



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**



**LA CRISI  
A UN PUNTO  
DI SNODO**

**TASSI,  
MATERIE PRIME,  
POLITICHE  
DI BILANCIO,  
POPULISMI**

**Dicembre 2016  
N. 28**



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**

**LA CRISI  
A UN PUNTO  
DI SNODO**

**TASSI,  
MATERIE PRIME,  
POLITICHE  
DI BILANCIO,  
POPULISMI**

**Dicembre 2016  
N. 28**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

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

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili all'8 dicembre 2016.

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

# INDICE

Premessa .....	pag.	5
1. Le previsioni .....	»	9
1.1 L'economia italiana .....	»	9
1.2 Il contesto internazionale .....	»	35
 <i>Riquadri</i>		
Cresce l'export di tecnologia italiana .....	»	16
Cresce il lavoro in Italia: di che tipo e per chi? .....	»	22
Crescita mondiale giù di 1 punto se la Cina rallenta di 2 .....	»	37
Le conseguenze economiche delle elezioni presidenziali USA .....	»	43
Ampi margini di miglioramento per il <i>Made in Italy</i> in Cina .....	»	48



## PREMESSA

Nell'ultimo scorcio del 2016 si sono materializzati **nuovi fattori** di contesto internazionale. Sono tali per numero e rilevanza da formare uno **snodo cruciale** nel percorso della lunga crisi. Una svolta positiva potrebbe affacciarsi.

1. La **politica di bilancio** torna in auge per rilanciare la domanda interna. In USA il programma del Presidente eletto Trump è in tal senso esplicito e può contare sulla maggioranza repubblicana al Congresso. Il Regno Unito ha abbandonato la precedente linea di austerità. La Commissione europea ha proposto per l'insieme dell'Eurozona di varare misure espansive per lo 0,5% del PIL.

2. Tra fine estate e autunno la **ripresa** si è irrobustita in tutte le principali economie del pianeta, avanzate ed emergenti. Il commercio mondiale è cresciuto dello 0,5% nel terzo trimestre e gli indicatori qualitativi disegnano prospettive ancora positive nel quarto. Gli indici PMI stanno registrando un deciso aumento in USA, Cina, Eurozona (trainata dalla Germania)

3. Una maggior **fiducia** si sta diffondendo nei mercati finanziari (con le Borse in rialzo; Wall Street scala record) e tra gli operatori (i consumatori americani hanno espresso in novembre l'ottimismo più alto dal luglio 2007).

Contemporaneamente:

4. i **tassi d'interesse** di mercato sono entrati ovunque in tensione, guidati da quelli americani, con la FED che è pronta a proseguire la normalizzazione della politica monetaria. Mentre la BCE, che non vuol vedere vanificati gli sforzi per comprimere il costo del denaro e risollevarne credito e inflazione, prosegue nelle misure non convenzionali. Anche perciò è prematuro parlare di avvio di un nuovo ciclo rialzista, ma i minimi storici sono alle spalle.

5. Il **petrolio** è tornato a salire: la quotazione del Brent ha toccato il livello più alto dal luglio 2015. Il costo salato della guerra dei prezzi ha indotto i paesi esportatori, OPEC e non, a trovare un accordo per ridurre l'eccesso di offerta. Li spingerà anche a rispettarlo? La storia dei passati insuccessi non depone a favore, ma i benefici per i loro bilanci e redditi sì. L'estrazione americana dovrebbe contribuire a mantenere le quotazioni al di sotto dei 70 dollari al barile. Anche altre materie prime stanno rincarando.

6. L'**inflazione**, spinta dagli input importati e, là dove c'è piena occupazione, dai salari, si allontana dalla pericolosa soglia zero. Sebbene il quadro mondiale di accesa competizione e di veloce progresso tecnologico rimanga deflazionistico.

7. Nel firmamento delle valute il **cambio del dollaro** è diventato più luminoso e le attese divergenze nei tassi e nei ritmi di crescita, oltre che l'annunciato incentivo fiscale per far rimpatriare negli Stati Uniti 2.500 miliardi di utili d'impresa detenuti all'estero, favoriscono il biglietto verde.

8. Il **protezionismo** montante è rafforzato dal nuovo orientamento statunitense anche nel caso probabile che le promesse elettorali siano molto diluite dal pragmatismo che prevale quando si entra in carica.

Come leggere tutto ciò?

La tendenza generale è di avversione alla globalizzazione e a tutto ciò che genera, come in ogni fase di rapido e profondo cambiamento, **vincitori e vinti**. I secondi diventano maggioranza elettorale in mancanza di risposte politiche adeguate, l'elaborazione delle quali appare nettamente in ritardo. Perciò s'invocano più **intervento dello stato** e nazionalismo.

In Europa l'incertezza politica, come sottolinea Mario Draghi, è **dominante**. Ne sono penalizzati gli investimenti privati. Nel biennio di previsione 2017-18 gli appuntamenti di confronto democratico interessano quattro delle cinque maggiori nazioni dell'Eurozona.

La lenta crescita mondiale è definita **stagnazione secolare** per sottolineare la natura strutturale del rallentamento da ricondurre a ragioni demografiche e a minori guadagni di produttività. Ciò è vero soprattutto nella UE.

Grazie a un diverso mix di politica economica, con bilanci pubblici che provano ad essere più espansivi, si può tentare di uscire dalla **trappola** di aspettative negative che si autoalimentano. Oltre che contribuire ad attenuare gli squilibri nell'Eurozona.

L'**Unione europea** non può più eludere la necessità di proseguire lungo la strada dell'**integrazione**, portando a compimento l'Unione bancaria e iniziando ad adottare qualche forma di politica di bilancio comune, anche su singole voci che abbiano una grande rilevanza per l'opinione pubblica, come i costi di accoglienza e integrazione degli immigrati.

La UE, inoltre, deve puntare sull'**industria manifatturiera**, come motore di sviluppo. Solo se più coesa e con più solide basi industriali può fronteggiare il confronto con i sistemi statunitense e cinese.

In questo scenario l'economia italiana torna ad avanzare, lentamente e a corrente alternata. E il CSC di conseguenza rivede al rialzo le **previsioni** diffuse lo scorso settembre.

Le nuove stime del CSC, però, non tengono conto delle potenziali conseguenze della crisi di governo che si è aperta da pochi giorni e che, se non si dovesse sviluppare in modo ordinato, potrà **peggiore le aspettative** di famiglie e imprese, oltre che dei mercati finanziari, e incidere sulla già fragile risalita della domanda interna e delle attività produttive. L'eventuale instabilità politica depotenzierebbe gli stessi incentivi agli investimenti.

Le elaborazioni del CSC indicano che il **PIL** aumenta dello 0,9% nel 2016 (+0,7% a settembre), dello 0,8% nel 2017 (+0,5%) e dell'1,0% nel 2018<sup>1</sup>. Per quest'ultimo anno si considera non praticabile l'aumento delle imposte indirette, introdotto quale ennesima clausola di salvaguardia, per 1,2 punti percentuali di PIL; da ciò un maggior deficit pubblico rispetto a quanto indicato dal governo.

Alla fine del prossimo biennio l'**occupazione** avrà recuperato 905mila unità rispetto ai minimi di fine 2013, ma sarà ancora di 1,1 milioni di unità inferiore al massimo d'inizio 2008.

<sup>1</sup> Per il dettaglio delle previsioni sull'economia italiana e sul resto del Mondo esterno si rimanda ai capitoli ad essi dedicati.

La revisione al rialzo delle previsioni si fonda su **quattro ragioni**.

Anzitutto il ritocco all'insù delle cifre della prima metà del 2016. In secondo luogo, l'andamento migliore dell'atteso nella seconda metà. Il risultato è che il Paese entra nel 2017 con un po' più di **slancio** e meccanicamente ciò eleva, a parità di altre condizioni, di due decimi di punto percentuale la crescita nell'anno prossimo.

La terza e quarta ragione stanno nella **Legge di bilancio** che prevede il ricorso a un po' più di flessibilità nel rapporto deficit/pil e un forte effetto leva sugli investimenti in macchinari, grazie agli stimoli fiscali che impattano in maniera differita sui conti pubblici.

In direzione opposta, invece, opera sul PIL il più rapido **rincaro del petrolio**, che sottrae potere d'acquisto ai consumatori ed erode i già bassi margini delle imprese.

In queste previsioni l'incertezza politica, come già detto, rappresenta un significativo **rischio al ribasso**. E se è vero che il Paese è abituato ai cambi di governo, questa volta ciò avviene in un contesto di arretramento del benessere e di sfilacciamento sociale e politico che non ha precedenti nel dopoguerra.

