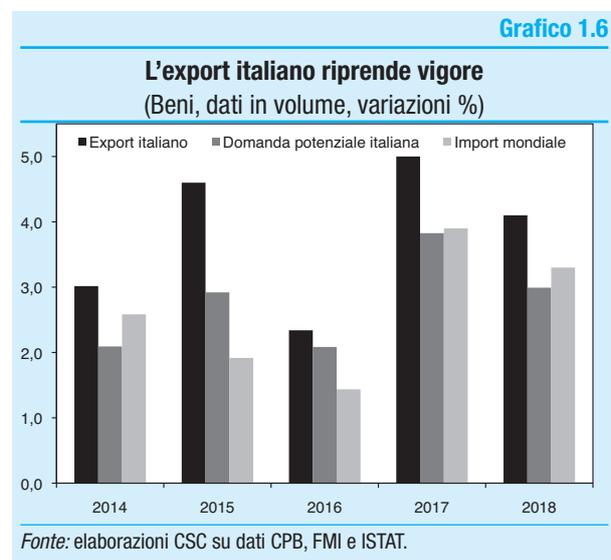
centuali nel 2016, sarà marginalmente negativo anche nel 2017 (-0,1 punti) e appena positivo nel 2018 (+0,1).

Fattori che sostengono le importazioni... La dinamica del commercio estero italiano è stata rivista al rialzo rispetto alle stime CSC di dicembre, soprattutto per l'anno in corso. L'import sarà favorito, specie nel 2017, dalla stessa robusta performance dell'export, che incorpora sempre più beni e servizi acquistati all'estero, lungo le catene globali del valore. Inoltre, sarà sostenuto dalla crescita dei consumi delle famiglie e degli investimenti delle imprese e, nel 2017, dal maggior accumulo di scorte.

Rispetto ai massimi pre-crisi del 2007, nel 2018 il livello delle importazioni sarà più elevato del 6,3% e quello dell'export del 14,9%.

...e le esportazioni La crescita a buoni ritmi delle vendite italiane all'estero è determinata, soprattutto, dalla ripresa della domanda globale, dopo la generale debolezza registrata nell'ultimo biennio. In particolare, sono ripartiti gli acquisti dall'estero negli Stati Uniti, nelle principali economie asiatiche (Cina, Giappone, Sud Corea e Australia) e nei paesi emergenti produttori di commodity (Russia, Brasile e Arabia Saudita), nei quali la risalita delle quotazioni *oil* e *non oil* ha riattivato la domanda interna. Poiché l'export italiano è relativamente poco presente in questi mercati (con l'importante eccezione degli USA), la crescita della domanda potenziale (cioè delle importazioni nei mercati di destinazione dei beni italiani) sarà lievemente inferiore a quella della domanda globale nel biennio di previsione, dopo essere stata nettamente superiore a essa negli ultimi due anni. Le vendite all'estero di merci *made in Italy*, comunque, continueranno a registrare una performance migliore della domanda potenziale, come accaduto negli ultimi sei anni (a eccezione del 2013), nonostante l'ulteriore lieve apprezzamento del tasso di cambio (+0,4% nel 2017 e +0,5% nel 2018, in termini effettivi nominali; stime CSC), dopo il +2,2% registrato nel 2016 (Grafico 1.6).

Buone indicazioni per la prima metà 2017 Secondo i dati di contabilità nazionale, le esportazioni di beni e servizi sono aumentate dello 0,7% nel primo trimestre 2017 sul quarto 2016. La variazione acquisita nell'anno in corso, pari a +2,8%, risulta da un robusto incremento delle vendite extra-UE (+4,5%) e da una dinamica meno forte di quelle intra-UE (+1,4%), specie all'interno dell'Area euro (+0,4%). La buona performance complessiva è dovuta alle esportazioni di beni, che sono cresciute a ritmi sostenuti (+1,2% congiunturale e +3,7% acquisito), più che compensando il calo di quelle di servizi (-1,7% e -1,4%, rispettivamente). Secondo i dati doganali, l'export di beni ha



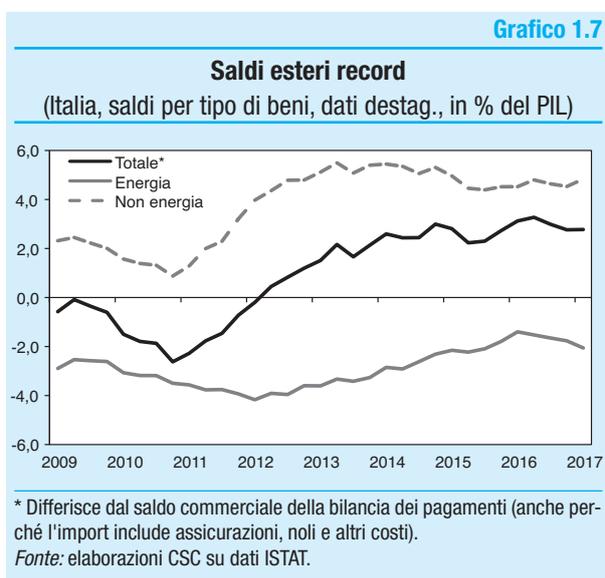
registrato una correzione al ribasso in aprile (-2,0% su marzo), dopo un forte aumento nel primo quarto dell'anno (superiore a quello che risulta dai conti nazionali).

Nei mesi primaverili le vendite italiane all'estero hanno continuato a beneficiare del rafforzamento della domanda mondiale, specie extra-UE, grazie anche all'avvio di un nuovo ciclo internazionale degli investimenti (beni attivatori di scambi tra paesi). Buoni segnali provengono dagli indicatori qualitativi sugli ordini manifatturieri esteri (PMI Markit e giudizi delle imprese ISTAT), che registrano valori elevati, seppure con una parziale correzione in maggio.

Ragioni di scambio giù nel 2017... Le ragioni di scambio di beni e servizi italiani sono state fortemente sostenute dai bassi prezzi delle commodity nel 2015 e nel 2016 (quando sono state favorite anche dall'apprezzamento del cambio); con la risalita delle quotazioni, nel 2017, esse diminuiranno (-0,7%) e risaliranno marginalmente nel 2018 (+0,1%).

...riducono avanzo commerciale... Nel 2016 il surplus della bilancia commerciale, grazie anche al miglioramento delle ragioni di scambio, è salito al 3,6% del PIL, livello massimo dal 1996. In particolare, il deficit energetico si è ridotto di quasi due punti percentuali di PIL in tre anni (dal 3,3% nel primo trimestre 2013 all'1,4% nel primo trimestre 2016), grazie alla caduta delle quotazioni petrolifere; con la loro risalita, però, è tornato ad ampliarsi fino al 2,1% nel primo trimestre 2017 (Grafico 1.7). Nel 2017 il peggioramento delle ragioni di scambio e la forte crescita dei volumi importati determineranno una riduzione dell'avanzo commerciale al 3,3% del PIL, che si stabilizzerà sugli stessi livelli nel 2018.

...e corrente (da livelli record),... Il deficit nell'interscambio dei servizi, pari allo 0,2% del PIL nel 2016, si è ampliato nel primo quarto 2017 allo 0,4% (dati destagionalizzati Banca d'Italia), anche a causa della debolezza dell'export; si stabilizzerà allo 0,3% del PIL nello scenario previsivo CSC. Il saldo dei redditi primari è nettamente aumentato nel 2016, registrando un avanzo per la prima volta dal 2007 (0,2% del PIL, da -0,6% nel 2015), ed è salito allo 0,5% del PIL a inizio 2017. Il miglioramento è dovuto soprattutto al calo dei rendimenti sui titoli di debito italiani (specie pubblici) detenuti all'estero, favorito dal *Quantitative Easing* della BCE; secondo il CSC, questi effetti si attenueranno molto gradualmente nel prossimo biennio. Sostanzialmente stabile, infine, il deficit dei redditi secondari (trasferimenti), all'1,0% del PIL nel 2016. Nel complesso, il surplus delle partite correnti ha raggiunto il 2,6% del PIL nel 2016 (top dal 1997), con un incremento di sei punti percentuali dal minimo del 2010, riconducibile quasi interamente al



miglioramento del saldo commerciale, per la riduzione del valore delle importazioni, mentre quello delle esportazioni è salito. Nello scenario CSC, l'avanzo corrente si ridurrà al 2,3% del PIL nel 2017 e al 2,1% nel 2018.

...che ha ridotto il debito con l'estero A fine 2016 la posizione patrimoniale netta italiana verso l'estero era pari al -14,9% del PIL, con un miglioramento di ben 8,6 punti percentuali rispetto all'anno precedente, determinato sia dal surplus corrente sia da aggiustamenti di valutazione degli stock. Dal massimo di fine 2013 il saldo debitorio è diminuito di 10,4 punti di PIL, in gran parte grazie ai ripetuti avanzi di parte corrente.

1.1.3 Credito

Credito alle imprese ancora debole... Lo stock di credito bancario alle imprese italiane è ancora in calo: -0,4% in aprile, dopo il -0,3% di marzo (dati destagionalizzati CSC). Nei primi quattro mesi del 2017 i prestiti hanno registrato un -0,2% medio al mese, come nel 2016. Lo stock è del 16,9% inferiore al picco del settembre 2011 (-155 miliardi). Ci sono, tuttavia, alcuni segnali di miglioramento del mercato del credito, rispetto alla fase peggiore del *credit crunch* tra il 2011 e il 2016. La situazione attuale non è più di stretta generalizzata dei prestiti, ma di offerta di credito ancora molto selettiva, da parte di diversi istituti, specie verso alcuni specifici settori.

In termini annui, lo stock di prestiti bancari alle imprese registra un -1,6% in aprile, ma se si tiene conto delle cartolarizzazioni e degli altri crediti ceduti e cancellati dai bilanci bancari, risulta una crescita dello 0,2%. Una differenza che indica il processo di pulizia dei bilanci da parte degli istituti e comunque la riduzione dell'esposizione al rischio verso le imprese.

Nel manifatturiero si è avuta una stabilizzazione dei prestiti nei primi quattro mesi del 2017 (dopo un -0,2% al mese nel 2016). Nelle costruzioni, invece, prosegue la flessione (-0,6% al mese, -0,8% lo scorso anno).

La disponibilità di liquidità in azienda, rispetto alle esigenze operative, è in flessione negli ultimi mesi, ma resta superiore ai valori pre-crisi: saldo a 36 a maggio nel manifatturiero, da un massimo di 39 a febbraio (32 nel 2007; indagine ISTAT). Le attese sulla liquidità delle imprese industriali e dei servizi sono positive, anche se peggiorano (+8,8 il saldo per il 2° trimestre, da +10,0 nel 1°; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, le attese sulla liquidità restano negative, anche se in miglioramento (-21,6 il saldo, da -22,4).

...e sofferenze stabili Lo stock di sofferenze lorde relative a prestiti alle imprese, accumulate nei bilanci delle banche italiane, è rimasto invariato nei primi mesi del 2017: 145 miliardi in aprile (19,3% dei prestiti), stesso valore di gennaio. Dalla fine del 2015 il profilo delle sofferenze si è appiattito, con l'interruzione del precedente trend di crescita. Ciò è stato favorito dalla lenta risalita dell'attività economica e dalla serie di interventi varati negli ultimi anni per smaltire parte dello stock (deducibilità fiscale in un anno delle perdite su crediti, velocizzazione delle procedure fallimentari, garanzie pubbliche sulle sofferenze cartolarizzate, Fondo Atlante). Le sofferenze calcolate al netto dei fondi rettificativi e relativamente ai prestiti totali (a imprese, famiglie

e altri settori), sono stabili a 77 miliardi in aprile, stesso valore di gennaio, ma inferiore ai valori di fine 2016 (87 miliardi). I necessari accantonamenti, tuttavia, riducono la già bassa redditività degli istituti, che limita la loro capacità di espandere i bilanci erogando nuovi finanziamenti.

Il mercato della cessione di crediti deteriorati in Italia sta gradualmente crescendo: 24 miliardi di euro nel 2016, da 19 nel 2015 (appena 5 nel 2012). Tali transazioni, tuttavia, sono ancora insufficienti ad abbattere lo stock accumulato.

Fattori pro e contro il credito Il credito è sostenuto da oltre due anni dalle misure iper-espansive della BCE (QE, tassi negativi, prestiti T-LTRO2), che accrescono per gli istituti bancari l'incentivo a erogare prestiti, abbassano il costo della raccolta e migliorano i bilanci con l'aumento dei prezzi dei titoli in portafoglio. Gli acquisti di titoli BCE, che dovrebbero essere prolungati al 2018, attutiscono l'impatto di eventuali shock sui rendimenti sovrani in Italia.

Altre forze, invece, frenano l'erogazione di credito. Alcuni istituti bancari italiani continuano ad affrontare problemi di bassa qualità del credito e dotazione patrimoniale da rafforzare. In generale il sistema bancario deve confrontarsi con la bassa redditività e con la stretta regolatoria già attuata e in fase di studio, che crea incertezza e accresce la prudenza delle banche nell'assunzione di rischio di credito. Un accordo internazionale su "Basilea 4" è atteso entro luglio; le nuove regole riguardano in particolare i modelli per il calcolo del rischio di credito e potrebbero accrescere i fabbisogni di capitale di molti istituti europei, anche se l'impatto in Italia dovrebbe essere contenuto.

L'incertezza politica potrebbe frenare gli investitori esteri (si veda il riquadro *L'uscita di risorse bancarie estere dall'Italia, un trend in aumento*) e rendere più difficili le ricapitalizzazioni di specifici istituti creditizi. Le quotazioni azionarie delle banche hanno recuperato da inizio anno, ma restano su livelli molto ridotti.

Offerta meno stretta, domanda stabile... La scarsità di credito, secondo gli indicatori qualitativi, deriva maggiormente da un'offerta ancora stretta, piuttosto che da una bassa richiesta delle imprese. Le imprese, stando a questi indicatori, subiscono la scarsità, che mette in difficoltà ancora molte di esse. Tuttavia, la quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti è scesa ai livelli della prima metà del 2011: 4,6% a marzo, da 8,3% a dicembre 2016 (indagine ISTAT). Si è ridotta, però, anche la quota di imprese che ottengono il credito (73,1%, da 75,6%), mentre è cresciuta la quota di imprese che, presi contatti con le banche, si limitano a chiedere solo informazioni (22,3%, da 16,1%). Questi dati, peraltro, non includono le aziende che sono scoraggiate dal chiedere prestiti a causa di precedenti rifiuti.

...margini limati... I dati qualitativi raccolti presso le principali banche italiane indicano che le condizioni di offerta di credito alle imprese sono state un po' allentate nel 1° trimestre 2017, dopo essere rimaste invariate nella seconda metà del 2016 (*Bank Lending Survey*; Grafico 1.8). Le banche hanno continuato a limare il margine di interesse medio sui prestiti, accrescendolo su quelli ritenuti più rischiosi; hanno ridotto la richiesta di particolari clausole, lasciando invariate le altre condizioni (criteri sull'ammontare, garanzie, scadenze). Il forte inasprimento del 2011-2013 e del 2007-2009 continua a frenare le erogazioni. Nel 1° trimestre hanno contribuito

all'allentamento i minori problemi sulla posizione patrimoniale delle banche e la concorrenza di altri istituti; le banche giudicano, invece, neutrali gli altri fattori (disponibilità di liquidità, raccolta sui mercati, attese su specifici settori, imprese e economia in generale).

L'indagine presso le imprese industriali e dei servizi conferma il piccolo miglioramento delle condizioni di accesso al credito nel 1° trimestre: +2,9 il saldo (+3,1 nel 4° 2016; Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, prosegue il peggioramento delle condizioni creditizie e con un'intensità maggiore (-8,3 il saldo, dopo -7,4).

...che sostengono le richieste di credito

La propensione a domandare credito delle imprese italiane è diminuita di poco nel 1° trimestre. Si sono ridotte le richieste per finanziare investimenti fissi e per realizzare fusioni/acquisizioni, sono aumentate invece per scorte e capitale circolante. Inoltre, si è fermata dopo quattro anni la crescita della domanda di fondi per il rifinanziamento del debito delle imprese. L'indicatore cumulato delle condizioni di domanda di credito resta molto vicino ai livelli pre-crisi del 2007.

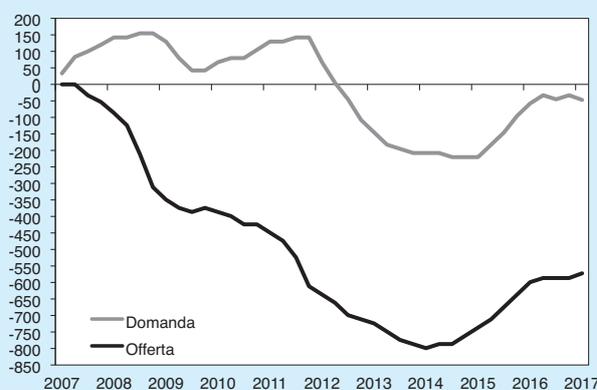
Il basso costo continua a favorire la domanda di credito. I tassi di interesse pagati dalle imprese si mantengono ai minimi: in aprile 1,5% in media sulle nuove operazioni (da 3,5% a inizio 2014). Le aziende più piccole pagano il 2,2% (da 4,4%), le maggiori l'1,1% (da 2,8%). Il costo del denaro è sceso negli ultimi anni grazie alla riduzione dei tassi di riferimento, in particolare quelli sui titoli sovrani. Secondo i dati qualitativi, i margini applicati in media dalle banche italiane nel 1° trimestre 2017 sono scesi molto sotto i valori del 2010, anche se restano superiori a quelli del 2007. Una risalita del rendimento del BTP decennale metterebbe a rischio questi risultati sul costo del credito.

Prestiti alle famiglie in crescita... I prestiti bancari erogati alle famiglie italiane stanno accelerando: +0,4% in media al mese nei primi quattro mesi del 2017, da +0,1% al mese nel 2016 (dati destagionalizzati CSC). Il credito, quindi, sta sostenendo i consumi e l'attività nel settore residenziale. Lo stock di prestiti per le famiglie si espande del 2,3% in termini annui (+2,4% calcolando anche i prestiti ceduti e cancellati dai bilanci bancari) ed è già salito molto oltre i livelli precedenti al *credit crunch* del 2012-2014.

...con un'offerta allentata... L'espansione dei prestiti alle famiglie riflette, anzitutto, un'offerta un po' meno stretta. Per i mutui, le banche indicano che i criteri sono stati allentati di poco nel 1° trimestre 2017, dopo essere rimasti invariati nella seconda metà del 2016; la forte restrizione

Grafico 1.8

Nel credito offerta stretta, domanda a valori pre-crisi
(Italia, imprese, indici cumulati 4° trimestre 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche*)



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

precedente non è stata ancora annullata. Anche per il credito al consumo è ripartito l'allentamento dei criteri di offerta, dopo la pausa di fine 2016; finora è stato minore di quanto registrato per i mutui, tanto che le condizioni risultano ancora molto stringenti (*Bank Lending Survey*).

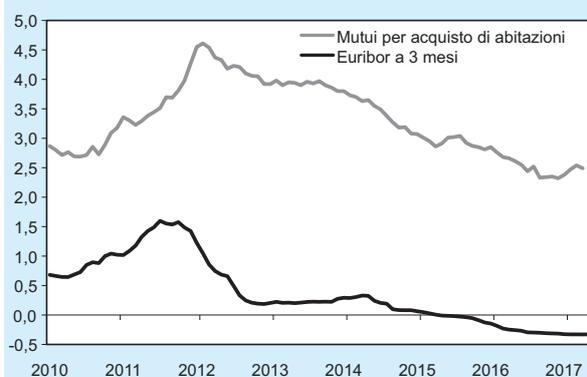
Gli istituti segnalano che nel 1° trimestre, sia per i mutui sia per il credito al consumo, hanno ridotto i margini di interesse per la media dei prestiti, ma non per quelli giudicati più rischiosi. Le altre condizioni (volumi, garanzie, scadenze) sono rimaste invariate. Le banche indicano come fattore che ha giocato a favore delle erogazioni di mutui e credito al consumo la concorrenza da parte di altri istituti, mentre giudicano neutrali gli altri fattori (attese sull'economia, merito di credito dei consumatori, costi di raccolta e vincoli di bilancio, avversione al rischio).

...e domanda in forte espansione Le richieste di fondi delle famiglie crescono rapidamente, secondo i dati qualitativi. Nel 1° trimestre è proseguita la risalita dell'indicatore cumulato di domanda di mutui, che è molto oltre i livelli pre-crisi. Le banche indicano che tale aumento è stato favorito dalle migliori attese delle famiglie sul mercato immobiliare, dalla fiducia delle famiglie, dalla rinegoziazione di vecchi contratti e dai bassi costi. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale), però, è risalito di poco nei primi mesi del 2017, toccando il 2,5% in aprile, dal minimo di 2,3% a fine 2016 (Grafico 1.9).

Prosegue nel 1° trimestre anche il recupero della domanda di credito al consumo, che è finora minore rispetto a quanto avvenuto per i mutui. La risalita riflette l'incremento dei progetti di spesa in beni durevoli, la fiducia delle famiglie e il basso costo del credito. In leggero aumento, tuttavia, il TAEG per il credito al consumo: 7,9% in aprile, da 7,6% a fine 2016.

Grafico 1.9

Tassi poco sopra i minimi sui mutui alle famiglie (Italia, valori %, dati mensili, nuove operazioni)



Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

L'uscita di risorse bancarie estere dall'Italia, un trend in aumento

Nel corso del 2016 si è registrata una significativa riduzione delle risorse impiegate dalle banche estere nell'economia italiana. L'uscita di fondi bancari esteri dall'Italia potrebbe proseguire nel 2017 e nel 2018, a fronte di un aumento del rischio legato all'incertezza del quadro politico, che viene attentamente monitorato dagli investitori esteri e li induce a estrema prudenza. L'assottigliarsi di finanziamenti bancari esteri si somma alla scarsità di quelli domestici, specie per le imprese, facendo mancare un fondamentale sostegno all'attività economica in Italia.

L'uscita di risorse bancarie estere riguarda anche altri paesi europei, come Spagna e Francia, ma in Italia il fenomeno è più accentuato. Fa parte, comunque, di un più generale processo di *deleveraging* degli intermediari bancari e di segmentazione del mercato interbancario lungo i confini nazionali, che riflette tra l'altro la perdurante sfiducia tra banche e le regole più restrittive sul capitale. Sta accadendo, cioè, il contrario di quanto era avvenuto all'indomani della creazione dell'Unione monetaria europea (vedi capitolo 2). L'Unione bancaria, ancora incompleta, e il progetto di Unione dei mercati di capitali hanno tra gli obiettivi quello di invertire queste tendenze centrifughe, per rafforzare i legami finanziari nella UE e sostenere la crescita.

Le risorse bancarie estere in Italia sono scese al minimo della serie storica (che inizia nel 1997) di 571 miliardi di dollari a fine 2016, da 660 a inizio anno, con una riduzione di 89 miliardi (-14%, secondo i dati BIS relativi a 25 paesi, in gran parte OCSE; Grafico A). Traducendo tali valori in euro, in base al cambio corrente, risulta un minimo di 530 miliardi a fine 2016, da 599 a inizio anno, con un calo di 69 miliardi (-12%).