Un dato su tutti: i **poveri assoluti** sono 4,6 milioni, con un incremento del 157% rispetto al 2007, in maggior parte tra i giovani e al Sud. Mentre aumenta l'emigrazione (soprattutto giovanile) all'estero e diminuisce la mobilità territoriale interna.

In definitiva i gravi **problemi e ostacoli** strutturali rimangono e richiedono di essere affrontati. Alta disoccupazione, soprattutto tra i giovani. Elevate sofferenze bancarie e difficoltà nell'erogazione del credito. Margini delle imprese poco sopra i minimi storici. Edilizia quasi ferma. Competitività di costo erosa. Elevata tassazione. Lentezza della giustizia. Tempi lunghi e incerti di risposta della pubblica amministrazione. Norme numerose e di difficile interpretazione e applicazione.

Su alcuni di questi si è cominciato a operare e qualche risultato apprezzabile è iniziato ad arrivare. Le **misure adottate** non vanno interrotte, semmai rafforzate.

Nel **confronto internazionale**, infatti, l'Italia ha perso terreno e al ritardo pregresso si associa il miglioramento operato da altri paesi nella competizione per attrarre investimenti e talenti. Cosicché toccherebbe marciare a velocità doppia per chiudere il divario.

Per far sì che l'Italia torni a crescere a ritmi più elevati è indispensabile mantenere alta la tensione verso la **questione industriale**, in particolare a favore degli investimenti. Occorre evitare che finisca su un binario morto l'attuazione del Piano nazionale per Industria 4.0. Così come sono determinanti la realizzazione di politiche attive per il lavoro e l'internazionalizzazione, tanto più necessaria quanto più salgono le barriere commerciali.

Un eventuale **traccheggio** non inciderebbe solo sul prossimo biennio, ma avrebbe conseguenze per molti anni a venire. La crescita rimarrebbe troppo bassa per far fronte ai bisogni e alle sfide. Ci sarebbe una grande dissipazione di capitale umano attraverso alta disoccupazione ed emigrazione dall'Italia, specie di giovani.





# 1 LE PREVISIONI

## 1.1 L'economia italiana

### Si consolida il recupero

Il CSC stima che il PIL italiano crescerà dello 0,9% quest'anno, dello 0,8% il prossimo e prevede che accelererà all'1,0% nel 2018.

### Ma alti i rischi al ribasso

Tale previsione si inquadra in un contesto economico generale di estrema vulnerabilità, sul quale nell'arco del prossimo biennio sono elevati i rischi al ribasso. In ambito internazionale la maggiore incertezza deriva: dalla piega che prenderà la nuova politica americana (per ora fatta solo di annunci) quando dovrà fare i conti con il realismo, specie nelle relazioni internazionali; da tempi e modi di uscita del Regno Unito dall'UE (sono ancora in stallo le procedure); dalle consultazioni politiche che si terranno nel 2017-18 in Italia, Francia, Germania e Olanda (e non è escluso nello UK stesso), con campagne elettorali al centro delle quali ci saranno anche i temi legati all'euroscetticismo.

Nel nostro Paese la vittoria del "No" al referendum e la bocciatura della riforma costituzionale hanno aperto la strada a una crisi politica che, se dovesse rivelarsi lunga e disordinata, potrebbe determinare il peggioramento delle aspettative delle imprese e delle famiglie (il relativo indice di fiducia è già sceso nei mesi scorsi), oltre che dei mercati finanziari, interrompendo la già fragile risalita della domanda interna che si è registrata negli ultimi trimestri. L'eventuale instabilità politica depotenzierrebbe gli stessi incentivi agli investimenti.

Le nuove stime del CSC, però, non tengono conto delle potenziali conseguenze negative della crisi di governo che è attesa risolversi rapidamente.

Tabella 1.1

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

<sup>1</sup> Fob-fob, valori in percentuale del PIL, <sup>2</sup> valori percentuali, <sup>3</sup> per ULA, <sup>4</sup> valori in percentuale del PIL.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

### Recessione ormai lontana

L'andamento positivo del PIL nel triennio di previsione 2016-2018 viene dopo due anni di recupero: secondo i nuovi profili di crescita recentemente diffusi dall'ISTAT, l'Italia è uscita dalla recessione già nel 2014, quando si è avuto un incremento del PIL dello 0,1%; nel 2015 ha accelerato il passo allo 0,7%.

Stando alla nuova dinamica trimestrale, la seconda recessione della crisi (cominciata nell'estate del 2011) è terminata nella primavera del 2013. Dopo un andamento sostanzialmente piatto fino a tutto il 2014, il

PIL ha acquisito un lento ritmo di incremento dall'inizio del 2015. Fino al terzo trimestre 2016 è avanzato dello 0,23% medio. Secondo le stime del CSC il recupero è continuato anche nel quarto trimestre di quest'anno (+0,15%) ed è previsto procedere nel 2017 a un ritmo medio di +0,27%; frenerà, poi, a +0,22% nel 2018 (Grafico 1.1).

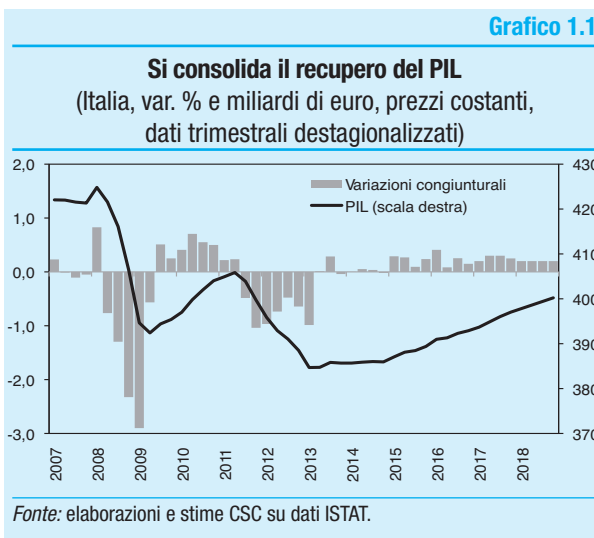
La crescita continuerà a essere sostenuta principalmente dalla domanda interna. In particolare, gli investimenti delle imprese in macchinari e apparecchiature stanno già traendo beneficio dalle misure governative di incentivo agli acquisti di beni strumentali, in vigore per quasi tutto l'orizzonte previsivo; la spesa delle famiglie viene alimentata dal potere d'acquisto in crescita e dal positivo andamento dell'occupazione, oltre che da misure fiscali a sostegno del reddito, già previste nella Legge di bilancio. Le decisioni di consumo e di investimento risentiranno, però, dell'accresciuta incertezza derivante dall'instabilità politica.

### Previsioni riviste al rialzo

Rispetto alle stime di crescita diffuse dal CSC a settembre (+0,7% nel 2016 e +0,5% nel 2017), le attuali sono state riviste al rialzo per una dinamica trimestrale più robusta di quella attesa per quest'anno e per gli effetti espansivi delle recenti misure governative. Il migliore andamento nel 2016 è spiegato in gran parte dal progresso degli investimenti, a fronte di consumi che, pur in recupero, non accelerano nonostante gli incrementi del reddito disponibile reale. In ogni caso, esso determina un trascinarsi dal 2016 più alto di 0,2 punti percentuali, rispetto a quello atteso a settembre, che incrementa, a parità di altre condizioni, la crescita annua del 2017. Sulla quale agisce, inoltre, un più forte aumento degli investimenti grazie alle citate misure varate.

Infine, il diverso numero di giornate lavorative (due in meno) ha un impatto negativo sia quest'anno sia il prossimo di circa 7 centesimi di punto sulla variazione annua del PIL. Nel 2018, di contro, 3 giorni lavorativi in più rispetto al 2017 aggiungeranno poco più di un decimo di punto alla crescita annuale.

Grafico 1.1



### Indicatori qualitativi in stallo

Dopo il ripiegamento dall'inizio del 2016 e fino a tutta l'estate, gli indicatori di fiducia di imprese e famiglie si sono stabilizzati, restando su livelli vicini a quelli raggiunti nel 2014 (Grafico 1.2). L'indice composito di fiducia delle imprese del manifatturiero, delle costruzioni, dei servizi di mercato e del commercio al dettaglio è stato nella media di ottobre e novembre pari a 104,6, contro il 103,9 nel terzo trimestre (109,2 a fine 2015). Nel manifatturiero, in particolare, si sono avute nel passato bimestre e rispetto ai mesi estivi valutazioni più favorevoli su ordini e attese di produzione. Tra i consumatori l'indice di fiducia è rimasto invariato in ottobre-novembre, dopo la forte caduta nei mesi precedenti: saldo a -12,0 da -12,2 tra luglio e settembre (era 0,1 a inizio anno).