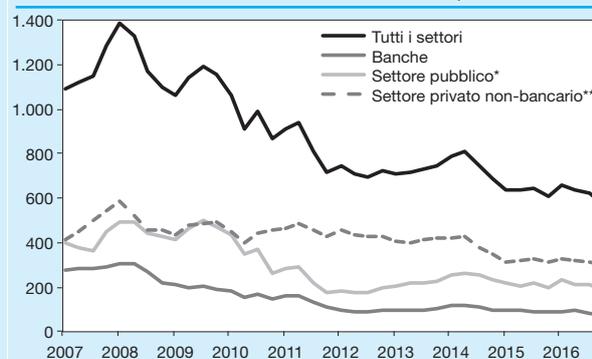
Dall'inizio della crisi l'Italia ha subito un forte assottigliamento dei finanziamenti bancari esteri. Il picco storico è stato toccato a 1.386 miliardi di dollari a inizio 2008: da allora le risorse sono diminuite di 815 miliardi.

Dopo la temporanea stabilizzazione nel 2013, c'è stata una nuova ondata di riduzione, partita sulla scia delle difficoltà emerse per alcuni istituti bancari italiani, cui poi si è sommata l'incertezza politica nel Paese.

In parte, la più recente diminuzione riflette anche gli acquisti di titoli da parte della BCE (QE), iniziati nell'ottobre 2014 ed estesi ai titoli pubblici da marzo 2015, nella misura in cui vengono acquistati titoli pubblici e/o privati di emittenti italiani detenuti da banche di un altro paese; gli acquisti del QE sono, in effetti, un fattore comune nella riduzione dell'esposizione delle banche estere verso i paesi europei, non solo verso l'Italia. Il brusco calo che si osserva nelle serie storiche in dollari da metà 2014 a inizio 2015 è in parte dovuto a un effetto cambio, vista la forte svalutazione dell'euro in quel periodo (-18%); la serie tradotta in euro mostra un calo più contenuto.

Grafico A

Prosegue l'uscita di fondi bancari esteri dall'Italia (Attività delle banche estere in Italia verso i settori indicati, miliardi di dollari, dati trimestrali)



Banche di 26 paesi. Per alcuni paesi la somma dei settori non corrisponde al totale a causa di dati "non ripartiti". *Governo e Banca Centrale. ** Società non finanziarie, famiglie, società fin. non bancarie, altro.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BIS.

Disaggregando per settori istituzionali, l'esposizione delle banche estere verso gli istituti di credito italiani è scesa al minimo di 73 miliardi di dollari a fine 2016, da 90 a inizio anno (-16 miliardi; picco a 307 nel 2008). Questa riduzione ha l'aspetto di una lenta e costante erosione, più che quello di una repentina fuga. Nondimeno, il suo proseguimento sta prosciugando le risorse finanziarie interbancarie, che le banche estere in passato rendevano disponibili agli istituti italiani. I quali, quindi, sono costretti a fare maggior affidamento sui prestiti a 3-4 anni messi a disposizione dalla BCE (256 miliardi di euro i fondi presi in aprile, da 141 a inizio 2015).

I finanziamenti esteri al settore pubblico, composti in gran parte da titoli sovrani italiani, sono scesi a 186 miliardi di dollari a fine 2016, da 230 a inizio anno (-44; picco a 503 nel 2009). In gran parte, questa riduzione è il riflesso degli acquisti di titoli pubblici italiani da parte della BCE (269 miliardi di euro lo stock acquistato tra marzo 2015 e maggio 2017)¹.

Calano, infine, anche le risorse finanziarie che le banche estere erogano al settore privato non bancario in Italia: 301 miliardi di dollari a fine 2016, da 329 a inizio anno (-28; picco a 586 nel 2008). Si tratta per lo più di prestiti diretti a imprese e famiglie italiane e di titoli obbligazionari. Le opportunità di finanziamento per le aziende, già alle prese con un credito domestico ancora molto selettivo, si assottigliano ulteriormente.

Guardando alla provenienza geografica, quasi la metà delle risorse impiegate da banche estere in Italia fa capo a istituti con sede in Francia: 278 miliardi di dollari a fine 2016, di cui 38 alle banche italiane, 56 al settore pubblico e 184 al settore privato non bancario (Tab. A). Le banche francesi hanno ridotto l'esposizione complessiva verso l'Italia di 22 miliardi nel corso del 2016, -7%.

Il secondo sistema bancario per totale di risorse investite in Italia è quello tedesco: 81 miliardi a fine 2016, con un -16 miliardi da inizio anno (-16%).

Quote ampie di finanziamenti provengono anche da banche di Spagna (53 miliardi), USA (39), Giappone (29), Paesi Bassi (26), Regno Unito (21) e Svizzera (16). I primi otto paesi assommano al 95% del totale, il 77% dall'Eurozona.

L'uscita di capitali bancari esteri dall'Italia non avviene con la stessa intensità da tutti i paesi. Le banche spa-

Tabella A

Metà delle attività di banche estere in Italia è francese
(Stock, 4° trimestre 2016, miliardi di dollari)

	Totale settori	Banche	Pubblico*	Privato**
Francia	278	38	56	184
Germania	81	6	34	31
Spagna	53	4	36	13
USA	39	11	12	15
Giappone	29	2	21	6
Paesi Bassi	26	4	5	17
Regno Unito	21	3	0	19
Svizzera	16	3	6	7
Altri paesi	27	3	15	9
Totale paesi	571	73	186	301

Banche di 26 paesi. Per alcuni paesi la somma dei settori non corrisponde al totale a causa di dati "non ripartiti". * Governo e Banca Centrale.

** Società non finanziarie, famiglie, società fin. non bancarie, altro.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BIS.

¹ Si veda Banca d'Italia (2017), I detentori di titoli pubblici italiani, *Relazione Annuale 2016*, pagg.175-177.

gnole detengono oggi il terzo maggior stock di fondi prestati all'Italia, superando ad esempio quelle del Regno Unito, anche perché nell'ultimo anno hanno disinvestito poco (-1 miliardo nel 2016, -2%).

I disinvestimenti delle banche di alcuni paesi dall'Italia sono stati di minore entità nel 2016, perché già in precedenza quegli istituti avevano ridotto la loro esposizione a valori molto contenuti, ma in termini percentuali sono risultati almeno altrettanto rilevanti. Emblematico il caso del Belgio, le cui banche erano arrivate ad avere attività in Italia per 85 miliardi di dollari nel 2006 e sono scese a 10 miliardi già nel 2012 e poi a 9 miliardi nel 2016 (-3 miliardi nell'ultimo anno, -23%). Simile l'andamento per le banche olandesi: da 155 miliardi di dollari nel 2008 a 33 nel 2012 e quindi a 26 nel 2016 (-4 miliardi nell'ultimo anno, -13%).

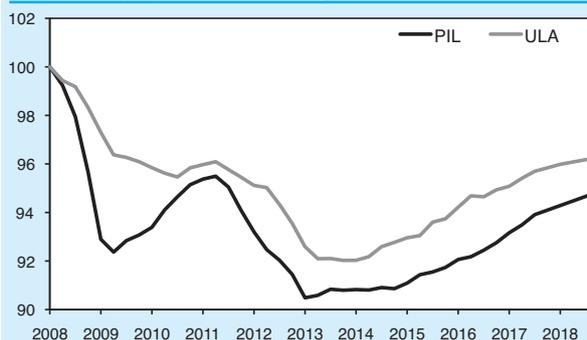
1.1.4 Occupazione, retribuzioni, CLUP

Lavoro cresce con il PIL Nel biennio previsivo l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno) continuerà a crescere di conserva al PIL, seppur con intensità lievemente inferiore anche rispetto agli anni passati. Dopo il +1,0% del 2015 e il +1,4% del 2016, il CSC stima che le ULA aumenteranno dello 0,9% nel 2017 e dello 0,8% nel 2018. Alla fine dell'orizzonte previsivo torneranno a 24,3 milioni, più di un milione sopra al minimo toccato nel 2013, ma ancora 900mila unità sotto il livello pre-crisi (Grafico 1.10).

Orari ancora corti... Da inizio 2014 l'occupazione ha puntato verso l'alto indipendentemente dall'indicatore usato per misurarla: sono aumentati non solo le ULA (+3,3% dall'ultimo quarto 2013 al primo 2017) e il monte ore effettivamente lavorate (+3,6%), ma anche, contemporaneamente e con intensità simile, il numero di persone occupate (+3,0%), contrariamente a quanto ci si sarebbe potuto attendere (Grafico 1.11). Per far fronte alla crisi, infatti, le imprese hanno tagliato gli organici, ma anche diminuito le ore lavorate, decurtando gli

Grafico 1.10

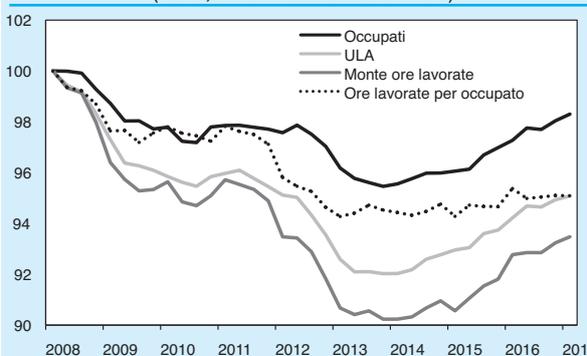
Lavoro su a passo un po' più lento
(Italia; PIL a prezzi costanti e unità di lavoro equivalenti a tempo pieno; dati destag.; 1° trim. 2008=100)



Stime CSC dal 2° trimestre 2017.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.11

Più occupati e orari ancora corti
(Italia, 1° trimestre 2008=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

straordinari, utilizzando il part-time o altre forme di riduzione dell'orario di lavoro e ricorrendo alla Cassa integrazione; ciò ha fatto sì che le ULA e il monte ore lavorate calassero in misura maggiore delle persone occupate. Simmetricamente, come accaduto in passato, l'ampio bacino di sottoutilizzo degli occupati (in termini di ore lavorate pro-capite) si sarebbe dovuto prosciugare al riavvio dell'attività e ciò avrebbe potuto rallentare l'aumento delle persone occupate.

In effetti, il ricorso alla CIG si è progressivamente sgonfiato da autunno 2012 e le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte sono scese da quasi 400mila a meno di 130mila. Le ore lavorate pro-capite sono tuttavia ancora molto basse rispetto ai valori pre-crisi: nel primo trimestre 2017 in Italia ogni occupato ha lavorato mediamente 1,7 ore in meno a settimana rispetto a inizio 2008, da un punto di minimo di circa due ore in meno toccato nel 2013 e mantenuto fino a inizio 2015. Da allora, con il consolidarsi della risalita dei livelli di attività, l'orario pro-capite si è allungato dello 0,9%. Questo processo continuerà nei prossimi mesi smorzando la creazione di nuovi posti e ciò determinerà una temporanea e piccola riduzione dell'elasticità dell'occupazione al PIL.

...smorzano lo slancio dell'occupazione Dopo il +1,3% nel 2016, il CSC stima che, a fronte del parziale allungamento degli orari di lavoro, il numero di persone occupate crescerà a ritmo più smorzato sia nel 2017 sia nel 2018 (+0,8% in entrambi gli anni). Alla fine del biennio previsivo gli occupati torneranno sopra il livello pre-crisi (+100mila rispetto al picco della primavera 2008, +0,5%). Avevano toccato il minimo in autunno 2013 (-1 milione di unità).

Staffetta tra tempo determinato e indeterminato Scomponendo per tipologia contrattuale la crescita dell'occupazione registrata nell'ultimo triennio, si osserva che nel 2014 le assunzioni sono ripartite via aumento dei contratti a tempo determinato, in linea con la maggiore reattività della componente temporanea dell'occupazione all'andamento dell'attività economica che ha caratterizzato il mercato del lavoro italiano, almeno fino ai più recenti interventi normativi. Con l'istituzione transitoria della decontribuzione sulle assunzioni a tempo indeterminato (da gennaio 2015) e l'introduzione del contratto a tutele crescenti (da marzo 2015) si è osservato un cospicuo aumento dell'occupazione a tempo indeterminato, che ha trainato la crescita dell'occupazione totale, sostituendosi in larga misura a quella a termine e compensando gli ulteriori cali di quella indipendente. Dell'aumento dell'occupazione dipendente registrato nel corso del 2015 (+313mila unità a dicembre su dicembre 2014), l'86,7% è avvenuto con contratti a tempo indeterminato. Nel 2016, quando l'ammontare degli sgravi è stato ridotto in durata ed entità, la quota è scesa al 38,4% su 260mila posti dipendenti aggiuntivi, ma nei primi quattro mesi del 2017 è risalita al 51,6% (su 195mila), nonostante l'esaurimento degli incentivi, sopra la media storica e maggiormente correlabile alla nuova tipologia contrattuale.

Resta alto il numero delle persone a cui manca lavoro... Nonostante i miglioramenti registrati negli ultimi anni, nel mercato del lavoro italiano è ancora ampio il bacino di persone a cui manca lavoro, in tutto o in parte. Nel 2016 il numero di persone disoccupate è rimasto intorno ai 3 milioni, stesso valore medio del 2015. Il consistente aumento dell'occupazione è stato infatti accompagnato da una forte espansione della forza lavoro (+1,0%), un fenomeno fisiologico

nelle fasi di crescita economica, che aumenta le opportunità occupazionali e, quindi, incoraggia le persone a cercare un impiego.

Il bacino di persone in cerca di lavoro scenderà nel biennio previsivo, a fronte di tassi di crescita della forza lavoro più contenuti, anche a causa dello stallo del processo di revisione delle politiche attive¹. In media d'anno, i disoccupati, dall'11,7% della forza lavoro nel 2016, scenderanno all'11,2% nel 2017 e al 10,7% nel 2018 (sotto il 10% nel quarto trimestre).

... in tutto o in parte Ai 3 milioni di disoccupati nel primo trimestre 2017 (+81,2% rispetto a nove anni prima) bisogna aggiungere gli occupati part-time involontari (2,6 milioni, +109,3%) e i non-occupati che sarebbero disponibili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva (1,4 milioni, +39,6%) oppure che stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (650mila, +105,5%). In totale, si tratta di 7,7 milioni di persone (+81,5%). Un'altra misura del deterioramento strutturale del mercato del lavoro durante la crisi è l'ormai elevatissimo stock di disoccupati di lunga durata: nel primo trimestre 2017 le persone alla ricerca di un impiego da almeno dodici mesi erano poco meno del 60% del totale dei disoccupati, 1,7 milioni (+125,9% rispetto al primo 2008, -0,1% rispetto a inizio 2016).

Non più REI di essere poveri

L'introduzione di una misura nazionale di contrasto alla povertà in Italia è ormai compiuta. Il 9 marzo scorso il Parlamento ha approvato il Disegno di Legge Delega al Governo contro la povertà che introduce il REI, reddito di inclusione. Il Governo sta ora lavorando ai decreti attuativi e da gennaio 2018 il REI sarà operativo. L'Italia era in ritardo rispetto a tutti gli altri partner europei; negli anni erano state avanzate numerose proposte e avviate diverse sperimentazioni per costruire uno strumento di contrasto alla povertà, ma di fatto era rimasta l'unico paese in Europa insieme alla Grecia privo di una misura a livello nazionale di ultima istanza contro la povertà¹.

Una misura di contrasto alla povertà assoluta come il REI, che va esclusivamente finanziata con la fiscalità generale, necessita di un monitoraggio attento per evitare sprechi di risorse e inefficienze legate a possibili comportamenti opportunistici.

La crisi ha drammaticamente ridotto la ricchezza prodotta dal Paese. Sebbene in Italia la concentrazione del reddito non sia aumentata, l'impoverimento generale si è tradotto in un aumento consistente del numero di famiglie e di persone povere.

Così sono 4 milioni e 598 mila (il 7,6% della popolazione; dati 2015, ultimi disponibili) le persone che vivono in famiglie in condizioni di povertà assoluta, +2,8 milioni rispetto al 2007

¹ La Grecia, dopo varie sollecitazioni da parte della Commissione europea, ha avviato a gennaio 2017 una sperimentazione (GMI) volta a costruire una misura di contrasto alla povertà.

¹ Dopo la bocciatura referendaria alla revisione del Titolo V della Costituzione, l'attività dell'ANPAL (l'Agenzia Nazionale per le Politiche Attive del Lavoro introdotta dal Jobs Act) procede lentamente.

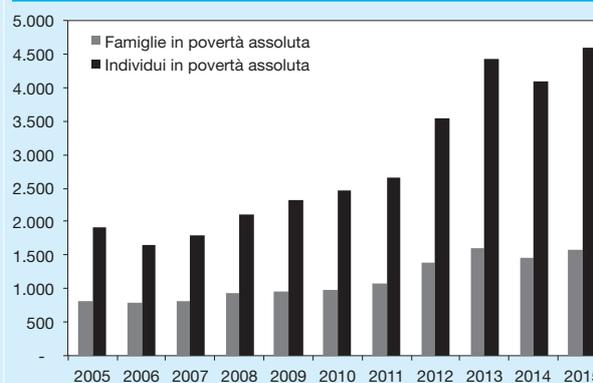
(+157,1%); le famiglie povere sono 1 milione e 582mila, il 6,1% del totale (+758mila rispetto al 2007; Grafico A). È povero un minore su 10². Nell'ultimo decennio la povertà è aumentata soprattutto tra i giovani e i minori, mentre è rimasta sostanzialmente stabile tra gli anziani. Prima della crisi la percentuale di persone ultra 65enni in povertà assoluta era superiore a quella delle persone di tutte le altre classi di età, mentre oggi è la più bassa: 4,1% contro il 10,9% tra i minori e il 9,9% per i 18-34enni. (Grafico B).

A tale conclusione conduce anche la constatazione che i nuclei familiari guidati da un pensionato sono gli unici per cui l'incidenza della povertà è leggermente diminuita durante la crisi, attestandosi al 3,8% nel 2015, contro il 3,9% del 2007. La povertà è invece cresciuta molto per le famiglie con a capo un disoccupato: al 19,8%, +12,8 punti percentuali dal 2007. Avere un lavoro non mette, tuttavia, al riparo dalla povertà: +4 punti percentuali nel 2007-2015 l'incidenza per i nuclei guidati da un occupato, salita al 6,1%.

Il crescente numero di poveri e il mutamento delle loro composizione per età e condizione professionale (tanti i minori e

Grafico A

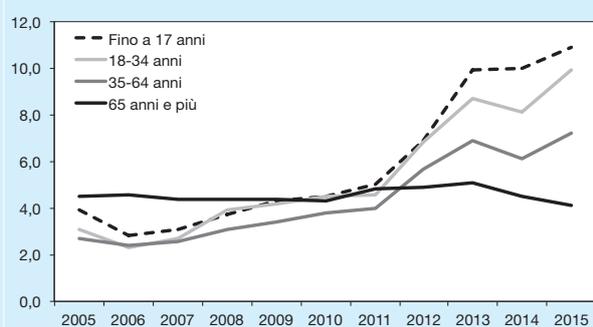
In Italia forte aumento della povertà (Numero di famiglie e individui in condizione di povertà assoluta, dati annuali in migliaia)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico B

Cresce la povertà, tranne tra gli over 65 (Italia, incidenza % della povertà assoluta tra gli individui per fascia d'età)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

² Sono definite in condizioni di povertà assoluta le famiglie con una spesa complessiva per consumi inferiore al valore monetario di un paniere di beni e servizi considerati essenziali, definito in base all'età e al numero dei componenti della famiglia, all'area geografica e alla tipologia del comune di residenza. Sono considerati poveri assoluti i componenti di tali famiglie. L'incidenza della povertà si ottiene dal rapporto percentuale tra il numero di famiglie con una spesa media sotto la corrispondente soglia di povertà e il totale delle famiglie residenti; per gli individui l'incidenza si calcola come rapporto percentuale tra il numero di persone appartenenti a famiglie povere e il totale delle persone residenti. Le soglie di povertà sono i valori rispetto ai quali si confronta la spesa per consumi di una famiglia per definirla o meno in condizioni di povertà assoluta. Le soglie variano notevolmente per tipologia familiare, ripartizione geografica e tipo di comune di residenza: ad esempio, per una famiglia composta da un solo adulto con meno di 60 anni di età che risiede in una grande città, la soglia di povertà è pari a 820 euro al Nord, a 787 euro al Centro e a 609 euro al Mezzogiorno; scende a 552 euro se risiede in un comune con meno di 50mila abitanti del Sud.

sempre più gli occupati) hanno reso urgente completare il processo di istituzione in Italia di una misura nazionale di ultima istanza contro la povertà, universale seppur condizionata a comportamenti virtuosi quali la ricerca del lavoro, l'investimento in formazione e le cure mediche dei figli.

Il DDL approvato a marzo scorso nello specifico:

- introduce il reddito di inclusione (REI): “una misura nazionale di contrasto alla povertà, individuata come livello essenziale delle prestazioni da garantire su tutto il territorio nazionale, basata sul principio dell'inclusione attiva”;
- riordina le prestazioni di natura assistenziale esistenti, anche allo scopo di reperire risorse;
- rafforza il coordinamento degli interventi in materia di servizi sociali, per garantire su tutto il territorio nazionale livelli essenziali nelle prestazioni.

Il sussidio, secondo il DDL, sarà determinato in base alla condizione economica del beneficiario e la sua erogazione sarà sottoposta alla prova dei mezzi in base a due indicatori: ISEE (indicatore della condizione economica complessiva) e IMSRE (indicatore della situazione reddituale al netto del canone di locazione). Ciò consente di cogliere meglio la capacità di spesa della famiglia che richiede il REI e di tenere conto delle differenze territoriali del costo della vita.

L'accesso al reddito di inclusione comporta la predisposizione per i beneficiari di un percorso personalizzato di partecipazione sociale e lavorativa. I progetti personalizzati saranno predisposti da equipe multidisciplinari che lavoreranno per la definizione di obiettivi che riguardano: inserimento al lavoro, politiche abitative, tutela della salute e dell'istruzione per i minori e formazione mirata per gli adulti. È prevista una chiara definizione degli obiettivi e un monitoraggio degli esiti.

Le risorse sono circa due miliardi all'anno e in parte saranno usate per potenziare la rete dei servizi locali che avranno un ruolo fondamentale nella costruzione e nell'attuazione dei piani di inclusione. Proprio nella gestione territoriale dei piani personalizzati, infatti, si addensano le maggiori criticità per l'implementazione del programma: l'elevata variabilità di efficienza nell'operare degli enti locali potrebbe creare enormi iniquità.

Il REI si concretizzerà a partire da gennaio 2018 con una “Carta Rei” consegnata alle famiglie interessate sulla quale l'INPS caricherà l'importo previsto. Per il prossimo anno l'importo andrà da un minimo di 190 a un massimo di 495 euro a famiglia, sarà versato ogni mese per un anno e mezzo, salvo possibilità di rinnovo. Per ora sono 1,8 milioni le persone interessate.

La nuova misura sostituisce il SIA (sostegno per l'inclusione attiva), entrato in vigore a settembre 2016 e che era riservato (per carenza di fondi) a famiglie povere con minori o con figli disabili o con donne in gravidanza. Anche il REI sarà inizialmente riservato a un sottoinsieme dei poveri assoluti, in particolare a quelli nei nuclei familiari con minori o con figli gravemente disabili o donne in gravidanza, oppure con almeno un 55enne disoccupato. Queste restrizioni dovranno essere superate a regime perché minano la dimensione universalistica

che dovrebbe caratterizzare questo tipo di strumento. Andrebbe riconosciuto comunque a tutti i poveri il diritto all'accesso alla misura, sebbene restringendone l'effettivo godimento sulla base di criteri di condizionalità. Ad oggi è già prevista la graduale estensione dei beneficiari, compatibilmente con l'aumento delle risorse a disposizione.

Per tornare a crescere occorre anche combattere la povertà. Infatti, una diffusa indigenza si accompagna a una bassa crescita strutturale dell'economia. Le famiglie che cadono in povertà tagliano i consumi, deprimendo quindi la domanda aggregata. Anche la produttività ne risente negativamente: la forza lavoro risulta meno motivata e maggiormente afflitta da problemi di salute; le famiglie sono costrette a ridurre l'investimento in capitale umano; si inasprisce la conflittualità nei luoghi di lavoro e nella società; e, non da ultimo, diminuisce la capacità di adattamento dell'economia agli shock e ai cambiamenti.

Retribuzioni oltre il passo dei contratti Il CSC stima che nell'intera economia l'aumento delle retribuzioni contrattuali sarà dello 0,6% nel 2017 e dello 0,9% nel 2018. La dinamica delle retribuzioni di fatto continuerà a essere principalmente alimentata da quella delle contrattuali, ma la sopravvanzerà come già nel 2016: +0,9% nel 2017 e +1,0% nel 2018 (+0,7% nel 2016).

Di pari passo al consolidarsi dell'attività economica, infatti, si riallungano gli orari e ripartono i premi variabili aziendali, incentivati dalla detassazione resa permanente dalla Legge di stabilità 2016. Secondo elaborazioni preliminari dell'annuale Indagine Confindustria sul lavoro, a inizio 2017 quasi il 30% delle imprese associate applicava un contratto aziendale che prevede l'erogazione di premi variabili, in aumento dal 20,5% di inizio 2016.

A fronte del rialzo dell'inflazione, dovuto principalmente alle componenti energia e alimentari, le retribuzioni reali arretreranno nel biennio 2017-2018 dello 0,5% cumulato, dopo il +0,9% nel 2016 e il +0,5% cumulato nel triennio 2013-2015.

Tornano a crescere le retribuzioni nel pubblico... Nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale), nonostante il blocco delle procedure negoziali (2010-2015) sia finito, le retribuzioni sono rimaste ferme anche nel 2016, ma sono attese crescere dello 0,9% nel 2017 e dello 0,7% nel 2018. Le previsioni del CSC inglobano gli effetti delle risorse stanziare per il contributo straordinario a forze di polizia, vigili del fuoco e forze armate, per il riordino delle carriere per il personale di tali comparti. Tengono, inoltre, conto di quelle previste per i rinnovi contrattuali, su cui un'intesa tra Governo e sindacati è stata raggiunta a fine novembre 2016.

...rallentano il passo nell'industria... Nell'industria in senso stretto le retribuzioni di fatto nominali cresceranno dello 0,5% nel 2017 e dello 0,9% nel 2018, dopo il +0,1% nel 2016, con un arretramento di quelle reali dell'1,0% cumulato nel biennio previsivo. L'andamento retributivo sarà fortemente influenzato dagli incrementi salariali previsti dai contratti in essere. Un grande insieme di rinnovi (che includono i comparti alimentare, chimico e farmaceutico, del cemento e della gomma plastica), firmati tra fine 2015 e nel corso del 2016, ha ribadito il forte legame storico tra retribuzioni contrattuali e inflazione prevista e stabilito aumenti di circa il 4% cumulato

su tre anni. Ciò in linea con le previsioni dell'IPCA al netto degli energetici importati formulate dall'ISTAT a maggio 2015, ma ben al di sopra del 2,5% di incremento cumulato dello stesso indicatore che risulta dalle stime diffuse lo scorso maggio. Il CCNL metalmeccanico firmato a novembre 2016 ha invece incluso rilevanti novità rispetto alle regole definite nel Protocollo interconfederale del 2009, d'altronde scaduto nel 2013. L'adeguamento per l'inflazione è, in via sperimentale, effettuato riconoscendo aumenti dei minimi contrattuali sulla base dell'inflazione misurata ex-post (e relativa all'anno precedente) e non più prevista. Ciò evita, per la vigenza di questo contratto, scostamenti tra inflazione prevista ed effettiva, che sono stati ampi negli anni passati, tanto che la scorsa tornata contrattuale ha determinato nel 2013-2015 una crescita delle retribuzioni di fatto reali pari al 3,7% nell'industria in senso stretto, dopo il +4,6% cumulato nel triennio 2009-2012. Durante la crisi, le retribuzioni sono apparse quindi relativamente insensibili alle variazioni della produttività e al marcato aumento del numero di persone in cerca di lavoro (Grafico 1.12).

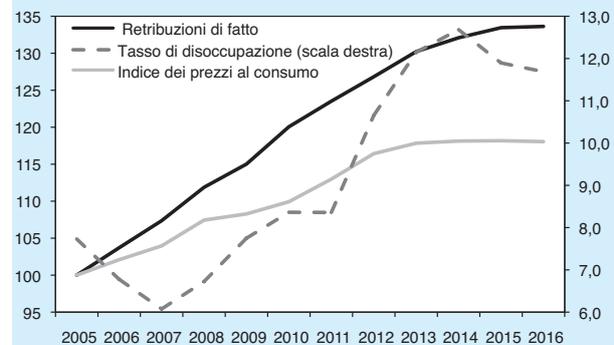
...tengono nei servizi Nei servizi privati, al contrario dell'industria in senso stretto, le retribuzioni di fatto reali erano arretrate del 2,7% nel triennio 2009-2012, dati i mancati rinnovi, e hanno ripreso ad avanzare in quello successivo (+1,1%), grazie all'aumento della copertura contrattuale. Dopo il +1,4% nel 2016, nel biennio previsivo non perderanno sostanzialmente terreno, nonostante il balzo dell'inflazione.

CLUP ancora in rialzo Il CSC stima che nel totale dell'economia italiana il CLUP aumenterà dello 0,6% nel 2017, dopo il +1,0% del 2016. La produttività tornerà a crescere ma a passo fiacco (+0,2%, dal -0,7% nel 2016) e al di sotto del ritmo di crescita del costo del lavoro (+0,8%). Nel 2018 la produttività crescerà di un altro 0,4% ma sempre sotto al costo del lavoro (+1,0%). Il CLUP crescerà dunque di un altro 0,6%.

Nell'industria in senso stretto la corsa del CLUP si è arrestata nel 2016 (-0,1%) e rimarrà pressoché ferma anche nel 2017. Il CLUP aumenterà invece dello 0,3% nel 2018, data una produttività che cresce dello 0,6% e un costo del lavoro che registra un +0,9%.

Grafico 1.12

Salari poco sensibili alla disoccupazione (Industria al netto costruzioni, indici 2005=100 e disoccupati in % della forza lavoro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

1.1.5 Prezzi e Margini

Inflazione attesa intorno ai valori correnti La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è all'1,4% a maggio 2017, da un massimo dell'1,9% in aprile (indice NIC). Da inizio 2017, come previsto, la dinamica dell'indice totale ha superato quella dei prezzi *core*, esclusi energia e alimentari. La quale resta bassa (+0,8% annuo, da +0,5% a gennaio) e lontana dall'obiettivo BCE (+2,0%; Grafico 1.13).

Nello scenario CSC il proseguimento del recupero dell'economia sostiene i prezzi *core*. Viceversa, la disoccupazione ancora elevata, la concorrenza internazionale e i rapidi sviluppi tecnologici manterranno gli incrementi dei prezzi su ritmi contenuti. Inoltre, il debole incremento dei prezzi delle materie prime alza i prezzi energetici e alimentari, anche se meno di quanto visto negli ultimi mesi e con un'intensità attenuata dal leggero rafforzamento dell'euro.

La dinamica annua dell'indice totale dei prezzi al consumo in Italia oscillerà nei prossimi mesi intorno ai valori correnti. In media, nel 2017 chiuderà all'1,3% (+1,2% acquisito a maggio; -0,1% nel 2016) e si assesterà all'1,1% nel 2018.

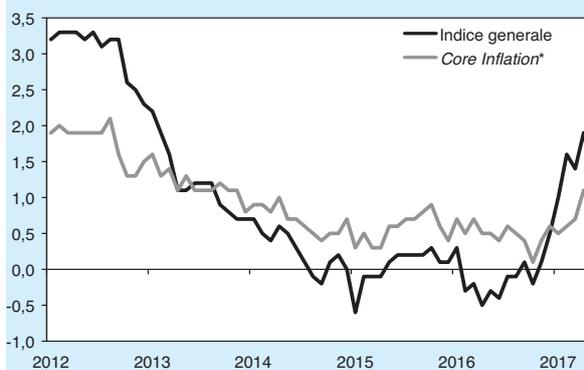
Core inflation verso l'1%... Questo scenario sconta il fatto che la variazione annua dell'indice totale rimanga poco sopra quella dell'indice *core* quest'anno, con una distanza decrescente nel 2018 a riflesso di un minor aumento dei prezzi di energia e alimentari. La dinamica dei prezzi *core* è attesa continuare a salire molto lentamente, verso l'1,0% in media nel 2018, sulla scia anche del debole incremento del CLUP. Lo scenario CSC non incorpora rincari dell'IVA nel 2017 e nel 2018, coerentemente con il quadro aggiornato di finanza pubblica. I consumatori italiani si attendono ancora una riduzione dei prezzi, sebbene con un'intensità minore rispetto allo scorso anno: -7,3 a maggio il saldo delle risposte, da -18,2 nel dicembre 2016 (in Germania lo stesso saldo è salito a +17,5, da +10,8).

La graduale accelerazione dei prezzi *core* da inizio anno ha riguardato unicamente quelli dei servizi (+1,4% annuo a maggio, da +0,7% a gennaio). Invece, la dinamica dei prezzi al consumo dei beni industriali è scivolata in territorio negativo (-0,2% annuo, da zero), nonostante la recente risalita, da inizio 2016, dei corrispondenti prezzi alla produzione.

...e prezzi energetici in frenata I prezzi dei beni energetici sono in accelerazione: +6,5% annuo a maggio, da +2,7% a gennaio. In Italia essi seguono con un ritardo di alcuni mesi e in misura ridotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti sui prezzi finali, l'andamento della

Grafico 1.13

Dinamica dell'inflazione sopra quella *core*
(Indici NIC dei prezzi al consumo, dati mensili, var. % a 12 mesi)



* Al netto di energia e alimentari.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

quotazione del petrolio Brent tradotta in euro. La cui dinamica annua è scesa al 10,1% annuo a maggio, dal 47,5% a fine 2016. Nello scenario CSC il prezzo del petrolio in euro registra un incremento del 14,2 graduale annuo in media nel 2017 e dello 0,1% nel 2018. Questo profilo favorirà una frenata, nel prossimo anno, della variazione dei prezzi energetici al consumo (che sono pari al 9% del paniere totale dei prezzi in Italia).

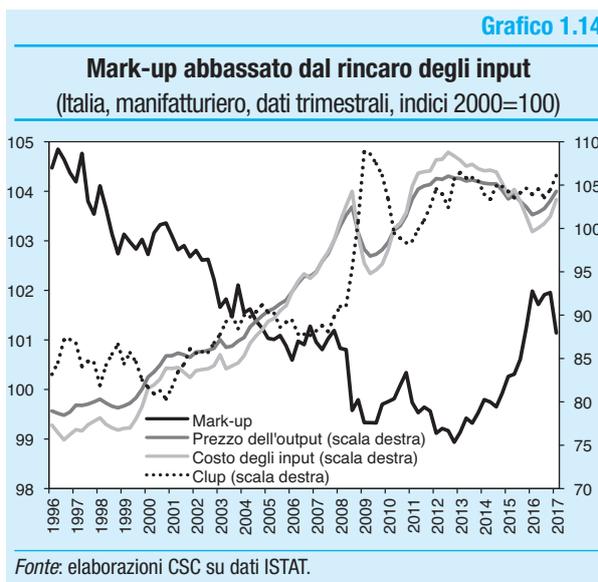
I prezzi alimentari stanno rallentando: hanno registrato una variazione annua dell'1,8% a maggio, dal 2,1% a gennaio. Tale andamento è determinato dai prezzi degli alimentari freschi (+3,8%, da +5,3%). La dinamica annua di quelli lavorati, invece, sta lentamente crescendo (+0,4%, da zero).

La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia (+1,6% misurata sugli indici armonizzati IPCA) è poco sopra i livelli di quella media dell'Area euro (+1,4% a maggio). I prezzi energetici crescono di più in Italia (1,9 punti percentuali il *gap*) e lo stesso avviene per gli alimentari, con un divario meno ampio (0,2 punti). I prezzi *core* in Italia, invece, hanno una crescita pari a quella dell'Eurozona, nonostante il recupero più lento dell'economia.

Margini già ridotti... In Italia i margini delle imprese si sono di nuovo ridotti tra metà 2016 e inizio 2017, dopo la risalita degli ultimi anni. Come previsto nello scenario CSC di dicembre, la nuova erosione è legata soprattutto all'aumento dei prezzi degli input, specie materie prime. Nel prossimo anno, il moderato rialzo delle commodity incorporato nello scenario CSC manterrà una pressione al ribasso sui margini.

Nel manifatturiero il mark-up registra un -0,8% annuo nel primo trimestre 2017. Si è interrotto, dunque, il recupero protrattosi tra inizio 2013 e inizio 2016 (+3,1% cumulato), che aveva fatto seguito a oltre un decennio di riduzione (-5,6% cumulato dal 1996 al 2012; Grafico 1.14). Andamento analogo si registra nel totale dell'economia: -0,3% annuo il mark-up a inizio 2017, dopo +1,3% nel 2013-2016 (-4,8% nel 1996-2012).

...e auto-finanziamento eroso... I margini sono alla base della generazione di utili e quindi delle possibilità di auto-finanziamento delle imprese, per investimenti e produzione. Nel 2014-2015 e fino a inizio 2016, la risalita della disponibilità di risorse interne alle imprese è stata cruciale per contribuire a finanziare la debole crescita italiana, a fronte del credito molto scarso. Ma i dati sui margini indicano che l'auto-finanziamento si è già assottigliato nel 2017 e si ridurrà ulteriormente il prossimo anno, frenando il recupero dell'attività economica.



...dall'atteso rincaro degli input Il mark-up è determinato dall'andamento relativo dei prezzi di vendita (misurati al cancello della fabbrica) e dei costi unitari di produzione. Questi ultimi includono il costo degli input intermedi, tra cui le commodity, che è la voce prevalente nel manifatturiero, e il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP). I costi unitari stanno registrando un marcato incremento nel manifatturiero: +3,5% annuo a inizio 2017 (dopo -6,9% cumulato nel 2013-2016). Ciò è stato dovuto al rialzo dei prezzi degli input (+3,7%, dopo un -8,0%). Il CLUP ha registrato un aumento più contenuto (+2,1%, dopo -1,7%), contribuendo comunque alla crescita dei costi unitari totali.

I prezzi alla produzione nel manifatturiero sono anch'essi in aumento: +2,7% annuo nel 1° trimestre 2017 (dopo -4,0% cumulato nel 2013-2016); nell'industria al netto dell'energia registrano un +2,0% annuo in aprile. La determinazione del prezzo da parte delle imprese, a fronte del significativo rialzo dei costi, ha seguito la strada di un rincaro attenuato dei listini, per contenere l'erosione dei margini e della già bassa redditività. Il rialzo dei prezzi alla produzione dei beni industriali tende a deprimere la domanda, ancora debole in Italia, sebbene finora non abbia alimentato la dinamica dei corrispondenti prezzi finali al consumo (-0,2% annuo a maggio per i beni *non-energy*).

1.1.6 Finanza pubblica

Arranca il PIL nominale e il deficit scende piano

Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 2,3% del PIL quest'anno (dal 2,4% nel 2016) e al 2,4% nel 2018 (Tabella 1.2).

Per il 2017 il deficit sarà in linea con quanto previsto dal Governo nel DEF. L'indebitamento è di 0,2 punti di PIL superiore a quello programmato dal Governo (che include gli effetti della manovrina) a causa di una minor dinamica del PIL nominale: +1,9% contro il +2,2% indicato nel DEF. Per il 2018 lo scostamento del deficit rispetto alle previsioni-obiettivo del Governo è di 1,2 punti di PIL ed è attribuibile al diverso andamento del PIL nominale, che il CSC stima al +2,1% (contro il +2,9% del Governo) e alla diversa considerazione della clausola di salvaguardia che dovrebbe scattare il 1° gennaio 2018. Questa comporterebbe l'aumento delle aliquote IVA dal 10%

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)					
	2015	2016	2017	2018	Trend
Entrate totali	47,8	47,2	46,9	46,4	—
Uscite totali	50,5	49,6	49,2	48,8	—
Pressione fisc. apparente	43,3	42,9	42,4	42,2	—
Pressione fiscale effettiva	49,0	48,5	47,9	47,6	—
Indebitamento	2,7	2,4	2,3	2,4	—
Indebitamento strutturale	1,0	1,8	2,1	2,4	—
Saldo primario	1,4	1,5	1,5	1,3	—
Saldo primario strutturale	3,1	2,2	1,8	1,4	—
Debito pubblico	132,1	132,6	133,2	133,7	—
Debito pubblico (netto sostegni)*	128,5	129,1	129,8	130,3	—
<i>Per memoria, al netto del bonus 80 euro:</i>					
Entrate totali	47,2	46,6	46,3	45,9	—
Uscite totali	49,9	49,0	48,6	48,3	—
Pressione fisc. apparente	42,8	42,4	41,9	41,6	—
Pressione fiscale effettiva	48,3	47,9	47,3	47,0	—

* Prestiti diretti a paesi euro e quota di pertinenza dell'ESM.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

all'11,5% e dal 22% al 25% e quello delle accise sui carburanti; complessivamente il gettito derivante da questi aumenti è stimato dal Governo pari a 15,7 miliardi (questo ammontare tiene conto dell'annullamento di parte degli aumenti approvato con la manovrina e pari a 0,2 punti di PIL; si veda il riquadro *Quale manovra di bilancio per il 2018?*). Tenendo conto dell'attivazione della clausola di salvaguardia e di un intervento correttivo per 0,1 punti di PIL, da realizzarsi nella prossima Legge di bilancio, il Governo ha fissato il deficit all'1,2% del PIL. Il CSC, al contrario, esclude la correzione per il 2018 e la clausola e, in mancanza della definizione di misure alternative, innalza corrispondentemente il deficit. Nelle stime del Governo, non incorporando gli aumenti di imposta, il deficit salirebbe al 2,2% del PIL.

Da notare che alla revisione al rialzo della dinamica del PIL reale (da 0,8% di dicembre scorso all'1,3%) compiuta dal CSC, non ne corrisponde una analoga del PIL nominale, che nel primo trimestre è sceso dello 0,1%. L'andamento dei conti pubblici è legato al PIL nominale. Con un simile avvio d'anno, l'incremento di PIL nominale previsto dal governo per il 2017 (2,2%) appare fuori portata.

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell'andamento del ciclo e delle *una tantum*, è pari al 2,1% del PIL nel 2017 (dall'1,8% del 2016) e al 2,4% nel 2018.

Il saldo primario rimane all'1,5% del PIL quest'anno (come nel 2016), per poi scendere all'1,3% nel 2018. In termini strutturali è all'1,8% del PIL quest'anno (dal 2,2% del 2016) e all'1,4% l'anno prossimo.

Diminuisce l'incidenza della spesa pubblica sul PIL

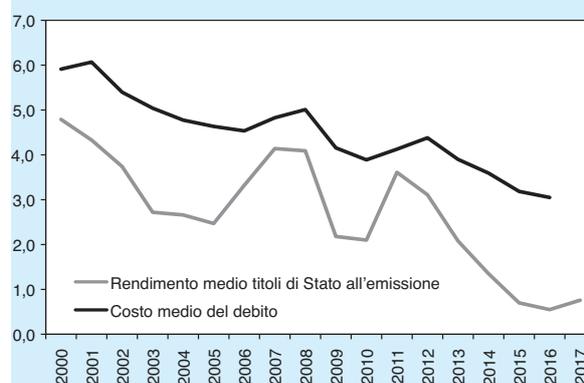
La spesa pubblica cala al 49,2% del PIL nel 2017 (dal 49,6% nel 2016) e al 48,8% nel 2018, mentre aumenta in termini monetari (+1,0% nel 2017 e +1,4% nel 2018): quest'anno principalmente per l'aumento dei redditi da lavoro e delle prestazioni sociali. La spesa in conto capitale rimane al 3,4% del PIL quest'anno per risalire al 3,5% nel 2018.

La spesa per interessi è stimata al 3,9% del PIL nel 2017 (dal 4,0% nel 2016) e poi al 3,8% nel 2018. Nonostante la discesa in rapporto al PIL, tale spesa, nel biennio 2017-2018, è più alta di quella indicata a dicembre scorso poiché i tassi di rendimento

dei titoli italiani decennali sono sensibilmente saliti: nei primi cinque mesi in media a 218 punti base, dopo aver chiuso il 2016 in media a 148. Il costo medio del debito pubblico però continuerà a scendere perché i rendimenti medi dei titoli di Stato all'emissione sono ancora molto più bassi (0,76% nei primi tre mesi) del costo medio del debito, che sarà pari al 3,1% quest'anno (come nel 2016) e al 3,0% nel 2018, in linea con quanto stimato dal Governo (Grafico 1.15).

Grafico 1.15

Costo medio del debito in discesa (Valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati MEF e ISTAT.

Prosegue la discesa della pressione fiscale Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC al 46,9% del PIL quest'anno (47,2% nel 2016) e scenderanno ancora al 46,4% nel 2018.

La pressione fiscale si attesta al 42,4% del PIL nel 2017 (42,9% nel 2016) e al 42,2% nel 2018, il livello più basso dal 2011. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso è del 47,9% quest'anno e del 47,6% nel 2018.

Continua a salire il debito Il rapporto debito pubblico PIL sale al 133,2% nel 2017 (dal 132,6% nel 2016) e al 133,7% nel 2018. Aumenta anche al netto dei sostegni agli altri paesi europei (pari a circa 3,4 punti di PIL quest'anno): 129,8% del PIL nel 2017 (dal 129,1%) e 130,3% nel 2018. La stima CSC include 0,3 punti di PIL da dismissioni e una riduzione dei depositi del Tesoro presso le banche sia quest'anno sia nel 2018, come indicato nel DEF. Da sottolineare che il Governo ha nuovamente cambiato la stima delle entrate da dismissioni: la Nota di aggiornamento al DEF di settembre scorso indicava l'intenzione di reperire 0,5 punti di PIL quest'anno e il prossimo. La revisione periodica delle entrate da dismissione non è rassicurante per i mercati e le istituzioni europee.