Il PMI Markit composito per l'Italia (che sintetizza la dinamica complessiva di manifatturiero e terziario) ha evidenziato una perdita di slancio dell'economia italiana in ottobre-novembre: indice a 51,1, -0,6 sul terzo trimestre (Grafico 1.3). Il dettaglio settoriale indica, però, una riaccelerazione nel manifatturiero, dove le componenti produzione, ordini ed esportazioni segnalano una maggiore vivacità rispetto ai mesi estivi; nei servizi l'attività è giudicata, invece, in rallentamento: l'indice PMI del terziario si è attestato a 51,0 (-0,7 punti rispetto ai mesi estivi) con nuovi ordini, occupazione e aspettative in più debole crescita.

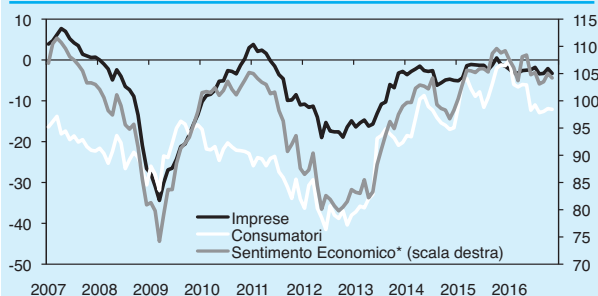
L'indicatore OCSE, che delinea le svolte del ciclo economico con un anticipo di circa un semestre, intravede una dinamica meno positiva del PIL a cavallo tra fine 2016 e inizio 2017. Dopo essere aumentato dello 0,71% da ottobre 2014 a dicembre 2015, da gennaio 2016 è tornato a diminuire accumulando una contrazione dello 0,50%.

### Più consumi...

La spesa delle famiglie nel 2015 è salita dell'1,5%, dopo il +0,4% nel 2014. Secondo il CSC continua ad aumentare a un ritmo gradualmente meno robusto: +1,4% nel 2016, +1,0% nel 2017 e +0,8% nel 2018.

Grafico 1.2

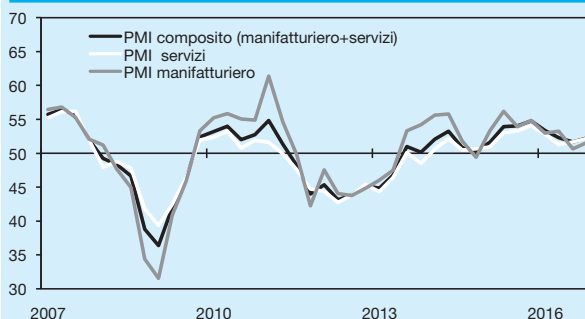
#### Fiducia in stallo dopo la caduta (Italia, saldi delle risposte e indice, media di lungo periodo=100, dati mensili destagionalizzati)



\* Formato dagli indici di fiducia tra le imprese manifatturiere, edilizie, del commercio al dettaglio, degli altri servizi e dei consumatori.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Grafico 1.3

#### I PMI segnalano modesta espansione (Italia, soglia 50=nessuna variazione congiunturale, dati trimestrali)



Per il 4° trimestre 2016 media ottobre-novembre.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

I consumi sono la componente della domanda interna che maggiormente contribuirà al progresso dell'economia italiana nel triennio di previsione.

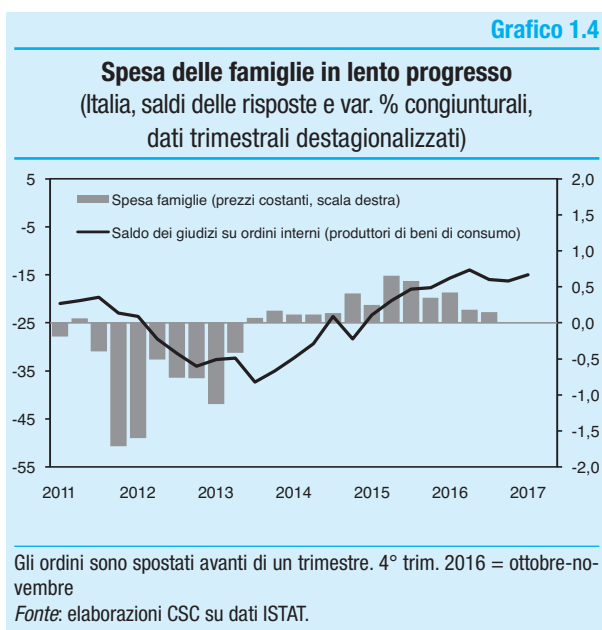
In recupero dall'autunno del 2013, da allora hanno registrato una variazione cumulata del 3,6%. Nel terzo trimestre del 2016 sono aumentati dello 0,1% congiunturale, in progressiva frenata rispetto al +0,7% registrato nel secondo 2015.

Si tratta di incrementi deboli, considerato il fatto che il reddito lordo disponibile reale è aumentato in maniera significativa. Nel primo semestre di quest'anno è salito del 2,1% mentre i consumi delle famiglie solo dello 0,6%. Ciò vuol dire che la propensione al risparmio delle famiglie italiane è salita in misura robusta; e infatti è passata al 9,6% dall'8,1% di fine 2015. L'incremento del risparmio va letto insieme al peggioramento della fiducia dei consumatori, il cui indice è diminuito nello stesso periodo di 12,2 punti (Commissione europea) e ha continuato a peggiorare anche nei mesi estivi. La minore fiducia si traduce in un atteggiamento molto prudente nella gestione dei bilanci familiari e suggerisce un andamento debole dei consumi anche nei mesi autunnali, dopo che in quelli estivi sono aumentati dello 0,1%.

Gli indicatori quantitativi e qualitativi disponibili fino a novembre concordano nel delineare tale debolezza nel quarto trimestre: +0,4% le vendite di auto nel bimestre ottobre-novembre sul terzo trimestre, quando erano salite dello 0,2% (stime CSC; dati stagionalizzati); le valutazioni dei consumatori sui bilanci familiari e sugli indicatori correlati con le decisioni di spesa sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto ai mesi estivi; i giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo nella media ottobre-novembre sono aumentati di 1,3 punti (saldo a -15,0, da -16,3 nel terzo trimestre; Grafico 1.4).

Nel prossimo biennio a favore di ulteriori aumenti della spesa delle famiglie agirà principalmente l'incremento in termini reali del reddito disponibile (+1,2% nel 2017 e +0,9% nel 2018); inoltre, e assai rilevante, contribuirà l'andamento del credito alle famiglie, che nelle statistiche di Banca d'Italia risulta in lento miglioramento e ha già contribuito a sostenerne la spesa nel 2015-2016. La ricostituzione di più elevati livelli di risparmio, previsto aumentare di oltre un punto nel triennio di previsione, frenerà invece maggiori incrementi della spesa.

**...e più investimenti** Dopo avere recuperato l'1,3% nel 2015, gli investimenti sono previsti in progressiva accelerazione: +2,0% nel 2016, +2,1% nel 2017 e +2,4% nel 2018, grazie soprattutto agli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto. Gli investimenti in costru-



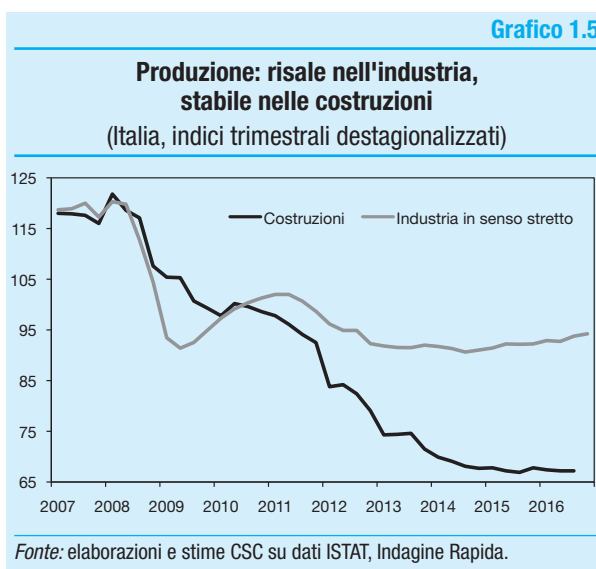
zioni registreranno nel 2016 il primo incremento dopo otto anni di contrazioni: +1,3% che diventa +1,5% nel 2017 e +1,8% nel 2018.