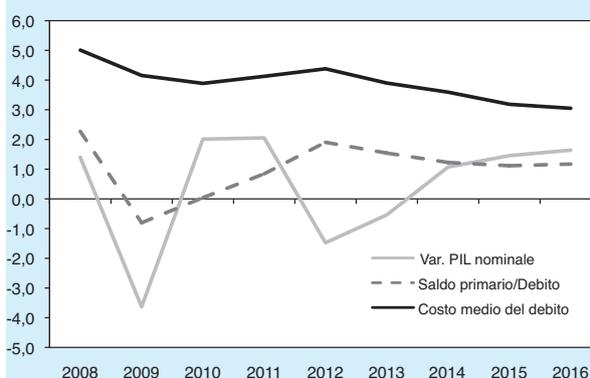
La mancata stabilizzazione del debito è legata alla minore crescita del PIL nominale stimata dal CSC. Questa determina un deficit più elevato (che incrementa il numeratore del rapporto) e un denominatore più basso di quanto previsto dal Governo. Negli ultimi anni, l'aumento del debito è legato in larga parte alla dinamica del PIL nominale molto più bassa del costo medio del debito (Grafico 1.16) mentre è negativo il contributo del saldo primario. D'altra parte, la bassa dinamica del PIL nominale è il principale "fattore rilevante" indicato dal Governo in ambito UE per giustificare il mancato aggiustamento del debito al sentiero richiesto dai vincoli del Patto di stabilità e crescita.

Obiettivi di bilancio (DEF) ambiziosi e impegnativi La previsione del CSC non include la manovra di bilancio del 2018 perché sconosciuta nell'ammontare e nella composizione. Se la sua stazza fosse quella indicata nel DEF gli effetti sulla crescita del PIL sarebbero molto significativi. Anche una manovra ridotta (0,5 punti di PIL) abbasserebbe la previsione di crescita del CSC sotto l'1%.

La politica di bilancio disegnata dal Governo con il DEF punta a mantenere l'economia italiana sul crinale stretto tra la necessità di assicurare il graduale consolidamento delle finanze pubbliche e l'esigenza di favorire la crescita, così da far scendere il rapporto tra debito pubblico e

Grafico 1.16

Lenta la chiusura del gap tra costo del debito e crescita nominale
(Valori %)



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

PIL giocando sia sul numeratore sia sul denominatore. Gli obiettivi di deficit per il 2018 e il 2019 sono rimasti invariati rispetto a quelli indicati a settembre scorso nella Nota di aggiornamento al DEF e concordati con le istituzioni europee: rispettivamente 1,2% e 0,2% del PIL. Si tratta di obiettivi ambiziosi e molto impegnativi.

Per raggiungerli occorrerebbero manovre correttive consistenti (si veda il riquadro *Quale manovra di bilancio per il 2018?*) che dovrebbero essere rese compatibili con tassi di crescita adeguati a colmare il ritardo di sviluppo accumulato prima e durante la crisi dall'Italia rispetto al resto dell'Area euro.

Tanto più che sono necessarie politiche di bilancio volte ad assicurare anche un forte aumento degli investimenti pubblici, una significativa riduzione del cuneo fiscale e contributivo, a cominciare dai giovani, e, più in generale, del carico fiscale che grava su famiglie e imprese, e maggiori risorse per accrescere la coesione sociale. Tutto ciò richiede risorse aggiuntive rispetto a quelle necessarie per diminuire il deficit.

Riforme per accrescere il potenziale e ridurre le restrizioni di bilancio Il sentiero tra risanamento delle finanze pubbliche e sostegno dell'economia è reso stretto dal ridotto potenziale di crescita dell'Italia. Questa constatazione è un'ulteriore sprone a perseguire la strada delle riforme strutturali che consentirebbero anche di ottenere dall'Europa, come è stato negli ultimi anni, l'alleggerimento della restrizione di bilancio nel breve periodo. Assicurando, cioè, la flessibilità necessaria per compensare i costi immediati delle riforme stesse, anche in termini di consenso, in attesa che esse esplicino i loro effetti.

Quale manovra di bilancio per il 2018?

Nel DEF il Governo ha abbassato per il 2017 l'obiettivo di deficit pubblico dal 2,3% al 2,1% del PIL per ottemperare alle richieste della Commissione europea. Per raggiungere il nuovo target ha varato il DL 50/2017 (la "manovrina") che comporta quest'anno un minor disavanzo per 3,1 miliardi (0,2% del PIL). La manovrina ha poi effetti positivi pari a 3,8 miliardi sul 2018 e a 4,4 nel 2019, che si concretizzano nella cancellazione, per quegli stessi ammontari, degli aumenti di IVA e accise previsti con le clausole di salvaguardia. Ciò riduce parimenti l'aggiustamento da effettuare nella prossima Legge di bilancio, necessario al raggiungimento dell'obiettivo di deficit del 2018 che nel DEF è stato mantenuto all'1,2% del PIL concordato lo scorso anno con la Commissione europea.

Per arrivare all'1,2% occorrono interventi correttivi importanti pari a 17,5 miliardi, che tengono conto sia dell'impegno di annullare completamente le clausole di salvaguardia, il cui valore residuo fra aumenti delle aliquote IVA e accise sui carburanti è pari a 15,7 miliardi (Tabella A), sia dell'aumento della spesa per interessi dello 0,1% del PIL indicato nel DEF.

Dunque, la stima della manovra netta da realizzare con la Legge di bilancio 2018 è il risultato di una correzione di 0,1 punti di PIL connessa alla maggiore spesa per interessi e di una cor-

Tabella A

Elevato l'ammontare delle clausole di salvaguardia ancora in vigore					
	2017	2018	2019	2020	2021
	Aumenti programmati				
Aliquota ridotta (10%)		all'11,5%	al 12%	al 13%	al 13%
Valore (milioni)	0	3.479	4.638	6.957	6.957
Aliquota ordinaria (22%)		al 25%	al 25,4%	al 24,9%	al 25%
Valore (milioni)	0	12.264	13.899	11.855	12.264
Incremento accise sui carburanti	0	0	350	350	350
Totale	0	15.743	18.887	19.162	19.571

Fonte: elaborazioni CSC su stime del Governo.

reazione di 0,9 punti di PIL per annullare le clausole di salvaguardia, mantenendo l'obiettivo del deficit all'1,2% del PIL. In totale, dunque, per il 2018 la restrizione netta, somma tra maggiori entrate nette e minori spese nette, sarebbe pari a 1 punto di PIL, sempre tenendo invariato l'obiettivo di deficit (Tabella B).

Tabella B

Obiettivi del Governo ambiziosi e correzioni importanti						
(Valori in percentuale del PIL programmatico)						
		2016	2017	2018	2019	2020
(a)	Deficit tendenziale (DEF)	2,4	2,3	1,3	0,6	0,5
(b)	Deficit programmato (DEF)	2,4	2,1	1,2	0,2	0,0
(c=b-a)	Manovre nette (=restrizione)		-0,2	-0,1	-0,4	-0,5
(d)	Clausole di salvaguardia cumulate (pre-manovrina)*			1,1	1,3	1,3
(e=c-d)	Correzioni complessive cumulate nette (pre-manovrina)		-0,2	-1,2	-1,7	-1,8
(f)	Effetti DL 50/2017 (manovrina)**		-0,2	0,0	0,0	0,0
(g)	<i>di cui: disattivazione clausole di salvaguardia</i>			-0,2	-0,2	-0,2
(h=e-f-g)	Correzioni complessive cumulate nette		0,0	-1,0	-1,4	-1,6
	Correzioni annue			-1,0	-0,4	-0,1

* Aumenti di aliquote IVA e accise sui carburanti che il Governo ha programmato di disattivare con tagli alla spesa e maggiori entrate.

** DL già convertito effetti al lordo delle misure *una tantum*.

Fonte: elaborazioni CSC su stime del Governo.

Nel 2019 sarebbe necessaria una manovra netta di 0,4 punti di PIL, ancora a parità di obiettivo di deficit (posto allo 0,2% del PIL) e annullando le ulteriori clausole di salvaguardia (per 3,1 miliardi). La restrizione cumulata nel biennio arriverebbe a 1,4 punti di PIL, pari a 24,7 miliardi totali e strutturali.

Tuttavia, il Governo, a fine maggio, ha comunicato alla Commissione europea che, nel 2018, intende migliorare il saldo di bilancio strutturale di 0,3 punti di PIL. Ciò sarebbe giustificato, secondo il Ministero dell'Economia, dalla condotta rigorosa dell'Italia negli ultimi anni e dall'esigenza di conciliare gli obiettivi di sostenere la crescita e consolidare le finanze pubbliche. Poiché nel DEF la correzione strutturale programmata era stimata pari a 0,8 punti, la comunicazione del Governo implicherebbe una manovra di 0,5 punti di PIL inferiore a quanto indicato in precedenza e comporterebbe una revisione al rialzo dell'obiettivo di deficit che dovrebbe assestarsi intorno all'1,7%-1,8% del PIL. Se la Commissione accettasse tale revisione, gli interventi correttivi nella prossima Legge di bilancio passerebbero da 17,5 a 8,7 miliardi. Un intervento decisamente meno oneroso ma ugualmente impegnativo per il sistema economico.

1.2 Il contesto internazionale

1.2.1 Commercio mondiale

Ripartiti gli scambi globali,... Dopo un biennio di estrema debolezza, il commercio mondiale è cresciuto a ritmi robusti a fine 2016 e inizio 2017. È sostenuto dall'avvio di un nuovo ciclo globale degli investimenti, beni fortemente *trade intensive*, e dal collegato rafforzamento della dinamica del manifatturiero, settore molto attivo negli scambi con l'estero anche per l'organizzazione in catene del valore internazionali. Questi fattori, dal lato sia della domanda sia dell'offerta, hanno favorito una generale accelerazione degli scambi con l'estero delle principali economie, correlati con l'espansione delle relative domande interne. Tra quelle avanzate la crescita è proseguita a buoni ritmi negli Stati Uniti e ha acquistato vigore nei paesi europei, che, essendo fortemente integrati commercialmente, hanno un peso negli scambi globali più che proporzionale alla loro stazza. Tra gli emergenti, prosegue l'atterraggio morbido dell'economia cinese verso ritmi di crescita più sostenibili (per il momento senza i temuti scossoni), con una ripartenza delle importazioni anche grazie alla buona dinamica della domanda interna; nei paesi esportatori di commodity, domanda interna e import sono sostenuti dalla risalita, nel 2017, dei prezzi delle materie prime, pur meno robusta dell'atteso.

...ma sotto i ritmi pre-crisi Restano comunque in azione alcuni fattori strutturali, o comunque persistenti, che frenano la dinamica di PIL e commercio mondiali ben sotto i ritmi pre-crisi: la normalizzazione della crescita cinese e di altri paesi emergenti, con un ruolo meno centrale del settore estero e, in particolare, la sostituzione di beni importati con quelli prodotti internamente; lo stop all'espansione o addirittura, in alcuni casi, l'accorciamento delle catene globali del valore, anche per l'inversione del trend di maggiore partecipazione della Cina; l'affievolimento del processo di liberalizzazione degli scambi e il crescente ricorso a misure protezionistiche, spesso poco visibili o misurabili¹ (si veda il riquadro *Nella globalizzazione tra protezionismo clamorato e nuove liberalizzazioni*).

¹ Si veda Pignatti M. (2017), L'aumento delle misure protezionistiche aggrava il rallentamento degli scambi mondiali, *Nota dal CSC* n. 17-02.

Tabella 1.3

Le esogene internazionali della previsione					
(Variazioni %)					
	2015	2016	2017	2018	Trend
Commercio mondiale	2,0	1,4	3,9	3,3	
Prezzo del petrolio ¹	53,0	45,1	51,0	52,0	
Prodotto interno lordo					
Stati Uniti	2,6	1,6	2,2	2,5	
Area euro	1,9	1,7	1,9	1,7	
Paesi emergenti	4,0	4,1	4,6	4,8	
Cambio dollaro/euro ²	1,11	1,11	1,10	1,12	
Tasso FED (effettivo) ³	0,13	0,40	0,99	1,58	
Tasso a 3 mesi USA ³	0,32	0,74	1,28	1,88	
Tasso BCE ³	0,05	0,01	0,00	0,00	
Tasso a 3 mesi Area euro ³	-0,02	-0,26	-0,32	-0,19	

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

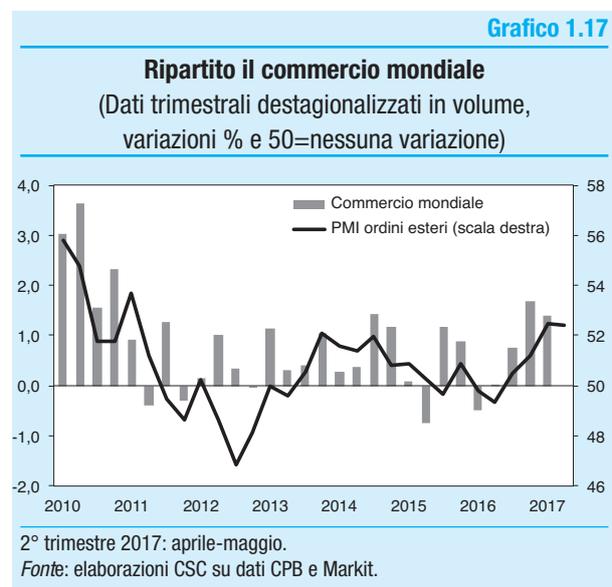
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat, FMI, CPB.

Previsioni riviste all'insù... Nello scenario CSC le previsioni del PIL e, soprattutto, del commercio mondiale sono state riviste al rialzo, specie nell'anno in corso. In particolare, gli scambi con l'estero, dopo aver registrato una dinamica molto lenta nel 2015 e nel 2016 (+2,0% e +1,4%, rispettivamente), rimbalsano del 3,9% nel 2017 (rispetto al +2,4% indicato dal CSC in dicembre), per poi rallentare al 3,3% nel 2018 (+2,7% in dicembre), anche per l'attenuazione della crescita europea. Un ritmo superiore a quello del PIL globale, che registrerà, a cambi di mercato, +2,9% quest'anno e +3,0% il prossimo (+2,7% e +2,9%, rispettivamente, in dicembre). In altre parole, l'elasticità del commercio al PIL, definita come il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali, sarà nettamente maggiore di 1 nel 2017 (1,4), dopo due anni molto al di sotto, e nel 2018 tornerà verso l'unità (1,1); un valore coerente, secondo molte stime, con il *new normal* mondiale.

...con rischi al rialzo... Le stime per il biennio previsivo potrebbero risultare, per la prima volta dopo anni, troppo prudenti, se il ciclo degli investimenti si rivelasse più forte dell'atteso, alimentando, in un circolo virtuoso, migliori aspettative di domanda. Inoltre, uno scenario più favorevole si avrebbe nel caso di una risoluzione positiva delle numerose incertezze politiche, connesse al percorso ignoto della Brexit, alle scadenze elettorali (specie in Italia) e alle politiche del Presidente USA, Donald Trump.

...e al ribasso Allo stesso tempo, permangono significativi rischi al ribasso: quello politico, innanzi tutto, con l'eventualità di nuove tensioni sui mercati finanziari, specie in Europa; quello protezionistico, che dipende soprattutto dalle prossime mosse del governo USA; quello, ancora presente, di una brusca frenata della Cina²; e la possibilità, infine, di un nuovo calo dei prezzi delle commodity, soprattutto del petrolio, che avrebbe un impatto negativo sulle importazioni di molte economie emergenti.

Robusta dinamica a inizio 2017... Lo scenario congiunturale è, comunque, decisamente positivo. Il commercio mondiale è cresciuto dell'1,7% nel quarto trimestre 2016 e dell'1,4% nel primo 2017, al ritmo più elevato da fine 2010 (Grafico 1.17). Anche i dati per i precedenti trimestri 2016 sono stati rivisti significativamente al rialzo. Di conseguenza, gli scambi con l'estero registrano +1,4% nel 2016, con un ritocco all'insù di 0,5 punti percentuali rispetto alle stime CSC di dicembre (di cui 0,35 punti dovuti alla revisione dei dati storici e 0,15 alla migliore dinamica nell'ultimo quarto dell'anno). La variazione acquisita, a marzo, per il 2017 è pari a +3,7% (un dato, comunque, potenzialmente soggetto a significative revisioni).



² Si veda CSC (2016), Crescita mondiale giù di 1 punto se la Cina rallenta di 2, *Scenari economici* n.28, pagg. 37-38.

...e buone prospettive per la parte centrale dell'anno Secondo la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale, salita ai massimi da sei anni nei primi cinque mesi del 2017, la crescita del commercio mondiale è proseguita a ritmi sostenuti nel secondo trimestre. Le prospettive restano buone anche per il terzo, anche se l'indebolimento dei prezzi delle commodity e del cambio del dollaro, indicatori correlati positivamente con gli scambi globali, puntano a una decelerazione nella seconda parte dell'anno.

Alti squilibri nei conti con l'estero:... Gli squilibri di parte corrente nelle principali economie mondiali sono rimasti, nel complesso, sostanzialmente stabili nel 2016. Ciò risulta da un ampliamento della divaricazione dei saldi correnti nei paesi avanzati e dal parziale rientro di quelli negli emergenti. Nel biennio di previsione, secondo le stime dell'FMI, è atteso un riequilibrio ulteriore nelle economie emergenti e, molto lentamente, in quelle europee, mentre si amplierà il deficit degli Stati Uniti (Grafico 1.18).

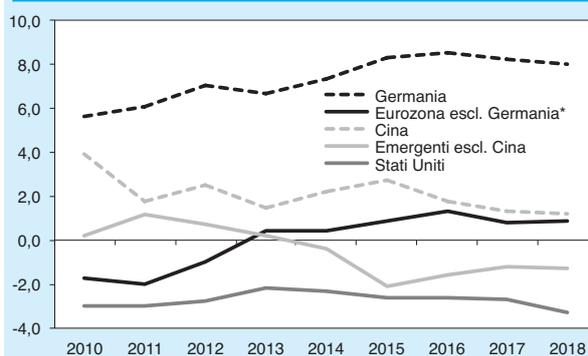
...in rientro quelli degli emergenti,... La stabilizzazione delle quotazioni delle commodity ha permesso di invertire nel corso del 2016 la tendenza all'ampliamento degli squilibri correnti nei paesi emergenti. La loro riduzione, infatti, aveva peggiorato le ragioni di scambio degli esportatori netti di petrolio e materie prime (Russia, Brasile e paesi OPEC) e quindi i loro saldi commerciali, mentre aveva migliorato quelle degli importatori netti (Cina, oltre che i principali avanzati). Inoltre, il parziale rientro del surplus cinese è stato favorito dalla ripartenza delle sue importazioni (grazie anche alla buona dinamica dei consumi delle famiglie), mentre le esportazioni hanno risentito della debole domanda mondiale. La lenta risalita delle quotazioni delle commodity, specie nel 2017, consoliderà il riequilibrio.

...ampia divaricazione tra gli avanzati Nell'Area euro l'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio e la limitata risalita dell'import (anche per la deludente dinamica della domanda interna) hanno generato surplus correnti record nel 2016: addirittura all'8,5% del PIL in Germania e all'1,3%, in media, negli altri paesi dell'area. Nel biennio di previsione l'inversione di tendenza delle ragioni di scambio permetterà una lieve riduzione dell'avanzo, ma a ritmi troppo lenti nel caso del surplus eccessivo tedesco.

Il deficit corrente degli Stati Uniti, infine, è rimasto sostanzialmente stabile nel 2015-2016 ed è atteso ampliarsi nel 2017-2018 per effetto della robusta crescita della domanda di importazioni; potrebbe essere contenuto, tuttavia, dall'indebolimento del dollaro, che aumenta la competitività delle esportazioni.

Grafico 1.18

Ancora grandi squilibri nei conti esteri (Saldo delle partite correnti in % del PIL)



* Media dei saldi dei paesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

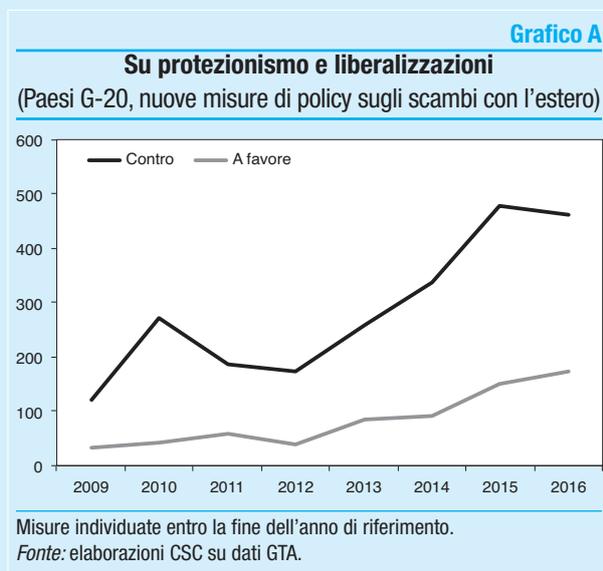
Nella globalizzazione tra protezionismo conclamato e nuove liberalizzazioni

Il processo di liberalizzazione degli scambi internazionali, avvenuto a ritmi molto rapidi negli anni Novanta, si è affievolito già dai primi Duemila, dopo l'ingresso della Cina nel WTO e l'avvio delle negoziazioni multilaterali del Doha Round (2001), rimasto inconcluso. Dall'inizio della crisi, inoltre, è aumentato il ricorso a misure protezionistiche, spesso di tipo occulto, cioè via barriere non tariffarie difficilmente misurabili. Ciò accade, in particolare, nei settori ad alto contenuto tecnologico come quello digitale. Anche nel dibattito pubblico è sempre più diffusa la tesi che gli interventi protezionistici siano utili o addirittura necessari: è questa, per esempio, la posizione del Presidente USA Trump. Negli ultimi mesi, però, sono stati raggiunti accordi, non solo bilaterali, di liberalizzazione degli scambi.

Dal 2008 al 2016 i paesi del G20 hanno implementato più di 4mila nuove misure protezionistiche (tariffarie e non), secondo i dati del Global Trade Alert. Il ricorso a esse è aumentato del 40% medio annuo dal 2012 al 2015 ed è calato lievemente nel 2016, rimanendo comunque vicino ai massimi dall'inizio della rilevazione (Grafico A)¹.

Il maggiore protezionismo riflette peraltro il crescente sentimento anti-globalizzazione nell'opinione pubblica dei paesi avanzati. Esso è frutto della polarizzazione del tessuto economico e sociale; generata dalla globalizzazione stessa e soprattutto dai cambiamenti tecnologici, ha prodotto vincitori e vinti sia tra i lavoratori sia tra le imprese. Il fenomeno prevale nella percezione dei cittadini, perché concentrato in specifici settori (specie nel manifatturiero) e in determinate aree geografiche e misurabile in perdite di posti di lavoro. Gli effetti positivi della globalizzazione, invece, sono meno visibili perché diffusi a tutti i consumatori e imprese, attraverso maggiori varietà e qualità e minori prezzi dei prodotti finali e intermedi.

Secondo un'analisi della Banca d'Italia, che ricostruisce l'orientamento di un campione rappresentativo di cittadini europei verso l'apertura al commercio con l'estero, tra il 2006 e il 2014 la crescita del sostegno al protezionismo è venuta proprio dalle fasce della popolazione più esposte alla globalizzazione (lavoratori con basso livello di istruzione e addetti a man-



¹ Si vedano Pignatti M. (2017), *L'aumento delle misure protezionistiche aggrava il rallentamento degli scambi mondiali*, Nota dal CSC n. 17-02, e CSC (2016), *Globalizzazione in stallo: profonde le cause, inadeguate le risposte della politica*, *Scenari industriali* n.7, cap. 2.

sioni manuali) e in difficoltà economica. Della stessa matrice è l'aumentata avversione nei confronti della UE, che ha avuto la manifestazione più evidente nel voto pro-Brexit².

Allo stesso tempo, tuttavia, i processi di liberalizzazione degli scambi non si sono interrotti. Anzi, il numero di nuovi accordi commerciali è aumentato negli ultimi anni. La maggior parte sono *Free Trade Agreement* (FTA) bilaterali, ma anche nuovi accordi multilaterali sono entrati in vigore (*Trade Facilitation* a febbraio 2017 tra i membri del WTO) o sono in corso di realizzazione (*Regional Comprehensive Economic Partnership* in Asia).

Il ricorso agli FTA, in particolare, è aumentato per due motivazioni. Primo, perché essi possono avere un campo di applicazione molto ampio: non si limitano a riduzione tariffarie (le cui aliquote sono generalmente a livelli storicamente bassi) ma riguardano anche l'accesso ai mercati dei servizi, degli appalti e degli investimenti, la proprietà intellettuale, la concorrenza, le materie prime e l'energia. I paesi avanzati, in particolare, puntano ad armonizzare le regolamentazioni nazionali, mentre le tradizionali barriere tariffarie sono più rilevanti nei paesi emergenti (che ne fanno ancora un uso estensivo). Secondo, perché il moltiplicarsi di FTA incrociati tra paesi permette, comunque, il formarsi di blocchi complessi e strategici a livello globale, in senso sia geografico, con riguardo alle rotte commerciali, sia politico. La fitta rete di accordi incrociati soprannominata "*noodle bowl*" ("scodella di spaghetti") esistente sull'asse Asia-Pacifico ne è una dimostrazione³. Essa include, ormai, anche la Cina, che è il baricentro degli scambi regionali.

In Asia, inoltre, è in avanzato stato di negoziazione (in maggio si è concluso il diciottesimo *round*) l'accordo multilaterale *Regional Comprehensive Economic Partnership*, che comprende paesi ASEAN, Australia, Cina, India, Giappone, Corea del Sud e Nuova Zelanda.

A livello globale, in febbraio è entrato in vigore, grazie alla ratifica di 110 paesi, i due terzi del WTO, l'accordo *Trade Facilitation* (concluso a Bali nel 2013), che riguarda la semplificazione e l'armonizzazione di procedure e standard doganali e l'utilizzo di pagamenti e documentazioni elettronici e prevede un'assistenza specifica per i paesi in via di sviluppo. Il WTO stima che il *Trade Facilitation* potrebbe ridurre, in media, del 14% i costi amministrativi alla dogana e tagliare drasticamente i tempi delle procedure di import (-47%) ed export (-91%), producendo un significativo incremento degli scambi globali.

In questo quadro variegato, quindi, la mappa degli accordi globali sta mutando rapidamente. È tracciata, soprattutto, dalle diverse politiche dei tre principali player globali: Stati Uniti, Europa e Cina. Negli USA l'amministrazione Trump è uscita dall'accordo TPP con i principali paesi del Pacifico (Cina esclusa), i quali vorrebbero comunque mantenerlo in vita, ha interrotto i negoziati del TTIP con l'UE (giunti ormai al quindicesimo *round*) e vuole rinegoziare

² Si veda Biancotti, Borin, Mancini, Euroscepticism: another brick in the wall, *Temi di discussione*, Banca d'Italia, (in uscita).

³ Essi comprendono: ASEAN plus 1 (riferito alla Cina), Shanghai Cooperation Organization, Apec e CJK (Cina, Giappone e Corea del Sud).

il NAFTA con i suoi vicini (Canada e Messico). Le nuove politiche statunitensi prediligono gli accordi bilaterali rispetto a quelli multilaterali. Inoltre, la riforma della tassazione di impresa, in discussione al Congresso, potrebbe comportare un trattamento penalizzante per le importazioni (con l'introduzione di una tassa sull'import, la *border-adjustment tax*).

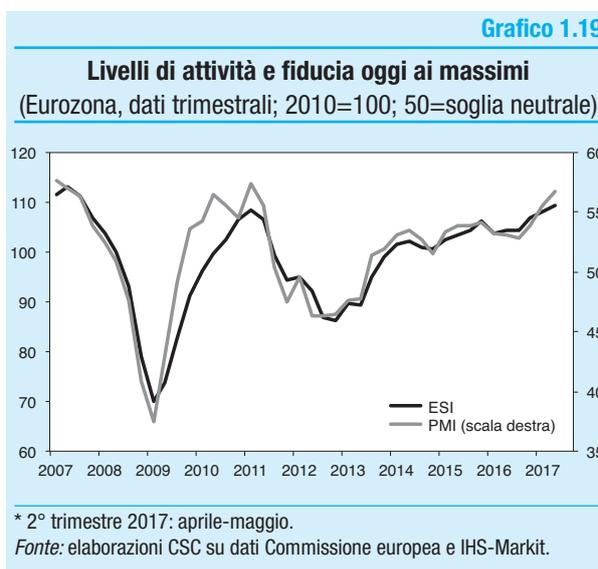
La UE ha concluso in febbraio l'accordo CETA con il Canada, che prevede, oltre all'eliminazione dei dazi, una liberalizzazione nei servizi, negli appalti pubblici e negli investimenti. Trattati bilaterali sono stati conclusi anche con le economie asiatiche più dinamiche (Vietnam, Corea del Sud, Singapore) ed è in via di conclusione quello con il Giappone. Inoltre, sono in fase avanzata i negoziati con i paesi del Mercosur e dovrebbero essere avviati quelli con Australia e Nuova Zelanda. Infine, la UE è impegnata nel rafforzamento dei trattati doganali con Messico e Turchia (per i quali è il primo mercato di destinazione dell'export). Tuttavia, come chiarito da un recente parere della Corte europea (16 maggio), alcuni temi degli accordi ricadono anche nella sfera di competenza nazionale e quindi il processo di ratifica deve necessariamente passare per tutti i singoli parlamenti europei: è il caso della protezione degli investitori e della risoluzione delle controversie tra investitori e stati. L'applicazione del CETA, in particolare, sarà provvisoria ed escluderà questi punti. Anche il trattato con Singapore potrebbe essere applicato solo parzialmente. Il parere avrà, inoltre, effetti rilevanti sui prossimi negoziati, specie quello post-Brexit con il Regno Unito.

Anche la Cina ha concluso molti FTA nell'ultimo periodo, mostrando di condividere la sfida della competizione globale, definita "*shuang ying*", cioè *win win situation* (la soluzione vincente per tutti i partecipanti). La Cina, inoltre, ha fatto ingenti investimenti diretti esteri (più di 50 miliardi di dollari) e ne farà ancora (le stime superano i 500 miliardi di dollari nei prossimi cinque anni) con l'obiettivo di realizzare la nuova via della seta, ovvero due nuovi corridoi infrastrutturali per il commercio: uno terrestre che attraversa l'Asia centrale e l'altro marittimo lungo l'Oceano indiano e l'Africa. Tuttavia, ha anche adottato politiche fortemente protezionistiche in termini di tutela digitale. Il *Great Firewall of China*, che censura i dati internet giudicati potenzialmente pericolosi dal governo cinese, è considerato una delle più potenti barriere commerciali del mondo. Blocca applicazioni come Facebook, Twitter e Reuters e limita fortemente l'accesso al mercato cinese a gruppi internet e media esteri (a favore delle controparti cinesi). Inoltre, nuove regole sulla *cyber security* impongono, di fatto, a tutte le imprese di ricorrere unicamente a fornitori di servizi IT cinesi.

La globalizzazione, insomma, è viva e dinamica, ma muta velocemente forma, modellata anche dalle nuove regole e dai nuovi accordi introdotti o da quelli cancellati o modificati. Ne coglieranno i benefici i paesi e le imprese in grado di adattarsi più rapidamente, schivando gli ostacoli e sfruttando le opportunità.

1.2.2 Eurozona

Crescita più diffusa tra i paesi e... L'economia dell'Area euro è cresciuta dello 0,6% congiunturale nel primo trimestre 2017 (+1,9% tendenziale) con un apporto corale da parte di tutti i paesi: +0,8% in Spagna, +0,6% in Germania, +0,4% sia in Francia (rivista al rialzo di un decimo rispetto alla stima *flash*) sia in Italia. Con la variazione acquisita al primo trimestre (+1,1%, di cui 0,7% è il trascinamento dal 2016) e l'accelerazione attesa nel 2° trimestre (a +0,7%), il PIL è previsto aumentare dell'1,9% nel 2017, con una revisione al rialzo rispetto al precedente scenario CSC, in linea con gli altri principali istituti.



...tra i settori... La crescita risulta ora più corale e più equilibrata anche tra le componenti interna e estera della domanda e, quindi, qualitativamente più solida. La principale spinta viene dai consumi delle famiglie che, grazie alla creazione di nuovi posti di lavoro, sono in grado di autoalimentarsi; anche gli investimenti in costruzioni e in macchinari e attrezzature forniscono un buon apporto positivo (+1,3% la variazione congiunturale del primo trimestre). Le esportazioni (+1,2% nel primo trimestre rispetto al quarto) beneficiano della ripartenza della domanda mondiale, soprattutto nei paesi emergenti, e degli effetti ritardati del passato deprezzamento del cambio, che invece nei mesi recenti è tornato sui livelli di inizio 2015 e quindi diventerà fattore frenante nei prossimi trimestri.

Il livello dell'indice PMI composito di maggio indica che l'attività economica ha continuato a espandersi a velocità costante (56,8 stabile rispetto ad aprile; 55,6 nella media del primo trimestre) e su ritmi record da sei anni (Grafico 1.19).

L'espansione dell'attività è stata guidata dal manifatturiero, il cui PMI a 57,0 ha toccato in maggio il valore massimo da inizio 2011; anche il ritmo di espansione del terziario è elevato (PMI a 56,3). Il PMI composito è salito in Germania (57,4, massimo da 73 mesi), grazie al contributo del settore manifatturiero (59,5, top da sei anni), e in Francia (56,9, massimo in 72 mesi), ed è sceso in Spagna (a 57,2), pur rimanendo su alti livelli. Il valore medio di aprile e maggio dei PMI è appunto coerente con un incremento del PIL dell'Area pari a +0,7% nel secondo trimestre. Nel manifatturiero l'accumulo di ordini inevasi e l'allungamento dei tempi di consegna, entrambi su livelli record dal 2011, suggeriscono che l'espansione proseguirà a ritmi elevati nei prossimi mesi, grazie anche a investimenti in ampliamento della capacità produttiva.

...ma è attesa rallentare nel 2018 Nello scenario di previsione del CSC una limitata decelerazione si manifesta già a partire dal terzo trimestre dell'anno in corso, quando verrà a mancare lo straordinario impulso dell'attività edilizia (+1,1% la variazione congiunturale nel primo trimestre) favorita da condizioni meteorologiche eccezionalmente favorevoli, specie in Germania. A questo si aggiungono il venir meno del ciclo elettorale, che ha favorito bilanci pubblici più espansivi quest'anno, e gli effetti dell'apprezzamento del cambio.

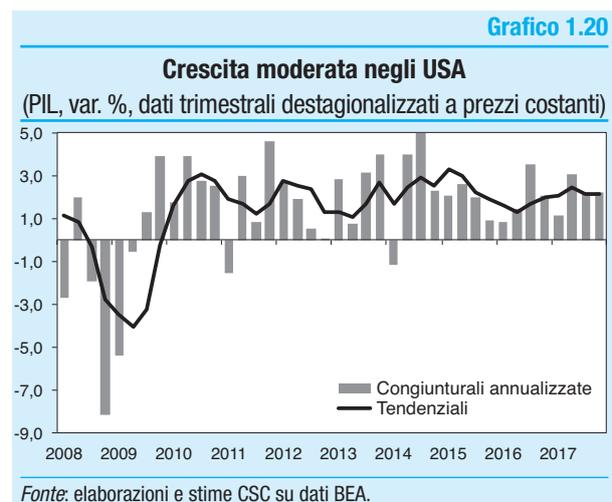
1.2.3 Stati Uniti

Crescita USA sostenuta da solidi fondamentali Dopo un inizio d'anno piuttosto fiacco, il PIL USA è atteso accelerare dal secondo trimestre, confermando la previsione di crescita del 2,2% per il 2017 indicata dal CSC a dicembre. Per il 2018 il CSC rivede al rialzo al 2,5% dal 2,3% la stima di dicembre, per l'atteso contributo della politica di bilancio espansiva.

Mercato del lavoro e bilanci familiari sostengono consumi e settore immobiliare Il mercato del lavoro è ancora più vicino al pieno impiego: in maggio si è registrato il tasso di disoccupazione più basso da marzo 2001. La ricchezza netta delle famiglie, che a fine 2016 ha raggiunto un valore pari a 6,5 volte il reddito disponibile, spinta sia dagli attivi azionari sia da quelli immobiliari, nel primo trimestre 2017 è aumentata ancora del 2,5% (dati FED). Nello stesso periodo per il reddito disponibile personale reale si è registrato un aumento tendenziale dell'1,7%.

Partenza tiepida nel primo trimestre 2017... La seconda stima del PIL USA del 1° trimestre mostra una revisione verso l'alto a +1,2% annualizzato da 0,7% grazie a una crescita più robusta degli investimenti residenziali (+4,8% da +4,3%) e dei consumi privati (+0,6% da +0,3%). L'avvio del 2017 è comunque in decelerazione rispetto al quarto trimestre 2016, quando il PIL è cresciuto del 2,1% annualizzato.

...ma attesa accelerazione dal secondo Le prospettive per il secondo trimestre appaiono in miglioramento grazie soprattutto al contributo dei consumi (+3,0% congiunturale annualizzato; Grafico 1.20). Sono attesi inoltre il riavvio del processo di accumulo delle scorte e un rimbalzo della spesa pubblica. A maggio per il manifatturiero l'indice ISM dei nuovi ordini è salito di due punti a 59,5 da 57,5 in aprile, un segnale positivo per l'attività nel secondo trimestre. L'indice ISM per i servizi ha decelerato, ma ha evidenziato un rafforzamento della componente occupazione di oltre sei punti. I dati sull'occupazione



americana di maggio, anche se hanno mostrato un incremento degli occupati non agricoli inferiore alle attese (+138mila unità dopo +174mila in aprile), hanno confermato la situazione di quasi pieno impiego del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione a 4,3% spinge verso un'accelerazione dei salari.

Per il 2018 incertezza sugli effetti espansivi della politica di bilancio Il budget presentato dall'amministrazione Trump non ha fornito i dettagli attesi sulla riforma tributaria ma ha ribadito la chiara volontà della Casa Bianca di procedere con consistenti tagli di imposte. La diffusa condivisione da parte repubblicana dell'obiettivo della riduzione delle tasse a persone fisiche e società, nonostante le divergenze sulle misure di riequilibrio da adottare sul lato delle entrate, spingono il varo di misure espansive con effetti nel 2018 valutati nell'ordine di un incremento di mezzo punto di PIL.

1.2.4 Giappone

L'economia giapponese si sta riprendendo...

Nel 2017 l'economia nipponica arriverà a crescere dell'1,4%, un ritmo superiore al potenziale, avendo iniziato l'anno con un 0,3% congiunturale (+0,4% al netto delle scorte), quinto trimestre consecutivo di espansione (Grafico 1.21).

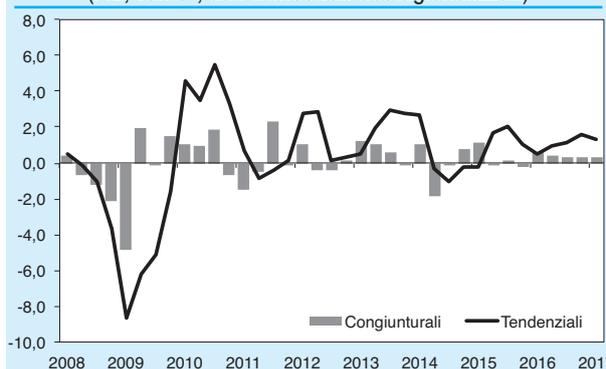
...sostenuta dalle esportazioni... A trainare la crescita sono soprattutto le esportazioni: +7,3% in volume nel primo trimestre rispetto al corrispondente periodo del 2016. Non solo verso l'Asia ma anche verso gli USA. Favorite anche dal deprezzamento del tasso di cambio dello yen, oltre che dalla maggiore dinamica della domanda estera. Un rischio al ribasso è costituito dalle politiche commerciali americane, che mirano a contenere il disavanzo commerciale statunitense con il Giappone, secondo per entità dopo quello con la Cina.

...ma anche dagli investimenti... I livelli elevati di espansione dell'attività del settore manifatturiero (PMI a 53,4 a maggio da 52,6 di aprile), unitamente a tassi di interesse nulli, stanno stimolando gli investimenti privati (+1,8 per i mezzi di trasporto e +0,8% per macchinari e attrezzature la variazione congiunturale del primo trimestre) e, al contempo, contenendo gli oneri derivanti dall'indebitamento delle imprese. Gli investimenti pubblici in infrastrutture, dopo due anni consecutivi di contrazione, crescono a ritmi robusti (+5,1% ad aprile rispetto a marzo).

...mentre i consumi ristagnano Nonostante le favorevoli condizioni del mercato del lavoro e il balzo ad aprile della fiducia dei consumatori ai livelli più elevati da settembre 2013, la ripresa

Grafico 1.21

Giappone in debole ripresa (PIL, var. %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Cabinet Office.

dei consumi delle famiglie rimane debole (+0,3% nel primo trimestre rispetto al quarto del 2016) e i bassi livelli salariali negoziati nelle ultime trattative sindacali lasciano presagire un ulteriore ristagno anche per quest'anno malgrado i sussidi governativi e il monte salari stia crescendo in termini reali (+0,2% la variazione nel primo trimestre).

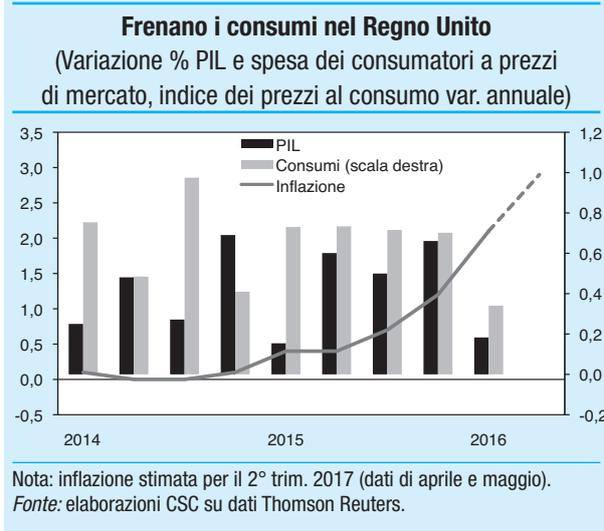
1.2.5 Regno Unito

La Brexit rallenta la crescita La revisione al ribasso della crescita del PIL effettuata dall'Office for National Statistics per il primo trimestre (+0,2% da +0,3%) è il primo effetto osservabile sulla crescita registrato dopo l'uscita del Regno Unito dalla UE. La frenata è imputabile soprattutto al marcato rallentamento dei consumi (+0,3% da +0,7% del quarto trimestre 2016, Grafico 1.22). In un primo momento, le variabili macroeconomiche che avevano risentito della Brexit erano state il tasso di cambio e l'inflazione, mentre i consumi avevano continuato a mostrarsi resilienti anche quando gli indicatori di fiducia continuavano a deteriorarsi. Il cambio di marcia della spesa dei consumatori è un segnale piuttosto preoccupante per l'economia britannica, soprattutto considerando l'alta dinamica dei prezzi al consumo, ancora in crescita (2,9% in maggio da 2,7% in aprile). Il CSC prevede che il PIL dell'economia britannica nel 2017 e nel 2018 crescerà dell'1,2% annuo.

Aumenta l'incertezza sulla Brexit dopo le elezioni Theresa May aveva indetto le elezioni generali alla ricerca di un mandato più forte nella gestione delle trattative per il divorzio con l'Unione europea e ha invece visto ridimensionare la rappresentanza del suo partito in parlamento (318 seggi da 328). Non avendo raggiunto la soglia di 326 seggi per acquisire la maggioranza assoluta, il Primo Ministro ha come unica opzione quella di formare un governo con l'appoggio del Partito Democratico Unionista. Se una siffatta maggioranza potrà, forse, garantire nell'immediato continuità all'esecutivo, più incerta sarà la sua tenuta per l'intera durata delle negoziazioni sulla Brexit. Non è escluso che un'ulteriore tornata elettorale possa aver luogo nei prossimi mesi. Resta alta l'incertezza (si veda il riquadro *Brexit: scenari possibili*).

Per la seconda volta in pochi anni, si rileva un grave errore di valutazione da parte di un primo ministro conservatore nell'intento di rafforzare il proprio mandato: prima Cameron con la consultazione referendaria sulla Brexit e adesso la May con la decisione di indire elezioni generali. Il Regno Unito soffre di una perdita di credibilità che indebolisce la sua posizione negoziale rispetto all'UE; ne risulta un più elevato grado di incertezza sulla linea che verrà adottata e, ancor maggiore, sulla capacità del Governo di implementarla sino in fondo.

Grafico 1.22



Brexit: scenari possibili

Persiste un elevato grado di incertezza sull'evoluzione dei negoziati legati all'uscita del Regno Unito dalla UE, ciò nonostante si possono comunque tratteggiare gli aspetti che al momento suscitano maggiori preoccupazioni, adottando l'assunzione di fondo che lo shock avrà conseguenze economiche in ciascun paese partner in funzione dell'intensità e della tipologia dei legami con il Regno Unito. Tali legami si differenziano settore per settore e, nel caso degli investimenti diretti esteri (IDE), azienda per azienda.

Il Regno Unito rappresenta un significativo mercato di sbocco per il *made in Italy*: nel periodo 2012-2016 lo UK ha pesato in media per il 5,3% sul totale dell'export italiano. Tale peso sale molto in "bevande, vini e bevande spiritose" (12%) e in quello dell'"agroalimentare" (7,9%); questi stessi settori sarebbero anche maggiormente colpiti dall'eventuale adozione del modello tariffario dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC).

Dall'analisi svolta dal CSC emerge inoltre l'elevato grado di internazionalizzazione del Regno Unito. La Brexit potrebbe dare inizio a un processo di ricollocazione delle imprese multinazionali attualmente presenti in territorio britannico e, considerata la somiglianza con la struttura settoriale degli IDE già presenti nell'economia italiana, l'Italia si candida come possibile meta di capitali in uscita dal Regno Unito (secondo le stime del CSC 26 miliardi di euro in 10 anni).