Nel corso della crisi gli investimenti hanno registrato una riduzione di quasi un terzo (-30,0%), a causa della flessione dei consumi, della restrizione di bilancio, del *credit crunch* e della caduta dei margini; tale riduzione ha intaccato in maniera significativa e persistente il potenziale di crescita dell'Italia. I primi segnali di ripartenza degli investimenti si sono avuti all'inizio del 2015; in sette trimestri sono aumentati complessivamente del 3,9% grazie al forte rimbalzo (+51,0%) degli acquisti di mezzi di trasporto (che pesano per il 6% sul totale) e al recupero nella seconda metà del 2015 di quelli in costruzioni (che pesano per il 50%); la spesa in macchinari e attrezzature è aumentata in misura modesta (+0,6% nel periodo).

Gli investimenti in macchinari hanno avuto finora un andamento molto fluttuante: dopo essere aumentati dello 0,5% nel primo trimestre 2016, sono diminuiti dello 0,9% nei mesi primaverili e in quelli estivi hanno registrato un rimbalzo dello 0,7%. Sono previsti avanzare anche nel trimestre in corso e nei successivi e a un ritmo vivace: il saldo dei giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni strumentali, che ha una buona capacità predittiva, è aumentato di 7 punti nella media di ottobre-novembre rispetto al terzo trimestre (a -16 da -23). Gli incentivi fiscali per l'acquisto di macchinari contribuiranno a sostenere ulteriormente i piani di investimento delle imprese fino alla prima metà del 2018. Il basso grado di utilizzo degli impianti, la redditività bassa seppure superiore ai minimi e l'incertezza sono, invece, freni importanti.

**Produzione industriale in recupero** L'attività industriale in Italia risale dall'ultimo trimestre del 2014. Fino al secondo trimestre del 2016, quando si è avuto un incremento dell'1,2% congiunturale, ha accumulato una variazione di +3,5%. A trainarla è stata soprattutto la domanda interna. La risalita, però, non è diffusa a tutti i settori; in alcuni di essi, infatti, si sono avuti ulteriori cali di attività e lo scarto rispetto ai livelli pre-crisi è molto ampio.

Secondo il CSC il quarto trimestre 2016 è iniziato con un incremento in ottobre (+0,7% su settembre) cui è seguito un marginale arretramento in novembre (-0,4%), che ha portato a +0,5% la variazione acquisita (Grafico 1.5). L'incremento della produzione elettrica, in seguito alla chiusura degli impianti nucleari in Francia, potrebbe dare un impulso ulteriore. Mentre le valutazioni degli imprenditori manifatturieri sono piuttosto prudenti. La produzione nelle costruzioni nel terzo trimestre ha avuto un andamento congiunturale piatto dopo un calo dello 0,9% cumulato nei due precedenti trimestri.

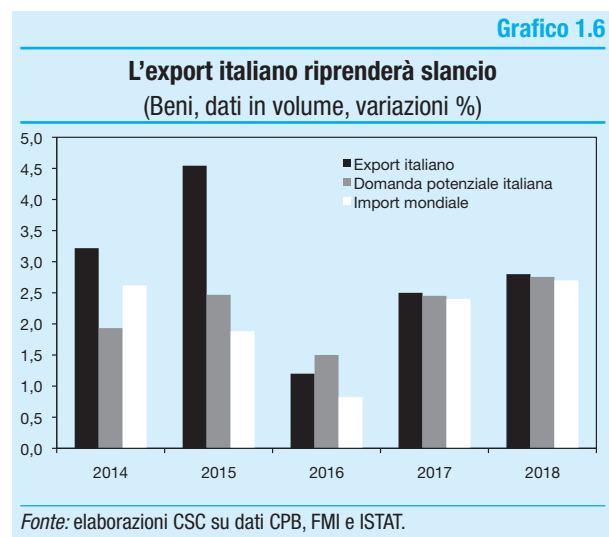


Il quarto eredita una variazione congiunturale di -1,5% e gli indicatori di fiducia, pur in marginale miglioramento nei mesi autunnali, non lasciano intravedere una svolta decisa nel breve periodo.

**Scambi con l'estero in espansione** Nello scenario del CSC le esportazioni di beni e servizi, dopo un incremento dell'1,4% a prezzi costanti nel 2016, cresceranno del 2,4% nel 2017 e del 2,7% nel 2018. Le importazioni, dopo avere registrato un +1,9% nell'anno in corso, aumenteranno del 3,0% nel 2017 e del 3,1% nel 2018. Di conseguenza, il contributo dell'export netto al PIL, pari a -0,1 punti percentuali nel 2016, sarà marginalmente negativo nel 2017 (-0,1 punti) e nullo nel 2018.

L'import, dopo il balzo nel 2015 (+6,0%), è stato frenato nel 2016 anche dal rallentamento dell'export (che incorpora beni e servizi acquistati all'estero); nel biennio previsivo sarà sostenuto, in particolare, dall'accelerazione della domanda interna di investimenti (forti attivatori degli scambi con l'estero). Nel 2018 il livello delle importazioni supererà, dopo undici anni, il massimo raggiunto nel 2007 (+0,9%); quello delle esportazioni sarà più elevato del 10,1%.

Il rallentamento delle vendite all'estero nel 2016 è dovuto, soprattutto, alla frenata dell'import mondiale (+0,8%, dopo +1,9% nel 2015 e +2,6% nel 2014); deboli specialmente gli acquisti dall'estero dei paesi emergenti produttori di commodity, in seguito al crollo delle quotazioni di queste ultime (Brasile, Russia e Arabia Saudita), e delle principali economie in Asia e Oceano Pacifico (Cina, Giappone, Sud Corea e Australia). Poiché l'export italiano è relativamente poco presente in questi mercati, la crescita della domanda potenziale (+1,5%), cioè delle importazioni nei paesi di destinazione dei beni italiani, è stata, per il secondo anno consecutivo, superiore a quella della domanda globale. Le esportazioni di merci italiane, però, dopo avere registrato una performance migliore della domanda potenziale nei precedenti cinque anni (a eccezione del 2013), nel 2016 sono cresciute di meno (+1,2%), anche a causa dell'apprezzamento del tasso di cambio (+2,2% in termini effettivi nominali; stime CSC). Nel biennio di previsione l'accelerazione della domanda globale, sostenuta dalla maggiore crescita negli Stati Uniti (con gli annunciati stimoli di bilancio) e nei paesi emergenti (anche grazie alla risalita dei prezzi delle commodity), e il venir meno del freno del cambio (-0,1% in termini effettivi nominali nel 2017) favoriranno la ripartenza dell'export italiano a buoni ritmi, appena superiori a quelli della domanda potenziale (Grafico 1.6).



Nel terzo trimestre del 2016 le esportazioni di beni e servizi sono aumentate marginalmente (+0,1% sul secondo, quando avevano registrato +2,1% sul primo). La variazione acquisita nell'anno in corso, pari a +1,1% sul 2015, risulta da un robusto incremento delle vendite intra-UE (+3,5%, nonostante una riduzione nel terzo trimestre) e da un calo di quelle extra-UE (-1,9%, seppure in risalita negli ultimi due trimestri). Questa performance è riconducibile alle esportazioni di servizi che hanno registrato una crescita robusta (+1,3% nel terzo trimestre; +2,1% acquisito nel 2016), anche grazie al buon andamento del turismo. Fiacca, invece, la dinamica delle vendite all'estero di beni (-0,1% trimestrale e +0,8% acquisito), anche per il calo nei mesi estivi dell'export di beni di consumo e di energia.

Le prospettive per la fine dell'anno sono moderatamente positive, secondo gli indicatori qualitativi degli ordini esteri nel settore manifatturiero: nella media ottobre-novembre il saldo dei giudizi delle imprese (ISTAT) è salito di 1,7 punti rispetto al terzo trimestre (dopo +1,7 sul secondo) e la componente PMI (Markit) si è consolidata a 51,8 (da 51,5 nei mesi estivi). Ciò è coerente con i segnali di rafforzamento della crescita mondiale.

Nell'ultimo biennio le ragioni di scambio di beni e servizi italiani sono state fortemente sostenute dai bassi prezzi del petrolio e delle altre commodity, registrando +2,2% nel 2015 e +2,6% nel 2016 (quando sono state favorite anche dall'apprezzamento del cambio). Nello scenario CSC, con la risalita delle quotazioni delle commodity e la stabilizzazione del cambio, le ragioni di scambio registreranno una correzione all'ingiù nel 2017 (-0,3%) e una variazione nulla nel 2018.

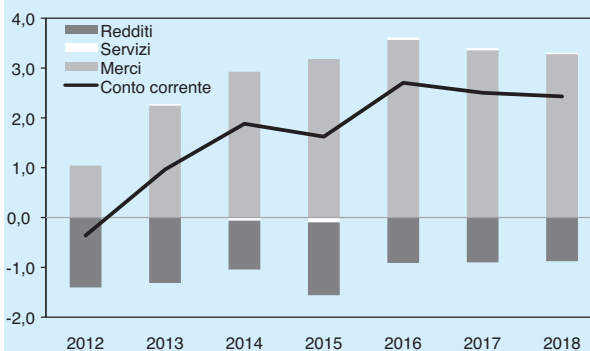
### Alto il surplus corrente

Il saldo della bilancia commerciale, grazie anche al miglioramento delle ragioni di scambio, ha registrato attivi pari al 3,2% del PIL nel 2015 e al 3,5% nei primi nove mesi del 2016 (dati destagionalizzati, Banca d'Italia), livelli massimi dal 1996. La caduta delle quotazioni petrolifere, in particolare, ha permesso il ridimensionamento del deficit energetico dal 3,6% del PIL nel primo trimestre del 2013 all'1,6% nel terzo dell'anno in corso. Nello scenario del CSC, con la risalita dei prezzi delle commodity, il surplus commerciale si attesterà al 3,4% del PIL nel 2017 e al 3,3% nel 2018 (Grafico 1.7).

Il saldo dell'interscambio di servizi, pari a -0,1% del PIL nel 2015, sostenuto anche dal surplus della bilancia tecnologica (si veda il riquadro *Cresce l'export di tecnologia italiana*), è risultato nullo nei primi nove mesi del 2016, grazie anche al maggiore surplus della voce "viaggi", ed è atteso rimanere su questi livelli nel 2017 e nel 2018. Il saldo dei redditi, rivisto al ribasso a -1,5% del PIL nel 2015 (-0,5 punti percentuali rispetto alle stime precedenti, pari a -8,3 miliardi

Grafico 1.7

### Il surplus commerciale sostiene la bilancia corrente (Italia, saldi in % del PIL)



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



di euro) con il recepimento dei dati della rilevazione annuale presso le imprese (specie riguardo ai redditi da investimenti diretti), ha registrato un passivo pari allo 0,7% del PIL nei primi tre quarti del 2016 ed è atteso stabilizzarsi a -0,9% del PIL nel biennio di previsione. Il surplus delle partite correnti, dopo la correzione statistica all'ingiù registrata nel 2015 (all'1,6% del PIL), si è attestato al 2,8% del PIL nei primi nove mesi dell'anno in corso e scenderà al 2,5% nel 2017 e al 2,4% nel 2018.

A metà 2016 la posizione patrimoniale netta verso l'estero era pari a -19,4% del PIL, con un miglioramento sul trimestre precedente di quasi 4 punti percentuali, dovuto in gran parte ad aggiustamenti positivi di valutazione (anche per la caduta delle quotazioni azionarie, che ha ridotto il valore delle attività finanziarie italiane detenute da investitori esteri) e per circa un quinto all'avanzo di parte corrente. Inoltre, la revisione delle serie storiche, per incorporare le attività detenute all'estero emerse con la procedura di collaborazione volontaria (*voluntary disclosure*), ha comportato una riduzione del saldo debitorio di quasi 3 punti di PIL.

### Cresce l'export di tecnologia italiana

Nel 2015 la bilancia tecnologica italiana ha registrato un attivo per il quarto anno consecutivo. Il saldo è migliorato sensibilmente, passando da un deficit di 3,2 miliardi di euro nel 2009 (-0,2% del PIL) a un surplus di 1,1 miliardi nel 2015 (+0,1% del PIL). La bilancia tecnologica è composta dagli scambi di servizi tecnologici, che sono stati oggetto di una recente riclassificazione<sup>1</sup> e che misurano la capacità di un paese di competere sui mercati delle nuove tecnologie, vendendo all'estero e acquistando dal resto del mondo brevetti, marchi, servizi in R&S, di informatica, architettura e ingegneria e altri servizi tecnici; non comprendono, invece, la tecnologia incorporata nei prodotti.

Il conseguimento del surplus nella bilancia tecnologica italiana è dovuto proprio all'espansione del *made in Italy* sui mercati esteri: le vendite sono aumentate da 6,4 miliardi di euro nel 2009 a quasi il doppio (11,9 miliardi di euro) nel 2015, con un tasso di crescita medio annuo dell'11,0%, mentre gli acquisti sono passati da 9,6 a 10,8 miliardi di euro, con un incremento molto più contenuto (+2,0% medio annuo). L'export degli altri servizi, cioè esclusi quelli tecnologici, è aumentato a ritmi molto più bassi (+3,3% medio annuo); l'import a un passo simile (+2,4%), rispecchiando la debole dinamica della domanda interna italiana (Grafico A).

La robusta crescita delle esportazioni italiane di servizi tecnologici ha una duplice valenza positiva: comporta un miglioramento dei conti con l'estero; soprattutto, segnala una maggiore competitività in attività ad alto contenuto di innovazione e valore aggiunto, che gene-

<sup>1</sup> Il nuovo metodo di rilevazione prevede il *direct reporting*, ossia le imprese stesse indicano alla Banca d'Italia la tipologia di transazione internazionale che hanno realizzato, ed esclude dalla bilancia tecnologica le attività intangibili diverse dalla compravendita di brevetti e licenze (come, per esempio, la compravendita di diritti di emissione). Secondo il nuovo manuale di bilancia dei pagamenti (BPM6), inoltre, la compravendita di brevetti e licenze non è più inclusa nel conto capitale ma tra i servizi, in quanto essa costituisce un compenso per l'uso della proprietà intellettuale.

rano posti di lavoro *high skilled* e ben remunerati e sono strategiche per sostenere il potenziale di crescita economica.

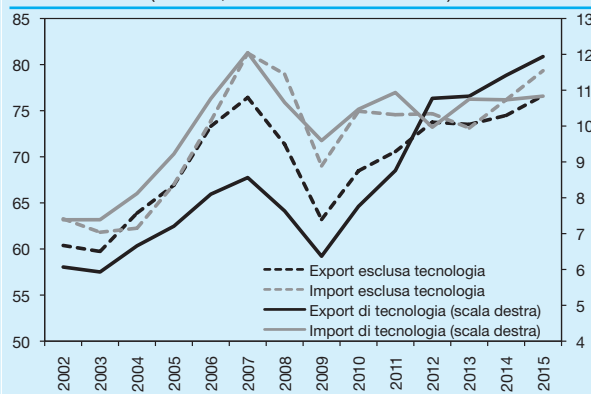
Quasi il 60% delle vendite all'estero di servizi tecnologici proviene dalle imprese manifatturiere, in particolare nei settori di computer e prodotti dell'elettronica (15,9% del totale), mezzi di trasporto (12,5%), veicoli a motore (11,6%), prodotti petroliferi e chimici (9,9%), macchinari (5,6%) e prodotti farmaceutici (5,1%). La restante parte è imputabile, in larga misura, ai servizi professionali, scientifici e tecnici (15,8%) e di comunicazione e informazione (14,8%). Ciò conferma che, specialmente nel manifatturiero, è in atto una continua e intensa innovazione, che punta sulle nuove tecnologie, anche se con bassa spesa registrata in attività di R&S.

L'Italia registra, comunque, un gap rispetto ad altri paesi avanzati. In particolare, le sue esportazioni di servizi tecnologici erano pari allo 0,7% del PIL nel 2014 contro il 2,0% della Germania, l'1,5% del Regno Unito e l'1,4% della Spagna. Le vendite all'estero di servizi tecnologici di Giappone e Stati Uniti (entrambe pari allo 0,8% del PIL) erano su livelli simili a quelli delle esportazioni italiane, ma il surplus con l'estero era maggiore (0,7% del PIL in Giappone e 0,3% negli USA; Grafico B).