I fattori di incertezza

Il primo fattore di incertezza riguarda le regole per gli scambi commerciali che si adotteranno, per le quali si possono delineare due casi estremi. Da un lato, lo scenario migliore di un *Free Trade Agreement* (FTA) e, dall'altro, in mancanza di un accordo tra le parti, il peggiore, ossia gli standard dell'Organizzazione Mondiale del Commercio. In secondo luogo, conterà l'andamento della domanda interna per determinare le prospettive delle esportazioni italiane. Ancora, l'andamento del cambio della sterlina è rilevante per la competitività; la svalutazione finora avvenuta (-14,5% sull'euro dai livelli pre-Brexit) ha già ridimensionato i margini operativi degli esportatori italiani e, quindi, il potenziale del mercato britannico.

Un altro elemento che desta preoccupazione è l'impatto della Brexit sulla struttura delle *supply chain* europee: ostacoli alla circolazione di beni intermedi altererebbero la convenienza della partecipazione in esse del Regno Unito; tra questi ostacoli spicca il possibile cambiamento degli standard.

A ciò si aggiunge la mancanza di un quadro chiaro sulle regole che verranno adottate per la circolazione delle persone, con rischi più evidenti per le imprese multinazionali. Il controllo delle frontiere contro l'immigrazione è stato forse il fattore determinante per l'esito del referendum sulla Brexit. Il governo britannico ha già più volte espresso la ferma intenzione di reintrodurre barriere al libero movimento delle persone, seppure manifestando la volontà di continuare ad accogliere in modo selettivo capitale umano altamente qualificato per mantenere elevato il profilo dello UK come *hub* per la ricerca scientifica e l'innovazione. Una tale

strategia di *cherry picking* è stata già bollata come inaccettabile dalla UE e dai suoi stati membri, a cominciare dalla Germania.

Il dichiarato spostamento del baricentro degli interessi britannici verso l'*ex-Commonwealth* e il possibile rafforzamento dei rapporti commerciali con gli USA potrebbero offrire nuove opportunità per le multinazionali che volessero sfruttare il Regno Unito come piattaforma verso quei mercati. L'uscita dal mercato unico europeo darebbe infatti la libertà al Regno Unito di intessere rapporti commerciali bilaterali privilegiati con i paesi extra-UE e, per molte aziende che puntano su quei mercati, ciò potrebbe costituire un vantaggio competitivo, se gli accordi raggiunti fossero migliorativi rispetto a quelli già ottenuti dalla UE.

Le criticità per il commercio estero dell'Italia

Il Regno Unito rappresenta un significativo mercato di sbocco per l'Italia. Nel 2016 l'*export made in Italy* verso il mercato britannico ammontava a 22,5 miliardi di euro. Nel periodo 2012-2016 il Regno Unito ha avuto una quota media annua del 5,3% sull'*export* italiano nel mondo; va notato che, seppure consistente, si tratta di una quota inferiore a quella rilevata per i principali partner europei: 7,1% per la Spagna, 7,0% per la Francia e 6,9% per la Germania.

La Brexit pone sfide differenti per i diversi comparti dell'*export* italiano in relazione al peso che il mercato britannico assume in ciascuno di essi e al rischio legato all'introduzione di dazi e tariffe nel caso in cui non si raggiunga un accordo di libero scambio. Ad oggi, il comparto delle "bevande, vini e bevande spiritose" è quello che potrebbe risentire maggiormente di effetti negativi legati alla Brexit. Il Regno Unito rappresenta il 12% dell'*export* italiano complessivo di questo settore, pari a 1,03 miliardi di euro nel 2016; e se si applicassero i regolamenti tariffari tra UE e resto del mondo, le bevande sarebbero tra i beni sottoposti ai dazi più elevati (nell'ordine del 19%); infine, se venisse meno l'alto grado di armonizzazione con l'UE per gli standard dei beni scambiati, ciò potrebbe ridurre ulteriormente il livello degli scambi.

Anche il comparto "agro-alimentare" è a elevato rischio Brexit. Nel Regno Unito, infatti, sono stati esportati nel 2016 prodotti agro-alimentari italiani per un valore di 2,3 miliardi di euro e nel quinquennio 2012-2016 il mercato britannico ha rappresentato in media il 7,9% sul relativo *export* dell'Italia. In questo caso oltre alle eventuali elevate barriere tariffarie in assenza di mancato accordo (con un picco del 35% per i latticini) e al possibile cambiamento del quadro regolamentare, si temono ripercussioni per il probabile allungamento dei tempi di sdoganamento delle merci, che risulterebbe cruciale per alcuni prodotti freschi.

Altri settori che potrebbero risentire particolarmente dell'uscita del Regno Unito dal mercato unico sono: "legno e arredo" (quota media 2012-2016 dell'8,2%), "autoveicoli" (7,4%) e "altri mezzi di trasporto" (7,3%). Seppure l'introduzione delle barriere tariffarie ora in vigore negli scambi tra UE e resto del mondo non rappresenterebbe un grave ostacolo agli scambi di questi settori, saranno invece decisivi l'andamento della domanda interna britannica e del tasso di cambio della sterlina (Tabella A).

Tabella A

Bevande e agrifood i settori italiani più esposti			
Settore	Export dell'Italia verso UK (euro mld, 2016)	Quota media 2012-2016	Eventuale livello barriere tariffarie*
Bevande, vini e bevande spiritose	1,03	12,0%	19,0%
Legno e arredo	1,21	8,2%	0,9%
Agrifood	2,34	7,9%	6%-35%
Altri mezzi di trasporto	0,39	7,4%	4,1%
Autoveicoli	2,71	7,3%	4,1%
Carta e editoria	0,49	6,4%	0,9%
Tessile e abbigliamento	1,87	5,8%	6,5%-11,5%
Farmaceutica	0,92	5,5%	4,6%
Computer, appar. elettronici e ottici	0,61	5,4%	2,4%
Apparecchi elettrici	1,31	4,9%	2,4%
Pellame	0,78	4,9%	4,2%
Materiali da costruzioni	0,50	4,7%	2,0%
Gomma-plastica	0,75	4,6%	2,0%
Macchinari	3,93	4,4%	1,7%
Prodotti in metallo	1,50	4,0%	2,0%
Chimica	1,21	3,2%	4,6%
Gioielli	0,34	3,0%	2,5%
Tabacchi	0,01	2,6%	19,0%
Altri prodotti manifatturieri	1,03	5,7%	2,6%

*Tariffe medie applicate dalla UE verso paesi terzi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati UN Comtrade e profili tariffari dell'UE.

Investimenti diretti esteri (IDE): problemi e opportunità

Gli IDE in entrata e in uscita rappresentano un pilastro fondamentale dell'economia britannica. Le multinazionali straniere presenti nel Regno Unito sono più di 22mila e contribuiscono per il 16,0% al PIL, impiegando più di 3,6 milioni di addetti. Le multinazionali inglesi che hanno attività nel resto del mondo sono più di 19mila, hanno un fatturato complessivo di 1.136 miliardi di euro, pari al 27,4% di quello generato sul mercato domestico, e occupano Oltremania più di 4,1 milioni di addetti. Il 40% delle multinazionali straniere presenti in UK ha la casa madre nei paesi membri dell'UE; anche in termini di valore aggiunto si osserva la medesima ripartizione. Il 47% delle sussidiarie estere delle multinazionali inglesi è localizzato nei paesi della UE e genera un fatturato pari al 24% del fatturato complessivo realizzato nello UK e occupa un numero di addetti pari al 27% dei loro addetti nello UK¹.

¹ Le informazioni riportate in questo e nei paragrafi che seguono sono desunte da dati Eurostat relativi al 2014, ultimo anno disponibile.

I servizi finanziari sono il settore inglese più internazionalizzato. Il 30% dello stock di IDE nel Regno Unito e il 22,5% dello stock di IDE inglesi nel resto del mondo sono in questo comparto. È proprio questo settore che potrebbe risultare particolarmente colpito dall'uscita dalla UE, specialmente se la Brexit dovesse comportare la perdita del "passaporto unico" che consente alle istituzioni finanziarie di un paese UE di operare in tutto il resto dell'Unione.

L'uscita del Regno Unito dalla UE metterà in moto la riallocazione, almeno parziale, degli IDE. Nel breve periodo è poco probabile lo smantellamento di impianti produttivi, mentre sono a rischio il loro ampliamento e la realizzazione dei nuovi, in quanto fortemente penalizzati dall'incertezza circa la modalità della Brexit. Ciò apre nuove opportunità per i paesi UE in termini di afflussi di IDE, che avverrebbero nel medio termine e sono difficilmente stimabili. Uno studio recente² stima una diminuzione dello stock di IDE in UK del 22% in dieci anni. Ciò equivarrebbe a 282,3 miliardi di euro che potrebbero affluire nella UE. L'attrazione di questi investimenti esteri da parte dei singoli paesi dipenderà dalle rispettive caratteristiche strutturali.

Opportunità per attrarre investimenti si presenterebbero anche per l'Italia. Se consideriamo la distribuzione settoriale degli IDE in entrata, emerge come il Paese ha buone *chance*, perché i settori italiani a maggiore presenza di capitali esteri (manifatturiero, commercio all'ingrosso e servizi di telecomunicazioni e di informatica) sono gli stessi che occupano le prime posizioni anche nella distribuzione degli IDE nell'economia britannica. Tuttavia, va considerato che le partecipate inglesi in Italia hanno un peso non trascurabile per l'economia italiana, avendo un fatturato di 33 miliardi di euro, pari al 7,5% del fatturato totale delle imprese multinazionali presenti, con quasi 62mila addetti.

Il CSC stima che l'effetto netto della Brexit per gli IDE in entrata in Italia sarebbe pari a 26 miliardi di euro in dieci anni³. Un tale afflusso si tradurrebbe in un aumento del valore aggiunto pari a 5,9 miliardi di euro annui, lo 0,4% del PIL⁴.

Al fine di meglio comprendere come venga percepita la Brexit dagli investitori esteri in Italia, il CSC ha effettuato un sondaggio presso l'*Advisory Board* Investitori Esteri di Confindustria

² Si veda al riguardo Dhingra S., Ottaviano G., Sampson T. e Van Reenen J. (2016), *The impact of Brexit on foreign investment in the UK, Paper Brexit 02*, Centre for Economic Performance, LSE.

³ Si veda CSC (2016), *Le sfide della politica economica, La Brexit sposta IDE dal Regno Unito all'Unione Europea, Scenari economici n. 27*, pag.64.

⁴ Dei 282,3 miliardi di euro in uscita dallo UK il CSC stima che l'Italia, grazie alla distribuzione settoriale degli IDE già affluiti, ne attrarrebbe il 10,2%, corrispondente a 28,8 miliardi di euro. Un tale afflusso si tradurrebbe in un aumento del valore aggiunto prodotto dalle multinazionali presenti in Italia di 7,2 miliardi, pari allo 0,5% del PIL. Tale stima viene poi corretta per incorporare il possibile rientro di IDE inglesi dall'Italia. In uno scenario in cui la quota di IDE in uscita dal Regno Unito equivalga a quella degli IDE in uscita dall'Italia, il CSC stima che lo stock di IDE inglesi in Italia si riduca di 2,7 miliardi di euro. Una tale riduzione si tradurrebbe in un diminuzione del valore aggiunto prodotto dalle multinazionali inglesi in Italia di 1,3 miliardi di euro annui, pari allo 0,1% del PIL. Si determina così l'effetto netto dello 0,4%. Le stime sono basate sulla struttura settoriale nei paesi facenti parte dell'UE-15 al 2013. Inoltre, esse sono soggette alla modalità e ai tempi in cui si realizzerà la Brexit.

(Grafico A-D). Dalle informazioni raccolte si desume che la Brexit non è, al momento, la principale preoccupazione delle multinazionali. Le maggiori preoccupazioni manifestate dagli investitori sono per l'elevata incertezza relativa alla frammentazione politica della UE e per l'aumentata propensione al protezionismo, fattori comunque collegati alla Brexit stessa.

Gli investitori internazionali considerano il tasso di cambio e la mobilità di beni, capitali e persone gli elementi più importanti da tenere sotto osservazione in seguito all'uscita del Regno Unito dalla UE. Tali fattori peggiorano il clima di incertezza e, secondo alcuni dei rispondenti, hanno già avuto effetti negativi sugli investimenti.

Gli intervistati hanno indicato Francoforte come soluzione alternativa a Londra; la capitale per i servizi finanziari tedesca è favorita dalle infrastrutture e dalla posizione centrale in Europa. Amsterdam è stata indicata come seconda opzione per il regime fiscale particolarmente favorevole. Seguono Parigi, Milano e Madrid. Milano e l'Italia appaiono come attrattive per il buon livello del capitale umano e per la vocazione manifatturiera. A sfavore del Paese giocano soprattutto le carenze infrastrutture e il regime fiscale, considerato tra i peggiori in Europa (e nel mondo).

Il punto di vista degli investitori internazionali

Grafico A

La Brexit preoccupa meno di frammentazione UE e protezionismo

Quanto vi preoccupano i seguenti fattori?

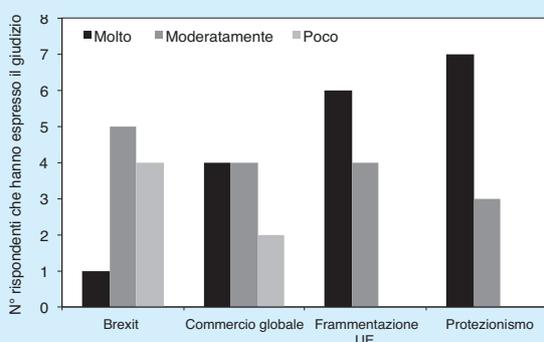
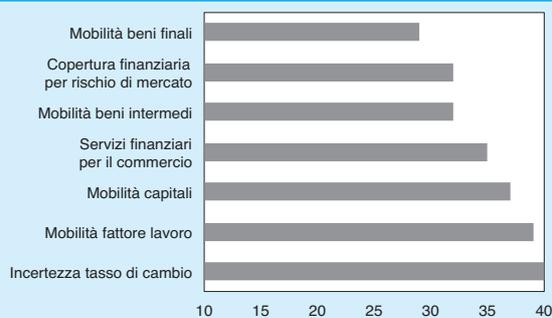


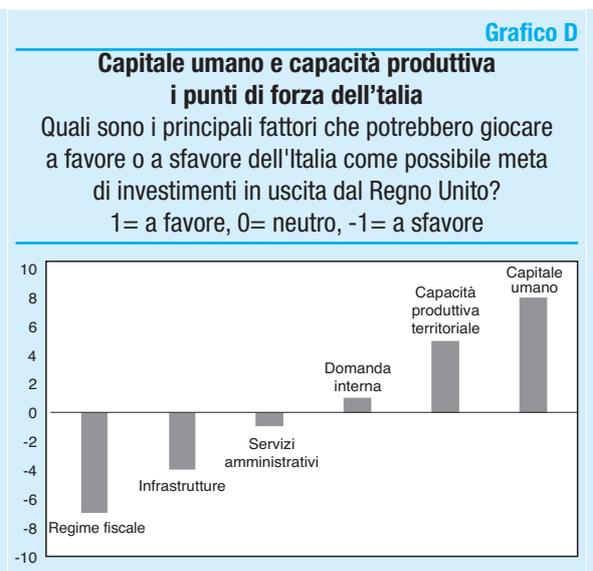
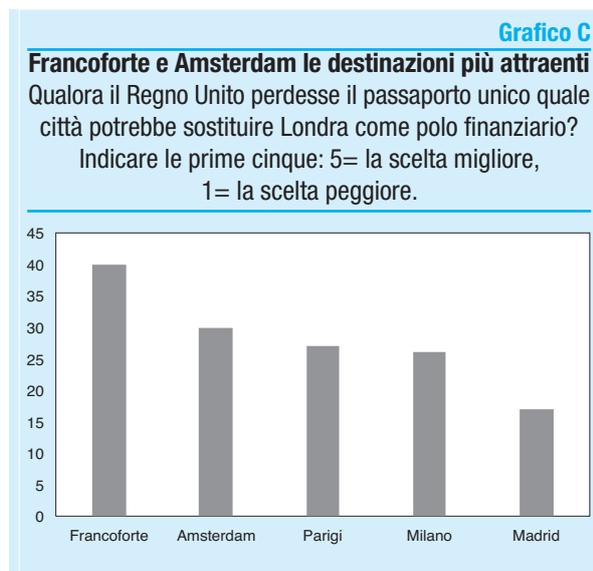
Grafico B

Cambio e mobilità dei fattori gli aspetti cruciali

Quali sono i fattori critici che potrebbero comportare uno spostamento della vostra localizzazione?

Ordinare le seguenti opzioni assegnando un numero da 1=poco importante a 7 =molto importante

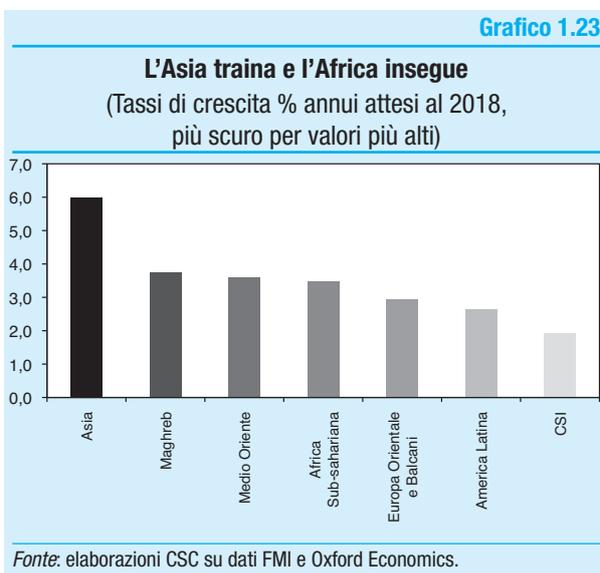




Nota: i risultati riportati sono stati ottenuti grazie al questionario redatto dal CSC e distribuito in seno all' *Advisory Board* Investitori Esteri di Confindustria con l'obiettivo di raccogliere informazioni sulla Brexit. Complessivamente hanno risposto 10 rappresentanti di imprese multinazionali operanti in diversi settori.

1.2.6 Emergenti

Sviluppo a trazione asiatica Il CSC ritocca al rialzo le prospettive di crescita del PIL per l'insieme dei paesi emergenti: +4,6% per il 2017 e +4,8% per il 2018, contro il +4,5% e il +4,7% stimati in dicembre. La rinnovata spinta proviene soprattutto dall'Asia (+6,2% e +6,0%) per il 2017, seguita dal resto degli emergenti nel 2018. Seppure in miglioramento, la crescita sarà meno sostenuta per i paesi della Comunità degli Stati Indipendenti (CSI, +1,5% e +1,9%), tutti molto correlati all'andamento dell'economia russa (+1,1% e +1,3%), su cui continuano a pesare i prezzi relativamente bassi del petrolio. Restano deboli le prospettive di espansione per le economie dell'America Latina (+0,8% e +2,6%), che scontano le condizioni di incertezza politica. L'Europa emergente cresce a ritmi superiori a quelli degli altri paesi europei (+2,8% e +2,9%). In Africa si rilevano tassi di crescita eterogenei, più bassi in media nella parte sub-sahariana (+2,6% e +3,5%) rispetto al Maghreb (+4,3% e +3,7%, Grafico 1.23).



Il manifatturiero alimenta la crescita La marcia in più per quei paesi emergenti caratterizzati da più elevati ritmi di crescita è l'elevata incidenza del settore manifatturiero sul totale dell'economia (Grafico 1.24). Il gruppo di testa dei paesi asiatici con le previsioni di crescita migliori al 2018 è anche quello con una quota del manifatturiero più elevata nel 2016: Cina (32%), Tailandia (28%), Malesia (23%), Indonesia (22%), Bangladesh (21%) e Filippine (21%).

Contesto geopolitico delicato Le prospettive di crescita di molti paesi emergenti sono rese incerte dal continuo attrito tra Russia e Nato. Da una parte la coalizione nord-atlantica si allarga a paesi un tempo appartenenti alla sfera di influenza dell'ex Unione Sovietica (da ultimo il Montenegro è entrato a far parte della NATO il 5 giugno 2017), dall'altra la Russia è sempre meno disposta a cedere terreno in zone dove intrattiene forti legami economici. Si può tracciare una faglia di instabilità che va dall'Ucraina al Medio Oriente e il Nord Africa, passando per i Balcani e la Turchia, che, al momento, trova sfogo soprattutto in Siria. Sul versante orientale del continente asiatico a generare maggiore incertezza è la crisi con la Corea del Nord, che, nonostante i numerosi richiami della comunità internazionale, ha continuato a effettuare test di lancio di missili balistici.

Sembra tuttavia improbabile che nell'orizzonte di previsione, oltre alla Siria, si possano verificare altri scenari di conflitto aperto. Resta peraltro sopra i livelli di guardia il rischio di attacchi terroristici di matrice islamica.

Sembra tuttavia improbabile che nell'orizzonte di previsione, oltre alla Siria, si possano verificare altri scenari di conflitto aperto. Resta peraltro sopra i livelli di guardia il rischio di attacchi terroristici di matrice islamica.

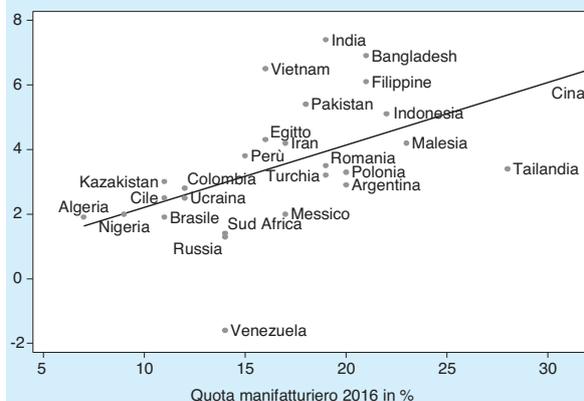
Persiste l'incertezza sugli esiti della crisi in Crimea Visti gli scarsi progressi nel dar seguito agli accordi di Minsk per terminare il conflitto in Ucraina, appare ad oggi improbabile che vengano rimosse le sanzioni introdotte contro la Russia. La linea per il mantenimento delle sanzioni è stata anche espressa dal neo-eletto Presidente francese, Emmanuel Macron, a nome dei paesi del G7 dopo gli incontri di Taormina del 29 maggio 2017.

Cina

Traiettoria per un atterraggio morbido L'economia cinese prosegue il cammino intrapreso nel 2010 verso un modello di sviluppo sempre più orientato verso consumi interni e servizi e caratterizzato da tassi di crescita meno elevati. Le nuove stime CSC sono un po' più elevate: il PIL aumenterà del 6,5% nel 2017 (+6,2% previsto in dicembre) e del 6,1% nel 2018 (da +6,0%). Il miglioramento sconta gli ampi spazi di manovra di cui dispongono le istituzioni per tenere la barra a dritta sull'obiettivo di crescita del 6,5% medio annuo nel periodo 2016-2020 (XIII piano

Grafico 1.24

L'industria manifatturiera traina gli emergenti
(Quota del valore aggiunto manifatturiero sul totale nel 2016 e previsioni crescita del PIL per il 2018)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Oxford Economics.

quinquennale), grazie ai buoni fondamentali dell'economia: bilancia corrente in attivo (l'incidenza sul PIL nel 2016 è dell'1,8%), deficit e debito pubblici contenuti (rispettivamente al 3,7% e al 46,2% del PIL) e bassa inflazione (2,0%). L'economia cinese nel 2016 rappresenta il 17,2% del PIL mondiale misurato a parità di potere di acquisto e il suo peso continuerà a crescere su tutto l'orizzonte di previsione, per attestarsi a oltre il 18% nel 2018 (Grafico 1.25).

Rischi bassi per un'economia ben diversificata

Le politiche industriali cinesi hanno favorito un continuo spostamento verso produzioni a più elevato valore aggiunto garantendo uno sviluppo diversificato dell'economia. Se nel 1995 i tre prodotti più esportati dalla Cina erano giocattoli (3,9% dell'export cinese totale), valigie (3,5%) e calzature (3,0%), nel 2014 sul podio comparivano macchinari automatici per processare dati (8,2%), apparecchiature di trasmissione per radio e TV (6,5%) e telefoni (4,4%). Nella graduatoria mondiale per grado di complessità dell'economia, la Cina ha scalato otto posizioni in venti anni passando dal quarantacinquesimo al trentasettesimo posto.

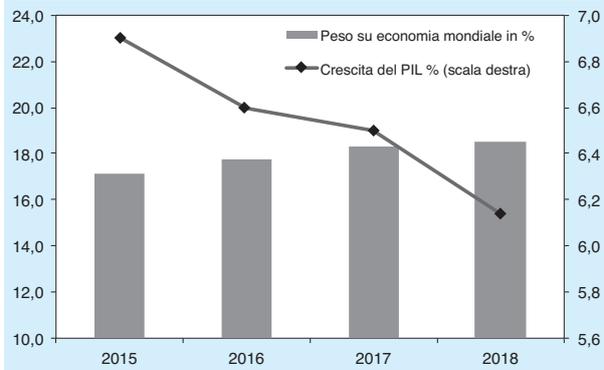
C'è margine per ridurre l'eccesso di capacità produttiva... Resta da sciogliere il nodo degli investimenti, che ancora rivestono un ruolo sproporzionato in un contesto di capacità produttiva eccessiva. In tal senso, il governo si è già detto pronto a mettere in campo politiche per contenere il credito, anche se queste dovessero significare uno sfioramento al ribasso dell'obiettivo di crescita. La sfida è quella di garantire un aumento della produttività, incanalando investimenti verso le imprese più competitive e drenando capitali dalle grandi imprese statali altamente indebitate. I rischi recessivi legati al cambiamento strutturale dell'economia potranno essere mitigati anche da investimenti in infrastrutture, peraltro necessari ad accelerare il processo di urbanizzazione in vaste aree del paese.

...e contrastare la fuoriuscita di capitali In Cina si sta assistendo a un deflusso di capitali, anche favorito dai tassi di interesse in aumento della FED. Per contrastare questo trend potrebbero essere messe in campo politiche monetarie volte a innalzare i tassi di interesse; qualora queste misure dovessero rivelarsi inefficaci, il governo potrebbe anche attuare provvedimenti legislativi per contrastare l'emorragia di capitali.

Verso un peso geopolitico più corrispondente a quello economico? L'economia cinese è per ora molto più visibile di quanto non lo sia la Cina sullo scacchiere geopolitico. Negli ultimi anni il paese ha manifestato apertamente la volontà di ricoprire nuovi ruoli all'interno di istituzioni e organismi a livello internazionale e regionale, come l'APEC (*Asian Pacific Economic Cooperation*), lo

Grafico 1.25

La Cina rallenta, ma cresce il suo peso nel mondo (Variazione PIL reale e quota PIL mondiale in PPA)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Oxford Economics.

SCO (*Shanghai Cooperation Organization*) e l'ASEM (*Asia Europe Meeting*). Inoltre, le ingenti disponibilità di dollari accumulate attraverso i persistenti surplus commerciali hanno offerto i mezzi alla Cina per creare la Nuova Banca di Sviluppo e la Banca Asiatica di Investimento per le Infrastrutture, che offriranno nuove opportunità per consolidare il ruolo di *leadership* nel continente asiatico. In tal senso si inserisce anche la *Belt and Road Initiative* (BRI, o *One Belt One Road Initiative* - OBOR). Annunciata la prima volta dal presidente Xi Jinping nel settembre 2013, l'iniziativa prevede la costruzione di una vasta rete di infrastrutture (principalmente autostrade, ferrovie e oleodotti) coinvolgendo quasi una settantina di paesi per collegare la Cina all'Europa attraverso una direttrice terrestre (*Silk Road Economic Belt*) e una marittima (*Century Maritime Silk Road*).

India

Fase di assestamento L'economia indiana ha rallentato più del previsto in seguito allo shock da de-monetizzazione³, che ha portato ad una riduzione dell'86% della liquidità circolante; inoltre, l'introduzione di banconote sostitutive è avvenuta più lentamente delle attese, causando un vero e proprio fenomeno di *cash-crunch*, che ha colpito investimenti e consumi. Questa è la ragione principale per una crescita sotto le attese nel 2016 (+7,1% contro il +7,3% stimato in dicembre 2016) e una revisione a ribasso per il 2017 (+7,4% da +7,6%). Non si prevedono contraccolpi per il 2018 (previsioni di crescita inalterate al 7,6%).

Congiuntura politica favorevole L'*establishment* politico indiano guidato dal Presidente Modi gode di forte consenso, peraltro non scalfito dalla de-monetizzazione, come dimostrato dal recente successo elettorale in Uttar Pradesh, lo stato più popoloso della Federazione. Il clima è propizio per l'attuazione di nuove riforme, *in primis* quella per la tassazione unificata sul valore aggiunto negli acquisti di beni e servizi che potrebbe entrare in vigore già a luglio di quest'anno.

Resta alta la dipendenza dall'estero per il petrolio L'India soddisfa l'80% del fabbisogno di idrocarburi con le importazioni, di conseguenza una crescita superiore alle aspettative del prezzo del petrolio avrebbe un impatto negativo sull'economia attraverso molteplici canali: deterioramento del bilancio pubblico, spinte inflazionistiche e incremento del deficit delle partite correnti. Secondo stime della Asian Development Bank, l'aumento di un dollaro del prezzo del petrolio causerebbe un aggravio per le partite correnti pari a 1,4 miliardi di dollari. Il governo sta approntando una strategia per ridurre la dipendenza dall'import di petrolio del 10% in cinque anni; affinché tale strategia abbia successo, si dovrà aumentare la capacità estrattiva degli impianti esistenti, anche accrescendo il contributo di investitori privati, sia domestici sia esteri.

³ L'8 novembre 2016 il governo ha ritirato dalla circolazione le banconote da 500 e 1000 rupie per contrastare contraffazione, evasione, corruzione e finanziamento al terrorismo.

Brasile

Ripresa agli albori offuscata dall'instabilità politica

L'economia brasiliana è cresciuta dell'1,0% nel primo trimestre del 2017 rispetto al quarto del 2016, dopo due anni di contrazione continua che hanno portato a una riduzione complessiva del PIL di 5,9 punti percentuali (Grafico 1.26). La ripresa è indebolita dall'incertezza circa il Presidente Temer, coinvolto in uno scandalo giudiziario che potrebbe portare alla sua rimozione. L'attesa è che lo stallo sia superato più rapidamente della crisi politica conclusasi con il procedimento di *impeachment* per Dilma Rousseff, durato nove mesi. Il CSC rivede al ribasso la crescita per il 2017 (+0,3% contro +0,6% stimato in dicembre) e al rialzo quella per il 2018 (+1,9% contro +1,2%).

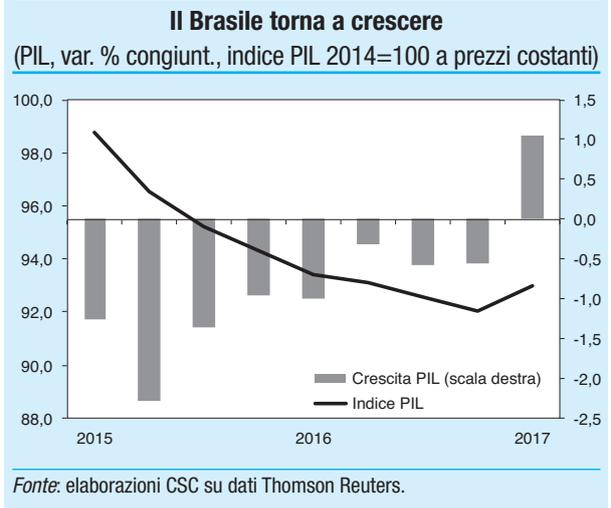
Fondamentali macroeconomici ancora deboli L'economia brasiliana è particolarmente vulnerabile all'incertezza politica vista anche la fragilità dei suoi conti pubblici: il deficit nel 2016 si attestava al 9,0% del PIL e il debito al 78,3%. L'incertezza si riverbera sull'andamento degli investimenti. In questo contesto risultano ancora più urgenti le riforme sulle pensioni e sul mercato del lavoro annunciate dal Presidente Temer.

Russia

Ripartenza rapida Dopo aver chiuso il 2016 sopra le aspettative (-0,2% contro -0,8% stimato in dicembre), l'economia russa ha iniziato bene il 2017 (+0,5% la variazione tendenziale del PIL nel primo trimestre); al risultato hanno contribuito soprattutto le esportazioni e gli investimenti privati, sostenuti anche dal prezzo del petrolio attestatosi intorno ai 50 dollari al barile. Il buon inizio di anno induce una revisione a rialzo della crescita per il 2017 (+1,2% da +0,7% previsto a dicembre), lasciando invariata la stima per il 2018 a +1,4%.

Prezzo del petrolio ancora decisivo per l'andamento dell'economia I progressi delle tecnologie estrattive e l'attuale assetto geopolitico espongono la Russia all'andamento del prezzo del petrolio. L'economia risente quindi di spinte esogene alla sua sfera di intervento. Nel Decreto del Presidente della Federazione Russa datato 13 maggio 2017 si delinea una strategia di sviluppo economico fino al 2030. Uno degli obiettivi è la diversificazione dell'economia per svincolarla gradualmente dalle dinamiche della quotazione del greggio.

Grafico 1.26



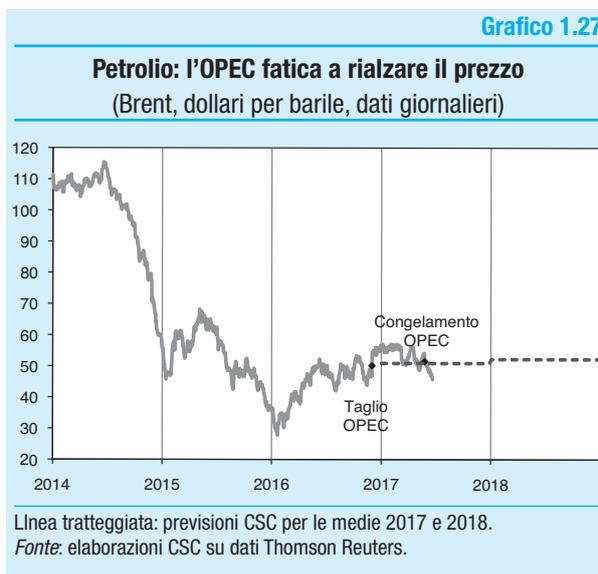
1.2.7 Prezzi delle materie prime

Petrolio avanti molto adagio... Nello scenario CSC la quotazione del Brent è attesa recuperare lentamente a 52 dollari a barile a fine 2017 (55 nei primi quattro mesi del 2017) e poi rimanere sostanzialmente stabile fino a fine 2018. Questo profilo colloca il prezzo, in media, a 51 dollari nel 2017 (da 45 nel 2016) e a 52 nel 2018. La quotazione, quindi, resterà molto al di sotto dei valori del 2014 (108 nei primi 8 mesi). Tale profilo riflette il graduale riequilibrio del mercato mondiale, nell'ipotesi che si completi nel 2017 e che nel 2018 la domanda rimanga molto vicina all'offerta, a seguito dell'accordo OPEC e non-OPEC del 25 maggio per un congelamento della produzione sui valori raggiunti dopo il taglio di inizio anno.

...con rischi al ribasso... Il rialzo indicato dal CSC nella media 2017, pur essendo molto contenuto (tenuto conto anche della volatilità), potrebbe rivelarsi sovrastimato così come la stabilità nel 2018 date le molte variabili, anche non-economiche, che potrebbero spingere nuovamente i prezzi al ribasso. Le attese dei mercati sono per un debole aumento: i *future* sul Brent indicano un recupero di 1 dollaro entro fine 2017 e di altri 3 dollari entro fine 2018.

Il prezzo del Brent è sceso a 45,0 dollari al barile a giugno, da 54,2 il 24 maggio (Grafico 1.27), in parte perché gli operatori si attendevano un ulteriore taglio dell'offerta OPEC piuttosto che il solo congelamento e in parte perché i dati americani indicano ulteriori aumenti di produzione e scorte che permangono su livelli record. Le quotazioni non mostrano affatto quella risalita che era negli obiettivi OPEC fin dal settembre 2016 e che aveva cominciato a manifestarsi tra la fine del 2016 e i primi mesi del 2017, quando avevano puntato con decisione verso i 60 dollari.

...perché l'estrazione USA è tornata a salire... L'offerta di greggio USA è in rapida risalita: 9,3 mbg a maggio, da un minimo di 8,5 nell'ottobre 2016; era a 9,6 mbg a metà 2015. Ciò è reso possibile dal costante progresso tecnologico nell'industria americana dello *shale oil*, che ha abbassato i costi e accresciuto l'efficienza, rendendo redditizia l'estrazione a prezzi ai quali prima sarebbe stata in perdita. La produzione USA, perciò, è tornata ad essere uno dei motori di aumento dell'offerta mondiale: è divenuta molto resistente ai ribassi delle quotazioni e pronta a crescere sulla scia di un loro rialzo. Ciò indebolisce la posizione dell'OPEC: per il cartello è difficile tenere alto il prezzo tagliando la produzione e, contestualmente, preservare le quote di mercato. E la strategia di congelamento diviene così molto meno efficace.



...assieme alla capacità OPEC inutilizzata... Il taglio dell'offerta prima e il suo congelamento poi hanno fatto risalire la capacità inutilizzata OPEC dai minimi di 1,0 mbg toccati a novembre 2016: è arrivata a 2,2 mbg a maggio. La ricostituzione di un "cuscinetto" OPEC più robusto indica che il mercato mondiale è meno esposto a eventuali shock di offerta, visto che il cartello ha spazio per rapidi aumenti della produzione. Inoltre le attuali tensioni geopolitiche in vari paesi pesano meno sull'estrazione: la capacità produttiva OPEC indisponibile è di 1,5 mbg a maggio, da 2,6 nella primavera 2016. Pure nei paesi non-OPEC l'offerta sta soffrendo meno interruzioni (dovute anche a problemi tecnici agli impianti): 0,5 mbg la decurtazione, da 1,1. Un rischio geopolitico emerso di recente è rappresentato dalle tensioni tra alcuni paesi arabi e il Qatar, membro dell'OPEC, con una produzione di 0,6 mbg. Ma l'impatto sul prezzo del petrolio è stato limitato e temporaneo, proprio per l'abbondanza di capacità di estrazione disponibile e non utilizzata.

...mentre è insufficiente il congelamento targato OPEC A maggio l'OPEC e 10 paesi non-OPEC (tra cui la Russia) hanno siglato un accordo per il congelamento della produzione per 9 mesi, da luglio 2017 a marzo 2018, sui livelli raggiunti dopo il taglio nei primi mesi del 2017 (-1,2 mbg OPEC e -0,6 mbg non-OPEC). Tale accordo, però, non è sufficiente a ottenere un pieno riassorbimento dell'eccesso di offerta nel mercato mondiale del petrolio. Per ridurre in modo robusto e duraturo le scorte e far salire di più il prezzo è necessario quanto meno il prolungamento del congelamento nel 2018.

Secondo stime CSC, il congelamento, aritmeticamente, sarebbe in grado di portare la produzione mondiale sotto il consumo nel 2017 e nel 2018 (di 0,6 e 0,3 mbg), per la prima volta dal 2013. Ciò perché la produzione OPEC e dei paesi non-OPEC coinvolti, in assenza del congelamento, era prevista risalire gradualmente ai livelli precedenti al taglio (stime EIA di maggio). Tuttavia, l'attesa di una riduzione delle scorte sarebbe in grado di determinare un aumento del prezzo (potenzialmente, fino a 10 dollari in media nell'anno) che innescerebbe una maggior crescita della produzione USA (+0,2 mbg cumulato nei due anni) e una minor crescita del consumo mondiale, rispetto a quanto sarebbe accaduto altrimenti. Considerando tali interazioni, nel 2017 la riduzione delle scorte risulta molto contenuta e nel 2018 resta un eccesso di offerta. La piccola riduzione, invece di aumento, delle scorte nel 2017 è stimata alzare il prezzo di 4 dollari rispetto allo scenario pre-congelamento; nel 2018 il minor accumulo di scorte tiene il prezzo più alto di 1 dollaro.

Più prudente il nuovo scenario EIA Queste stime dell'impatto del congelamento sul mercato del greggio sono confermate dallo scenario EIA aggiornato il 7 giugno. Si prevede ora un decumulo di scorte mondiali nella media del 2017 (di 0,2 mbg), mentre prima era atteso il persistere di un nuovo marginale accumulo (di 0,2 mbg, stime EIA del 9 maggio). Per il 2018 si prevede un nuovo accumulo di stock (di 0,1 mbg), sebbene minore di quello atteso in precedenza (0,5).

Così nel 2017 la domanda mondiale supera l'offerta, pur con un aumento ridotto (+1,5 mbg, da +1,6 stimato a inizio maggio). La produzione mondiale, infatti, è vista in minor crescita (+1,1 mbg; da +1,4), sostenuta dall'aumento nei paesi non-OPEC, in gran parte USA (+0,8, da +0,7),

mentre la produzione OPEC cresce in misura molto ridotta (+0,2, da +0,5) per gli effetti del congelamento.

Si ipotizza, infatti, che tale accordo non venga rispettato completamente, più probabilmente dai paesi non coinvolti nel precedente taglio. Il cartello, infatti, si è dimostrato piuttosto coeso nella prima metà del 2017 nel limitare l'offerta, superando le difficoltà avute negli ultimi anni. In aprile l'estrazione è scesa a 38,7 mbg (inclusi NGL e altri liquidi), -1,2 mbg da novembre, risalendo poi a 39,1 a maggio. È calata soprattutto in Arabia Saudita (-0,6 mbg) e in Iraq (-0,2). Tuttavia, alcuni paesi non hanno partecipato alla ripartizione del taglio (Iran, Libia, Nigeria). In Iran l'estrazione è in lenta crescita (+0,1 mbg a maggio da novembre), dopo che l'eliminazione delle sanzioni a inizio 2016 l'aveva subito riportata sui livelli passati. In significativa ripresa la produzione in Libia (a 0,8 mbg a maggio, 0,9 stimato per giugno), pur ancora alle prese con gravi problemi di coesione interna, e in aumento in Nigeria (a 1,5 mbg).

Nel 2018 la produzione mondiale accelera (+1,9 mbg), incorporando comunque una risalita nei paesi del cartello (+0,6 mbg, da +0,8 atteso in precedenza), dato che il congelamento termina a marzo, e una più forte crescita negli USA (+1,1, da +1,0). I consumi di greggio sono previsti crescere meno dell'offerta (+1,6 mbg), determinando così un nuovo piccolo eccesso di produzione nel mercato mondiale, che tiene a freno il prezzo.

Volatilità minore ma sempre alta Le oscillazioni delle quotazioni del Brent si sono ridotte rispetto a quanto osservato lo scorso anno, quando le fluttuazioni erano state parossistiche. La deviazione standard del prezzo giornaliero attorno alla media è scesa a 2,4 dollari nei primi sei mesi del 2017, da 6,8 nel 2016 (era 4,2 nel 2000-2006 ma con prezzi mediamente più alti). Quest'anno, quindi, il prezzo ha oscillato in una fascia di 5 dollari intorno alla media, che rappresenta comunque quasi il 10%, dai 14 dell'anno scorso.

Prezzi non-oil in aumento... Nella prima metà del 2017 le quotazioni delle materie prime non-energetiche hanno registrato andamenti molto volatili, dopo i ribassi del 2014-2015. Tra gli input alimentari e gli agricoli *non-food* i prezzi sono mediamente già in risalita (mais +4,6% a giugno da inizio anno, grano +11,5%, cotone +5,6%). In alcuni mercati dei metalli l'andamento è ancora prevalentemente di debole e transitorio ribasso (rame -0,3%, ferro -3,2%). Tutte le quotazioni sono sopra le medie di lungo periodo, sia quelle agricole (+26% il cotone dai livelli medi del 1990-2009, +34% il mais), sia soprattutto quelle dei metalli (rame +83%, ferro +102%).

L'offerta di materie prime, in generale, quest'anno diventa relativamente insufficiente rispetto alla forte accelerazione del consumo mondiale. Per alcuni metalli contribuiscono scioperi ed esaurimento di miniere. Perciò, nel 2017 lo scenario che si va determinando è di tendenza al rialzo delle quotazioni, che si estende alla gran parte delle materie prime non energetiche, sebbene con notevoli differenze di intensità. Nel prossimo anno, il generale recupero dei prezzi delle commodity *non-oil* proseguirà, sulla scia del consolidamento della crescita dell'economia mondiale.

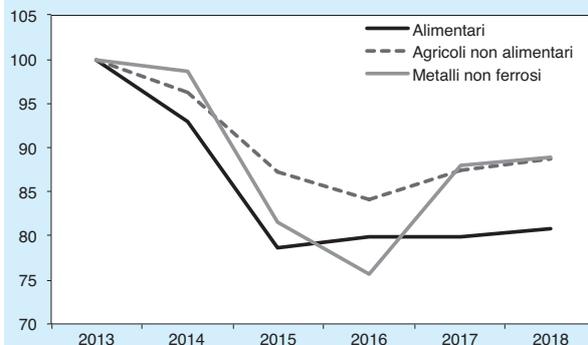
...con equilibrio precario tra domanda e offerta La volatilità dei prezzi di alcune commodity è spiegata da un mercato fisico mondiale con un equilibrio molto stretto e incerto nella stagione in corso, con una domanda che tendenzialmente supera l'offerta. Per il mais, il raccolto è stato

superiore ai consumi nella stagione 2016-17, ma nel 2017-18 è di nuovo caduto sotto la crescente domanda (stime United States Department for Agriculture, USDA); le scorte sono in discesa e molto contenute: 18,5% del consumo annuo mondiale (da 21,7%). Per il cotone, i consumi nel 2017-18 vengono quasi raggiunti dalla produzione, che è in recupero; gli stock sono elevati e in flessione: 75,3% del consumo annuo (100,3% nel 2014-15).