I servizi informatici, di architettura e ingegneria e gli altri servizi tecnici (classificati come "servizi con contenuto tecnologico") hanno costituito nel 2015 circa il 50% delle esportazioni italiane di tecnologia; la ricerca e sviluppo finanziata dall'estero il 27%; la compravendita di brevetti e licenze e il commercio in marchi di fabbrica e disegni industriali (denominati, rispettivamente, "commercio in tecnologia" e "transazioni riguardanti la proprietà industriale"), cioè i compensi per l'uso della proprietà intellettuale, ne rappresentano il 23%. I conti con l'estero sono miglio-

Grafico A

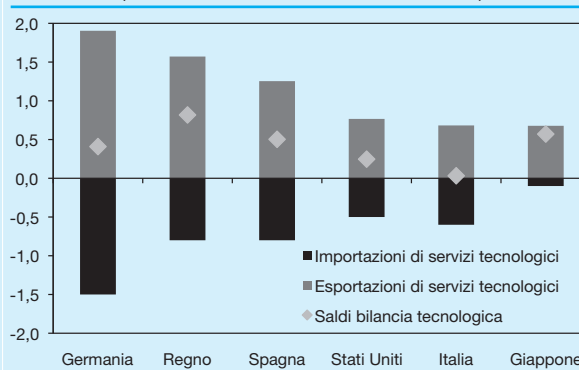
### In forte crescita l'export di servizi tecnologici italiani ma... (Servizi, dati in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

Grafico B

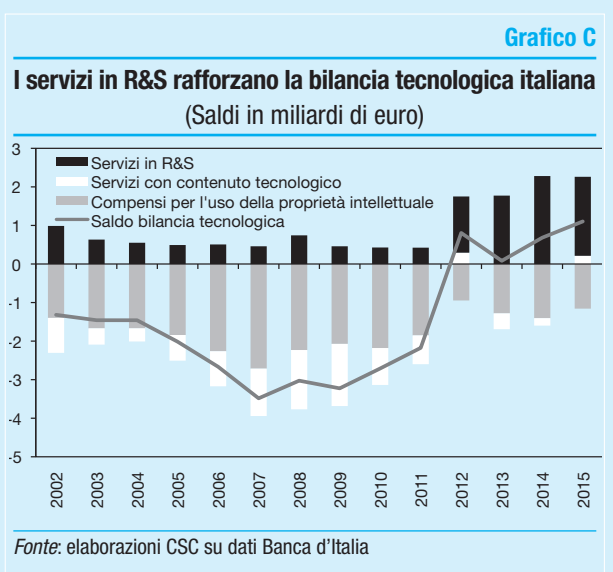
### ...su livelli più bassi rispetto ai principali competitor (Dati in % del PIL, media 2012-2014)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE, FMI e Banca d'Italia

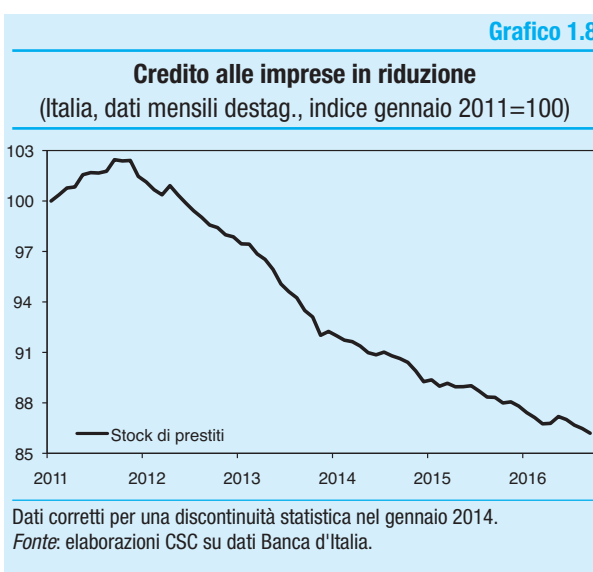
rati in tutte le categorie: il surplus in R&S è aumentato da 0,5 miliardi nel 2009 a 2,0 nel 2015, il saldo nei servizi con contenuto tecnologico è passato da -1,6 a +0,2 miliardi e il deficit nel commercio in tecnologia e proprietà intellettuale si è ridotto da 2,1 a 1,2 miliardi (Grafico C).

I principali mercati di sbocco dell'export italiano di tecnologia sono quelli UE, destinazione del 49,6% delle vendite all'estero; seguono gli altri paesi europei (18,2%), il Nord America (12,9%) e l'Asia (10,3%). I principali paesi importatori sono la Svizzera (destinazione del 13,7% dell'export italiano), gli Stati Uniti (12,6%), la Germania (11,0%) e la Francia (6,8%).



**Credito alle imprese in flessione**

Nel 2016 il credito bancario per le imprese italiane è in calo, per il quinto anno consecutivo (Grafico 1.8). I prestiti erogati sono diminuiti anche in settembre (-0,3%), dopo il calo di agosto (-0,2%; dati destagionalizzati CSC). Non ci sono ancora segnali di inversione di tendenza nello stock di prestiti, anche se alcuni indicatori segnalano un miglioramento del mercato del credito rispetto alla fase peggiore del *credit crunch*. Nei primi tre trimestri del 2016 si registra un -0,2% medio al mese dei prestiti, un ritmo di caduta superiore a quello del 2015 (-0,1%); anche nel manifatturiero si ha una flessione (-0,1% al mese nel 2016). Lo stock di credito totale è del 15,9% inferiore al picco del settembre 2011 (-146 miliardi). Ciò è il risultato di varie forze opposte.



Il credito è sostenuto dalle misure iper-espansive della BCE (QE, tassi negativi, prestiti TLTRO2), che accrescono per gli istituti bancari l'incentivo a erogare prestiti, anche abbassandone il costo della raccolta e migliorandone i bilanci con l'aumento dei prezzi dei titoli in portafoglio.

L'ombrello protettivo BCE, inoltre, attutisce l'impatto di eventuali shock sui rendimenti sovrani in Italia (come avvenuto con la Brexit a giugno e di recente in vista del referendum costituzionale italiano).

Altre forze agiscono, da tempo, in direzione contraria, frenando l'erogazione di credito. Il sistema bancario italiano continua a confrontarsi con vari problemi: la scarsa qualità del credito, la bassa redditività, la stretta regolatoria già attuata e in fase di studio che crea incertezza e accresce l'avversione al rischio delle banche.

A ciò si sono sommati altri fattori sfavorevoli. Anzitutto, il rialzo dei tassi a livello mondiale, in particolare di quelli a lungo termine sulla scia dell'aumento del rendimento dei *Treasury* decennali negli USA. Ciò ha spinto al rialzo anche il BTP decennale italiano e questo peserà sul costo della raccolta a quindi del credito. Inoltre, gli effetti economici dell'esito del referendum in Italia del 4 dicembre rischiano di farsi sentire soprattutto via sistema bancario. Già prima del voto, l'attesa per un responso sfavorevole delle urne ha aumentato l'incertezza, appesantito l'andamento delle quotazioni azionarie delle banche in Borsa già molto deboli (-48,7% da inizio anno) e contribuito all'aumento del rendimento del BTP decennale (intorno al 2%). La bocciatura della riforma costituzionale potrebbe frenare gli investitori esteri e rendere più difficili le ricapitalizzazioni di specifici istituti creditizi. Insieme ai timori di nuove difficoltà dell'economia, ciò rischia di alimentare la prudenza delle banche nell'assunzione di rischio di credito.

Insieme all'incremento del capitale che le imprese italiane stanno realizzando, la riduzione dello stock di credito conduce a un minor grado di indebitamento bancario e a una più bassa leva (*de-leveraging*). Mentre le maggiori risorse proprie rafforzano senza dubbio i bilanci, il minor credito, secondo gli indicatori qualitativi deriva maggiormente dalla stretta dal lato dell'offerta, piuttosto che da una minor richiesta delle imprese. La chiusura dei rubinetti del credito, quindi, è un processo che le aziende hanno subito, non voluto e che mette in difficoltà ancora molte di esse.

La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti è risalita: 8,9% a settembre, da 7,5% a giugno (indagine ISTAT). Il razionamento resta inferiore al picco dell'estate 2013 (16,6%), ma è sopra i valori di fine 2010 (5,7%). Questi dati, inoltre, non includono la quota di aziende che non hanno fatto nemmeno richiesta, scoraggiate da precedenti rifiuti.

La disponibilità di liquidità in azienda, rispetto alle esigenze operative, è salita negli ultimi mesi oltre i valori pre-crisi: saldo a 36 a novembre nel manifatturiero, da 11 a inizio 2013 (32 in media nel 2007; indagine ISTAT). Inoltre, le attese sulla liquidità delle imprese industriali e dei servizi sono positive e in miglioramento (+11,6 per il 4° trimestre il saldo delle risposte, da +8,8 nel 3°; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, le attese sulla liquidità restano negative, anche se in miglioramento (-18,6 il saldo nel 4° trimestre, da -32,9 a fine 2015). Questi dati indicano, nel complesso, un minor fabbisogno di credito a breve termine, per finanziare l'attività corrente, rispetto alla fase peggiore della crisi.

I dati qualitativi raccolti presso le banche indicano che le condizioni di offerta di credito alle imprese sono rimaste invariate nel terzo trimestre 2016, dopo i lenti miglioramenti registrati da fine 2014 (*Bank lending survey*). Le banche hanno continuato a ridurre il margine di interesse

medio sui prestiti, ma hanno lasciato invariate le altre condizioni: criteri sull'ammontare, garanzie, scadenze. Il forte inasprimento del 2011-13 e del 2007-09 continua a frenare le erogazioni. Nel terzo trimestre 2016 le attese sull'andamento di specifici settori o imprese e dell'economia in generale non hanno più contribuito a un allentamento dell'offerta. Inoltre, fin da inizio anno le banche giudicano neutrali, anziché più favorevoli, la loro posizione patrimoniale, la disponibilità di liquidità, la raccolta sui mercati.

L'indagine presso le imprese industriali e dei servizi indica un ulteriore miglioramento, ma più lento, delle condizioni di accesso al credito nel terzo trimestre 2016: +2,9 il saldo delle risposte (da +5,1 nel secondo; Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, prosegue il peggioramento delle condizioni creditizie e con un'intensità maggiore (-7,5 il saldo, dopo -6,9).

Lo stock di sofferenze accumulate nei bilanci delle banche italiane è sceso solo marginalmente negli ultimi mesi: 142 miliardi a settembre sul credito alle imprese, pari al 18,5% dei prestiti (da un picco di 144 miliardi a gennaio). Rispetto agli ultimi mesi del 2015, il profilo delle sofferenze è sostanzialmente piatto. L'interruzione del trend di crescita è stata favorita dagli interventi varati fin dal 2015, tra cui la deducibilità fiscale in un anno delle perdite su crediti, la velocizzazione delle procedure fallimentari, le garanzie pubbliche sulle sofferenze cartolarizzate (GACS), la creazione del Fondo Atlante. Il mercato della cessione di sofferenze in Italia ha mostrato qualche segnale di risveglio (19 miliardi nel 2015 e 5 nel primo trimestre 2016, da 8 nel 2014), ma le transazioni sono ancora insufficienti ad abbattere lo stock accumulato. Le sofferenze nei bilanci degli istituti resteranno nei prossimi mesi una zavorra che tiene alta la loro avversione al rischio di credito e frena la ripartenza dei prestiti.

La propensione a domandare credito delle imprese italiane è diminuita di poco nel terzo trimestre 2016, dopo un graduale recupero da metà 2015, favorito dal minor costo del credito. Sono aumentate, comunque, nel terzo trimestre le richieste di fondi per finanziare investimenti fissi, scorte e capitale circolante. L'indicatore cumulato delle condizioni di domanda di credito resta vicino ai livelli del 2007, anche se sotto quelli del 2011.

La discesa dei tassi di interesse pagati dalle imprese è proseguita negli ultimi mesi, toccando nuovi minimi storici: a settembre 1,5% in media sui nuovi prestiti, da 2,0% a gennaio (3,5% a inizio 2014). Le aziende più piccole pagavano il 2,3% a settembre (da 4,4% a inizio 2014), le maggiori l'1,0% (dal 2,8%). Il costo del denaro è sceso negli ultimi anni grazie alla riduzione dei tassi di riferimento, in particolare di quelli sui titoli sovrani. Secondo i dati qualitativi, i margini applicati in media dalle banche italiane nel terzo trimestre 2016 sono scesi sotto i valori del 2010, anche se restano molto sopra quelli del 2007. La recente risalita del rendimento del BTP decennale, sulla scia del rialzo dei tassi a lungo termine a livello internazionale, e dell'attesa del referendum italiano, però, mette a rischio questi positivi risultati sul costo del credito.

**Prestiti alle famiglie in lenta crescita** I prestiti bancari erogati alle famiglie italiane stanno lentamente aumentando: +0,1% a settembre e +0,1% in media al mese nei primi tre trimestri del 2016 (dati destagionalizzati CSC). Il credito, quindi, sta sostenendo i consumi e l'attività nel set-

tore residenziale, anche se meno rispetto al 2015 (+0,2% al mese). Lo stock di prestiti è già risalito sopra i livelli precedenti al *credit crunch* del 2012-2014 (+0,8% rispetto al picco di inizio 2012).

La lenta espansione dei prestiti alle famiglie riflette un'offerta un po' meno stretta. Per i mutui, le banche indicano che i criteri sono rimasti invariati nel terzo trimestre 2016, dopo il graduale allentamento attuato da fine 2013. La forte restrizione precedente non è stata ancora interamente annullata. Per il credito al consumo l'allentamento dei criteri di offerta, partito da inizio 2015, è proseguito, ma con un'intensità ridotta; 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 terzo trimestre 2016 hanno ridotto ancora 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 fattori che hanno giocato a favore delle erogazioni di credito al consumo: la percezione di un miglior andamento dell'economia, un maggior merito di credito dei consumatori, minori costi di raccolta e vincoli di bilancio, una loro maggiore tolleranza del rischio.

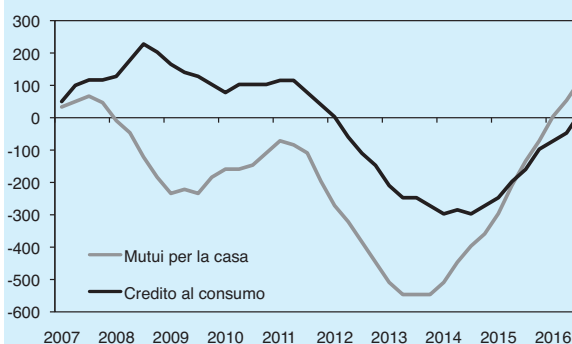
Le richieste di fondi delle famiglie, invece, crescono rapidamente, secondo i dati qualitativi (Grafico 1.9). Nel terzo trimestre 2016 ha accelerato la risalita dell'indicatore cumulato di domanda di mutui, che ha ormai superato i livelli del 2007. Le banche indicano che tale aumento è stato favorito dalle migliori attese delle famiglie sul mercato immobiliare, dalla rinegoziazione di vecchi contratti e dai minori costi. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale), infatti, è gradualmente sceso negli ultimi tre anni, toccando il minimo di 2,3% a settembre, dal 4,0% nel settembre 2013. Anche la domanda di credito al consumo ha accelerato il recupero, che è stato finora minore rispetto a quanto avvenuto per i mutui. La risalita riflette l'incremento dei progetti di spesa in beni durevoli e il minor costo del credito. Il TAEG per il credito al consumo è sceso all'8,1% a settembre, da 9,4% a inizio 2014.

#### Lavoro su 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. L'aumento, iniziato già nel 2014 (+0,2%), si è consolidato nel 2015 (+0,8%) e nel 2016 (+1,1%, che era già acquisito a metà anno). Il CSC stima che le ULA aumenteranno di un altro 0,6% nel 2017 e dello 0,7% nel 2018 e torneranno alla fine del-

Grafico 1.9

**Forte domanda di credito delle famiglie**  
(Italia, indici cumulati 4° trimestre 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche\*)

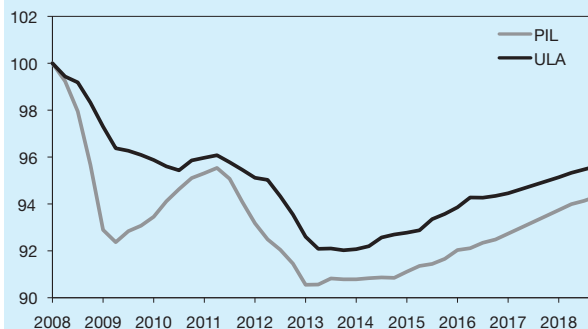


\* Indicatori ricavati dai dati qualitativi della *Bank lending survey*.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

l'orizzonte previsivo a 24,1 milioni, 905mila unità sopra al minimo di fine 2013, ma ancora 1 milione e 106mila unità sotto il livello pre-crisi (Grafico 1.10; si veda il riquadro *Cresce il lavoro in Italia: di che tipo e per chi?*).