Nel 2018 rincari frenati Nel 2017, in media, le quotazioni dell'aggregato degli input alimentari risulteranno quasi piatte (+0,1%, previsioni Banca Mondiale; Grafico 1.28), mentre un rincaro significativo è atteso per le commodity agricole non alimentari (+4,0%) e ancor più per i metalli non ferrosi (+16,3%), che rimbalzano dopo la caduta del 2016 (-7,2%). Nel 2018 proseguirà, lentamente, la risalita dei prezzi. Le quotazioni alimentari cresceranno a un ritmo maggiore di quest'anno (+1,2%), quelle delle commodity agricole non alimentari invece frenano (+1,4%), così come i metalli non ferrosi (+1,1%).

Grafico 1.28

Lenta risalita per le commodity agricole
(Prezzi in dollari, indici 2013=100)



2017-2018: previsioni Banca Mondiale.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca Mondiale.

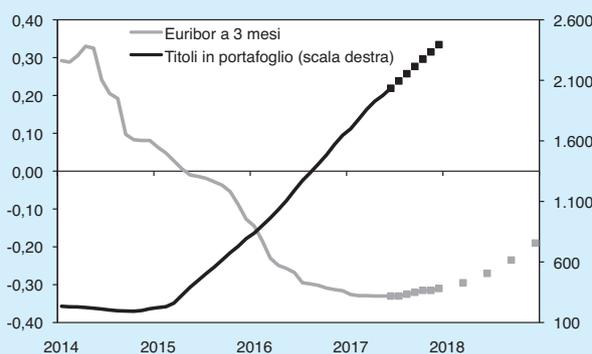
1.2.8 Politiche monetarie

Tassi BCE fermi ai minimi... La BCE sta proseguendo con le misure monetarie iper-espansive, a fronte di un'inflazione ancora troppo bassa nell'Eurozona (+1,4% annuo a maggio, +0,9% l'indice core che esclude energetici e alimentari). Tali interventi sono pensati per stimolare il credito e quindi la domanda interna e i prezzi. La BCE ha più volte sottolineato di essere pronta, se necessario, a varare un'ulteriore espansione del *Quantitative Easing* (QE), cioè gli acquisti di titoli.

Nella riunione dell'8 giugno, la BCE ha ribadito che i tassi resteranno ai minimi attuali (zero sui prestiti alle banche, -0,40% sui loro depositi), dopo la fine del QE. Eliminando, però, dal comunicato la possibilità di tassi ancora più bassi. Non è stata modificata, per ora, l'indicazione di un lasso di tempo molto lungo tra stop agli acquisti di titoli e primo rialzo dei tassi.

Grafico 1.29

BCE ancora iper-espansiva
(Valori % e miliardi di euro, dati mensili)



Da luglio 2017: *future* per l'Euribor, BCE per gli acquisti di titoli.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Thomson Reuters.

La BCE, da oltre due anni, sta riuscendo a tenere giù anche i tassi di mercato. L'Euribor a tre mesi è stabile in territorio negativo, a un livello tra il tasso sui depositi e quello sui prestiti: -0,33% a maggio. *I future* lo segnalano ancora negativo a fine 2018 (-0,11%; Grafico 1.29). In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, è a -1,2% a maggio, un valore molto espansivo.

Nello scenario CSC, la BCE terrà fermi i tassi ufficiali in tutto l'orizzonte previsivo, quindi almeno fino a fine 2018. L'Euribor resterà stabile nella seconda metà del 2017 (-0,32% in media nell'anno) e salirà poco nel 2018 (-0,19% in media).

...e prestiti BCE aumentati con le T-LTRO2... I prestiti della BCE alle banche dell'Eurozona sono cresciuti a 781 miliardi di euro a maggio, da 500 a giugno 2016. Sono costituiti dalle operazioni tradizionali a breve (MRO) per 14 miliardi e da LTRO, T-LTRO e T-LTRO2 per 767 miliardi. L'espansione dell'ultimo anno è stata dovuta alle T-LTRO2, operazioni appena concluse: il totale prestato con tali quattro aste è di 739 miliardi. Le banche hanno, contestualmente, rimborsato buona parte delle precedenti T-LTRO. Al momento, non sono previste altre aste straordinarie.

La BCE ha effettuato a marzo la quarta e ultima operazione T-LTRO2, prestando alle banche dell'Eurozona un totale di 233 miliardi di euro (di cui 63 a istituti italiani). Le aste T-LTRO2, cadenzate ogni tre mesi, hanno durata di 4 anni, perciò tali risorse resteranno nei bilanci delle banche fino a marzo 2021, salvo rimborsi anticipati. Le risorse fornite con le T-LTRO2 sono condizionate all'erogazione di credito. Il costo base è pari a quello sulle MRO (cioè zero), con un forte incentivo affinché le banche utilizzino i fondi BCE per erogare prestiti a famiglie e imprese: se faranno effettivamente crescere il credito oltre determinate soglie, beneficeranno di tassi più bassi, quindi negativi, fino a un minimo pari al tasso sui depositi (-0,40%). L'obiettivo è sostenere il credito, accrescendo nelle banche disponibilità di risorse e incentivi a prestare. L'ammontare prestato a marzo è stato molto maggiore rispetto alle aste di dicembre (62 miliardi) e settembre 2016 (45 miliardi); inferiore rispetto alla prima asta di giugno 2016 (399 miliardi), quando le banche avevano restituito 368 miliardi presi in prestito con le precedenti aste BCE (T-LTRO).

I prestiti BCE restano importanti per molte banche in diversi paesi (256 miliardi presi dagli istituti italiani), per il persistere di difficoltà di altre forme di raccolta o per usufruire del costo nullo (o negativo). Le T-LTRO e le T-LTRO2 hanno favorito la riduzione del costo del credito in vari paesi, compresa l'Italia. Con queste aste, però, se la domanda delle banche è bassa, la BCE non riesce ad accrescere quanto vorrebbe il proprio bilancio e lo stimolo monetario all'economia.

...con portafoglio titoli BCE in rapida espansione... La BCE sta continuando ad allentare la politica monetaria con il QE: acquista titoli al ritmo di 60 miliardi di euro mensili. Lo farà sicuramente fino a dicembre. Ma il QE dell'Eurozona è un programma "aperto": se la BCE non avrà evidenza che l'inflazione stia tornando in linea con l'obiettivo, gli acquisti proseguiranno oltre tale data. Secondo vari analisti, già nella riunione di settembre la BCE potrebbe varare un ulteriore allungamento del QE di 6-9 mesi, fino a giugno-settembre 2018, a un ritmo inferiore a 60 miliardi.

Lo stock di titoli nel bilancio BCE è salito a 2.045 miliardi a giugno, da 191 nell'ottobre 2014 (+1.854). Gran parte degli acquisti riguardano i titoli pubblici: 1.593 miliardi, di cui 279 italiani. Gli acquisti di *covered bond* emessi da banche dell'Eurozona ammontano a 223 miliardi, quelli

di titoli cartolarizzati ABS (*Asset Backed Securities*) a 24 miliardi, 94 quelli di bond emessi da imprese non bancarie. I titoli provenienti da vecchi programmi ammontano a 112 miliardi.

Tali acquisti tengono bassi i tassi a medio-lungo termine, in particolare sui titoli sovrani, e debole l'euro, favorendo credito e attività economica. Grazie all'intervento BCE i rendimenti dei titoli pubblici nell'Eurozona restano contenuti, sebbene siano aumentati dai minimi dell'estate 2016: a giugno in media 2,11% il BTP decennale (da 1,12%) e 0,27% il Bund (-0,13%, Grafico 1.30).

Attraverso gli acquisti di titoli la BCE sta ampliando rapidamente il proprio bilancio: 4.233 miliardi a giugno, più che raddoppiato dai minimi dell'ottobre 2014 (1.988 miliardi). La dimensione del bilancio BCE è ai massimi storici ed ha ormai superato i livelli della FED (3.992 miliardi di euro, al cambio corrente). L'espansione proseguirà grazie al QE ancora almeno per 6 mesi, per altri 360 miliardi.

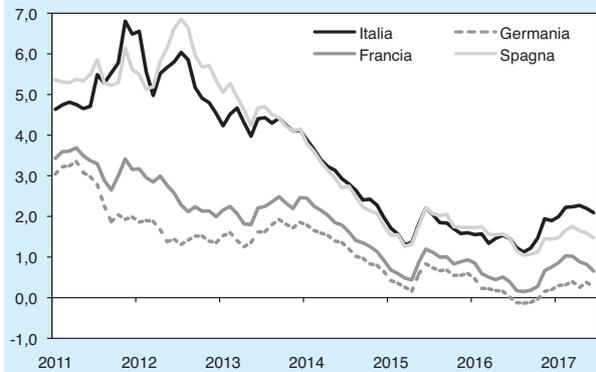
...mentre continuano a salire i depositi in BCE I depositi delle banche dell'Eurozona presso la BCE sono saliti ai massimi storici: a giugno 608 miliardi nella *deposit facility* (da 24 nel settembre 2014) e 1.168 nel *current account* (da 186), per un totale di 1.776 miliardi (da 210). L'aumento dei depositi presso Francoforte sta avvenendo, da fine 2014, in parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE, anche se a una velocità minore. Le banche colgono l'opportunità di tali acquisti per alleggerire il portafoglio titoli e parcheggiano buona parte della liquidità che ne ricavano presso la BCE. I depositi in BCE sono poi balzati a marzo in occasione dell'ultima T-LTRO2, nonostante gli incentivi a erogare credito collegati ai fondi presi in prestito con questo tipo di aste. Tutto ciò avviene nonostante la remunerazione negativa dei depositi: gli istituti, da tre anni, devono pagare per tenere liquidità presso Francoforte, come sanzione per limitare il parcheggio di fondi.

Tutto ciò riduce l'efficacia della politica monetaria nel favorire il credito. Le risorse effettivamente immesse nel sistema bancario possono essere misurate con la somma dei prestiti BCE e dei titoli acquistati, a cui vanno sottratti i depositi delle banche. L'espansione risulta minore, ma comunque significativa: 1.048 miliardi di euro a giugno, da 459 nel settembre 2014 (+589 miliardi).

La FED prosegue il rialzo dei tassi... Il tasso di riferimento FED è stato alzato il 14 giugno a 1,00-1,25% (1,16% il tasso effettivo). Da fine 2015, la FED ha realizzato finora quattro rialzi. La disoccupazione USA è già scesa a un livello (4,3% a maggio) inferiore al valore di lungo periodo indicato dai membri del FOMC (4,7%-5,0%). La dinamica dei prezzi è poco sotto l'obiettivo del +2,0% annuo (+1,9% l'indice totale a maggio, +1,7% al netto di energia e alimentari). Le attese

Grafico 1.30

Rendimenti sovrani sopra i minimi (Titoli a 10 anni, valori %, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

di inflazione, misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi, si mantengono vicino ai valori desiderati (+1,7% a giugno, da +2,0% a marzo).

La FED ha confermato il sostanziale raggiungimento di uno dei suoi due obiettivi, quello sul mercato del lavoro. Ma ha sottolineato di guardare ancora con attenzione alla risalita della dinamica dei prezzi, agli sviluppi nell'economia globale e a eventuali turbolenze nei mercati finanziari.

Vari esponenti del FOMC negli ultimi mesi hanno aperto la porta a un totale di tre rialzi dei tassi quest'anno, ribadendo l'approccio contingente ai dati in uscita. Inoltre, alla riunione FOMC del 14 giugno si è confermato che, 12 membri su 16 ritengono opportuno alzare i tassi quest'anno almeno tre volte. In media, i membri del FOMC hanno segnalato un livello desiderato del tasso ufficiale pari a 1,25%-1,50% a fine 2017 e a 2,00%-2,25% a fine 2018, ovvero tre rialzi nel 2017 e altri tre nel 2018. Negli ultimi anni, comunque, il sentiero "desiderato" dei tassi è stato più volte rivisto al ribasso dal FOMC. Tutto ciò indica, secondo diversi analisti, un ulteriore ritocco a settembre o, più probabilmente, a dicembre. Un rialzo che resta condizionato al fatto che i nuovi dati confermino gli attesi ulteriori progressi sui prezzi e che si attenui l'incertezza sullo scenario.

...ma i mercati se ne attendono meno I mercati si attendono tassi FED in aumento più graduale: l'interbancario a tre mesi USA è salito all'1,29% a giugno e il *future* lo pone a 1,43% a fine 2017 e a 1,72% a fine 2018 (Grafico 1.31). Ciò è coerente con altri due rialzi di un quarto di punto entro fine 2018. Secondo le stime CME, dopo il rialzo di giugno, la probabilità di un ulteriore ritocco (di 0,25 punti) a settembre è del 13%, quella per dicembre del 44%.

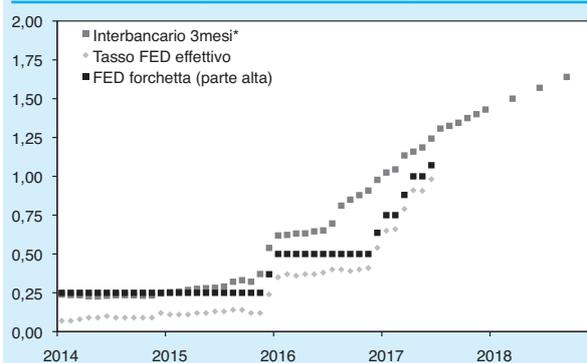
Nello scenario CSC, la FED aumenta ancora il tasso di riferimento a dicembre, di 0,25 punti, chiudendo il 2017 con tre rialzi totali, a 1,25-1,50%. Il ritocco all'insù prosegue con altri due rialzi di pari misura nel 2018, arrivando a 1,75-2,00%. Il tasso interbancario USA sarà in media all'1,28% nel 2017 (da 0,74% nel 2016) e all'1,88% nel 2018.

Si allarga la forbice con la BCE Il tasso FED, quindi, continuerà ad allontanarsi da quello BCE, contribuendo a indebolire l'euro rispetto al dollaro. Il differenziale BCE-FED è pari a -1,16 punti percentuali a giugno (considerando il tasso effettivo negli USA). Nello scenario CSC si attesterà a -0,99 punti in media nel 2017 (da -0,40 nel 2016) e salirà a -1,58 punti nel 2018.

Il sentiero FED di aumenti dei tassi è molto graduale rispetto a precedenti fasi di rialzo (+4,25 punti in due anni nel 2004-2006). Inoltre, il tasso ufficiale rimarrà ancora per un po' di tempo sotto i livelli "neutrali", di lungo periodo (stimati al 3,00% dal FOMC a giugno): con l'incre-

Grafico 1.31

I mercati si aspettano altri rialzi FED (Valori %, dati mensili)



*Da luglio 2017: tassi impliciti nei *future*.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

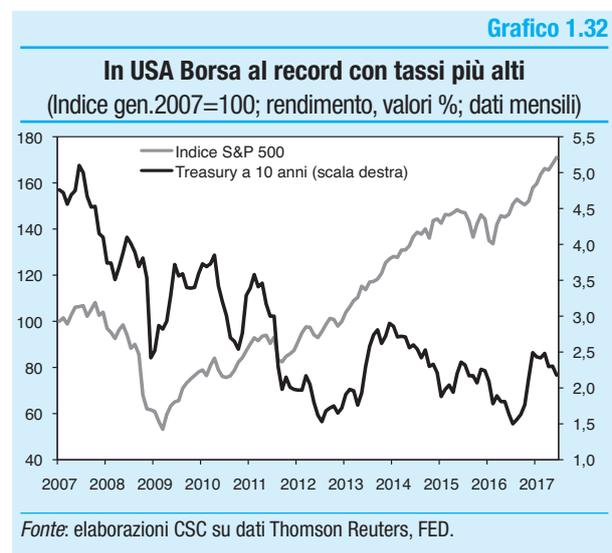
mento atteso nello scenario CSC, a fine 2018 la distanza da colmare sarà di un punto. Durante la normalizzazione la forchetta per il tasso ufficiale resterà con un'ampiezza di 0,25 punti.

FED prossima a ridurre l'enorme stock di titoli La FED continua per ora a reinvestire in nuovi titoli le somme incassate dai rimborsi di quelli giunti a scadenza. Perciò, lo stock accumulato con il QE, chiuso già da tre anni, è stabile: 2.465 miliardi di dollari in titoli pubblici a maggio (55,1% dell'attivo della Banca) e 1.780 miliardi di *Mortgage Backed Securities* (cartolarizzazioni di mutui, 39,8%). La composizione di tale stock, con più bond pubblici che privati, è simile a quella nel bilancio BCE.

La quota di *Treasury* con scadenza sotto i 12 mesi è cresciuta all'11,7% a maggio (da 7,8% a novembre), mentre sono scese quelle dei titoli che maturano tra 1 e 5 anni (48,5%, da 50,5%), a 5-10 anni (14,2%, da 15,6%) e oltre i 10 anni (25,7%, da 26,1%). La ricomposizione verso il breve termine favorirà una più veloce riduzione automatica dello stock di titoli. Il 14 giugno la FED ha annunciato l'atteso avvio, entro il 2017, di tale processo. La strategia adottata è che la Banca Centrale inizierà a ridurre gradualmente il reinvestimento. Il primo step sarà di non reinvestire in nuovi titoli, in un mese, 6 miliardi di dollari provenienti da *Treasury* scaduti e 4 miliardi provenienti da MBS; lo stock, perciò, inizierà a ridursi di 10 miliardi al mese. Il ritmo di riduzione salirà, poi, di 10 miliardi ogni 3 mesi. Entro un anno dall'avvio, cioè entro fine 2018, sarà di 50 miliardi al mese. Non sono previste, invece, vendite di titoli in portafoglio.

1.2.9 Tassi, Borse e Cambi

Tassi sopra i minimi I tassi a lungo termine USA hanno registrato una piccola flessione negli ultimi mesi, ma restano molto sopra i minimi del 2016. La tendenza al rialzo è dettata dalla normalizzazione del tasso ufficiale FED e dalle positive attese sulla crescita economica, che inducono gli investitori a puntare sui titoli più rischiosi. Il rendimento del *Treasury* decennale è sceso al 2,2% a giugno da un massimo di 2,5% a marzo, ma era a 1,5% a metà del 2016. Stabile il tasso a lunga reale, calcolato sui titoli a 10 anni indicizzati all'inflazione, su valori molto più bassi di quelli pre-crisi: 0,4% a giugno, da 2,4% nella prima metà del 2007 (Grafico 1.32).



Borse record Le quotazioni azionarie americane stanno continuamente aggiornando i massimi storici (+8,8% a giugno da inizio anno, indice S&P-500). La volatilità è ai minimi: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni

del mercato, è sceso a 10,8 a giugno, ben sotto i valori pre-crisi (13,1 nella prima metà del 2007).

In Europa le quotazioni di Borsa stanno crescendo più che negli USA: in Germania +11,3% a giugno da inizio anno e in Italia stessa variazione, dove, però, i valori restano del 9,3% inferiori ai massimi del 2015. Le quotazioni bancarie mostrano un aumento in linea con quello dell'indice complessivo (+7,2% in Germania da inizio anno e +13,2% in Italia), pur restando molto sotto i picchi del 2015 (-40,0% e -41,5%).

L'euro si apprezza sul dollaro Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro USA, dopo avere toccato un minimo di 1,04 a inizio 2017, è risalito gradualmente, stabilizzandosi intorno a 1,12 a metà giugno (Grafico 1.33). Rispetto ai massimi del 2014, comunque, l'euro rimane ampiamente svalutato: era a 1,38 nel marzo di quell'anno (-19,0%). Con l'apprezzamento nei confronti del biglietto verde e di altre valute, il cambio effettivo dell'euro è risalito del 3,2% negli ultimi due mesi.

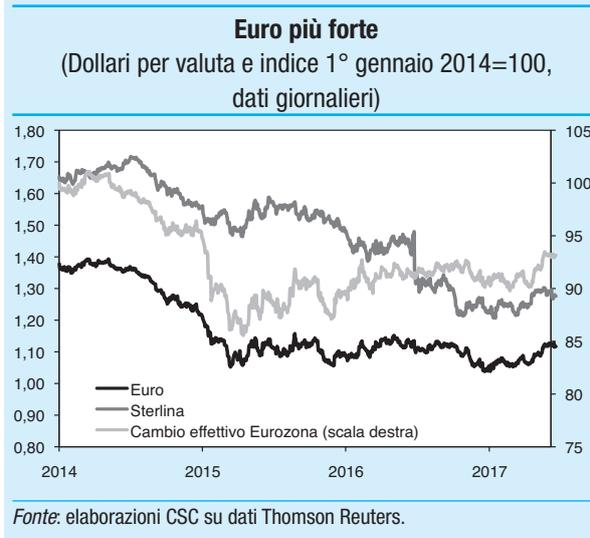
La sterlina, crollata dopo il referendum sulla Brexit del 23 giugno 2016 fino a segnare -17,2% sul dollaro a metà ottobre, è rimasta vicina ai minimi fino a metà marzo 2017 ed è poi risalita fino a inizio giugno (+6,1%); dopo le elezioni dell'8 giugno ha corretto all'ingiù (-1,4%), a causa della maggiore incertezza politica.

Fattori che spingono il cambio giù... L'allentamento monetario che la BCE sta realizzando con il QE resta il principale fattore che indebolisce l'euro. Nella stessa direzione agisce il sentiero di normalizzazione dei tassi ufficiali che verrà seguito dalla FED quest'anno e il prossimo.

...e verso l'alto I saldi dei conti con l'estero, invece, giocano a favore di un rafforzamento dell'euro e di un indebolimento del dollaro. L'Eurozona, infatti, ha un elevato surplus delle partite correnti, pari a 424 miliardi di dollari nel 2016, cioè al 3,6% del PIL (OCSE); mentre negli Stati Uniti si registra un ampio deficit corrente, pari nel 2016 a 481 miliardi di dollari (-2,6% del PIL). Inoltre, la forbice di crescita del PIL tra le due sponde dell'Atlantico si è ristretta, e anche questo agisce in favore dell'euro.

Effetto incertezza politica I movimenti dei mercati valutari, comunque, sono influenzati dalla forte incertezza politica nell'Area euro e negli Stati Uniti. La mancanza di chiarezza riguardo alle prossime decisioni dell'Amministrazione Trump, in materia di politica commerciale e di politica di bilancio, e i dati inferiori alle aspettative sulla crescita USA hanno indebolito il dollaro. Al contrario, i segnali stabilizzanti provenienti dalle urne francesi e dai sondaggi riguardo

Grafico 1.33



alle elezioni tedesche di settembre, insieme ai dati migliori delle attese sull'economia europea, hanno rafforzato l'euro. Restano comunque rischi al ribasso per la valuta unica nell'orizzonte previsivo, connessi alla scadenza elettorale in Italia e all'ignoto percorso della Brexit.

Il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume un cambio dollaro/euro a 1,12 dalla seconda parte dell'anno corrente in poi. Ciò comporta, aritmeticamente, un livello medio pari a 1,10 nel 2017 e a 1,12 nel 2018. Quindi, nel 2017 si verifica un deprezzamento dello 0,9% rispetto al dollaro e nel 2018 un apprezzamento del 2,1%.