Grafico 1.10

**Lavoro su, ma 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)



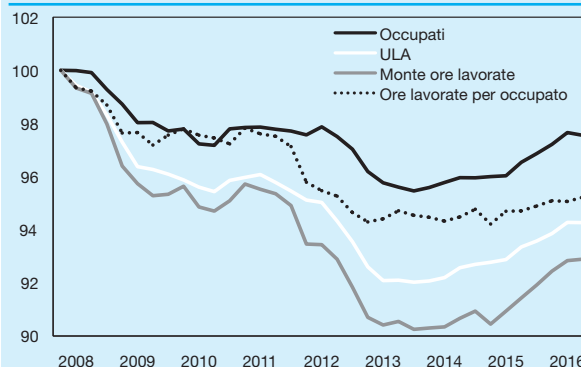
Stime CSC dal 4° trimestre 2016.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

**Cresce il lavoro in Italia: di che tipo e per chi?**

Da inizio 2014 a metà 2016 l'occupazione ha puntato verso l'alto indipendentemente dall'indicatore usato per misurarla: sono aumentati non solo le ULA (+2,4% dall'ultimo quarto 2013 all'estate 2016) e il monte ore effettivamente lavorate (+2,9%), ma anche, contemporaneamente e con intensità simile, il numero di persone occupate (+2,3%), contrariamente a quanto ci si sarebbe atteso (Grafico A). Nelle due ultime recessioni, infatti, le imprese hanno tagliato gli organici, ma anche diminuito le ore lavorate, decurtando gli straordinari, utilizzando il part-time o altre forme di riduzione temporanea 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 procapite) si sarebbe prosciugato al riavvio dell'attività e ciò avrebbe potuto rallentare l'aumento delle persone occupate.

Grafico A

**Più occupati ma orario procapite ancora basso**  
(Italia, 1° trimestre 2008=100)



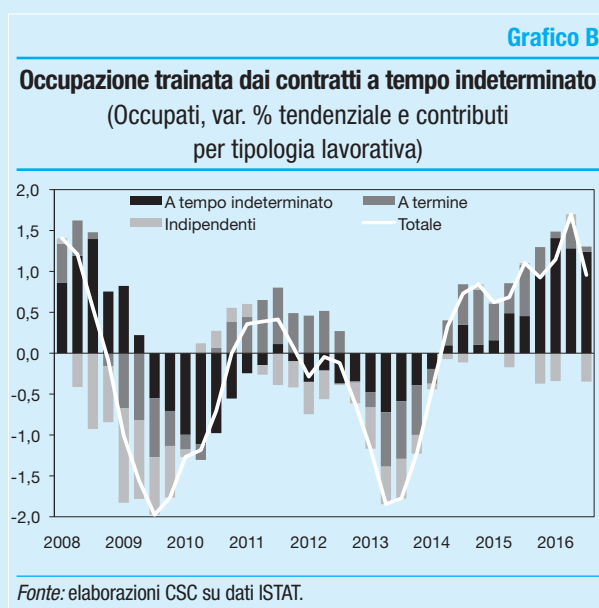
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

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 140mila. Le ore lavorate procapite sono invece ancora molto basse rispetto ai valori pre-crisi: nel terzo trimestre 2016 in Italia ogni occupato ha lavorato mediamente 1 ora e mezza in meno a settimana rispetto a fine 2007, da un punto di minimo di circa due ore in meno toccato a inizio 2013 e mantenuto fino a inizio 2015.

La diminuzione dell'orario di lavoro procapite era già in atto prima della crisi (-1 ora a settimana da inizio 2000 a fine 2007), quindi parte del calo osservato negli ultimi anni è strutturale, legato all'aumento dell'occupazione femminile e nei servizi, con maggior diffusione del part-time. Tuttavia, vi potrebbe essere anche un elemento ciclico: su dati dell'indagine ISTAT sulle Forze Lavoro, si osserva che l'aumento della quota di occupati con contratti part-time, dal 14,0% al 18,6%, è interamente ascrivibile all'espansione della componente involontaria (che da sola è passata dal 5,5% all'11,4% dell'occupazione totale). Al consolidarsi del recupero dell'attività il part-time involontario diminuirà, comportando un allungamento dell'orario procapite di lavoro che smorzerà la creazione di nuovi posti. Il CSC prevede che nel biennio previsivo il riassorbimento del part-time involontario, anche se parziale, determinerà una temporanea e piccola riduzione dell'elasticità dell'occupazione al PIL.

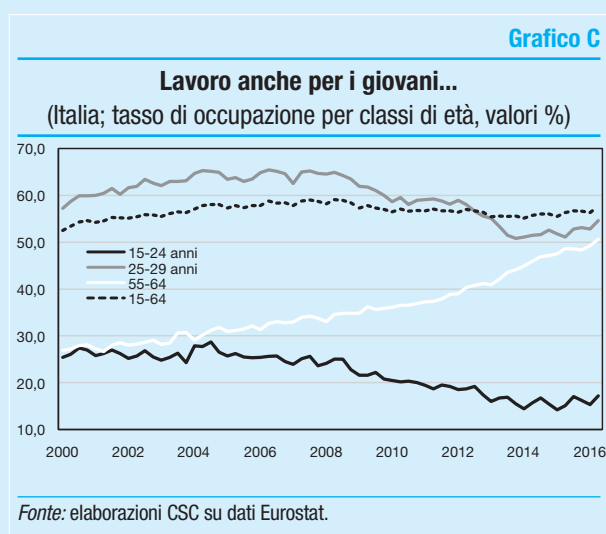
Scomponendo la crescita dell'occupazione per tipologia contrattuale, si osserva che nel 2014 le assunzioni sono ripartite via aumento dei contratti a tempo determinato (Grafico B). Ciò è in linea con la maggiore reattività della componente temporanea dell'occupazione all'andamento dell'attività economica 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 (quasi 500mila unità perse da fine 2007, di cui 85mila da inizio 2014). Dell'aumento dell'occupazione dipendente registrato nel corso del 2015 (+287mila unità a dicembre su dicembre 2014), circa l'84% è avvenuto con contratti a tempo indeterminato; degli aggiuntivi 220mila posti di lavoro dipendente guadagnati nei primi 9 mesi del 2016, quasi i due terzi sono a tempo indeterminato.





L'aumento dell'occupazione registrato dal 2014 è quasi interamente avvenuto nei servizi privati (+626mila unità al terzo trimestre 2016 rispetto al quarto 2013, +616mila rispetto a fine 2007). Da fine 2015 si sono osservati lievi guadagni occupazionali anche nell'industria in senso stretto (+42mila unità), che però hanno appena scalfito la massiccia perdita registrata negli anni precedenti (ancora 715mila occupati in meno). Nelle costruzioni non si è invece arrestato il processo di espulsione di manodopera (506mila unità complessivamente perse).

Considerando l'andamento dell'occupazione per classi di età, si osserva che la ripresa del mercato del lavoro dal 2014 ha interessato anche i giovani che, in Italia come in altri paesi, sono stati i più colpiti dalla crisi. La quota di occupati tra i 25-29enni è scesa di 13,9 punti percentuali da fine 2007 a fine 2013; quella tra i 15-24enni di 8,1 punti. Il tasso di occupazione dei 55-64enni nello stesso periodo è, al contrario, salito di 10,4 punti e di altri 6,5 negli ultimi tre anni, proseguendo una tendenza già in atto dai primi anni Duemila e spiegata da modifiche comportamentali e dalle riforme del sistema previdenziale. La ripartenza della domanda di lavoro, via contratti temporanei nel 2014 e via contratti a tempo indeterminato dal 2015, ha invece indotto un evidente cambio di rotta per le opportunità lavorative dei giovani: il tasso di occupazione dei 25-29enni è aumentato di 3,8 punti percentuali da fine 2013 a metà 2016, quello dei 15-24enni di 1,7 punti (Grafico C). Grazie all'incentivo determinante dell'abbattimento contributivo: dei nuovi rapporti di lavoro attivati via contratto a tempo indeterminato che hanno coinvolto gli *under 30*, circa i due terzi hanno usufruito della minore contribuzione sia nel 2015 sia nei primi 9 mesi del 2016, contro un'incidenza media delle assunzioni esonerate pari rispettivamente al 57,7% e al 48,2% (Tabella A)<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Il caso più rilevante per il quale l'esonero non spetta è quello di assunzioni o trasformazioni di lavoratori occupati, presso qualsiasi datore di lavoro, con contratto a tempo indeterminato nei sei mesi precedenti l'assunzione.

Tabella A

... che beneficiano particolarmente dell'esonero contributivo (Italia, nuove assunzioni a tempo indeterminato)						
Classi di età	2015			2016		
	con esonero*	totali	quota % con esonero	con esonero**	totali	quota % con esonero
Fino a 24	119.510	177.291	67,4%	39.124	57.699	67,8%
Da 25 a 29	178.140	269.510	66,1%	48.606	76.390	63,6%
Da 30 a 39	331.569	563.418	58,8%	84.320	173.364	48,6%
Da 40 a 49	264.514	490.975	53,9%	65.811	156.859	42,0%
50 ed oltre	185.337	369.765	50,1%	46.039	124.620	36,9%
<b>TOTALE</b>	<b>1.079.070</b>	<b>1.870.959</b>	<b>57,7%</b>	<b>283.900</b>	<b>588.932</b>	<b>48,2%</b>

\*Esonero contributivo triennale da L. 190/2014

\*\*Esonero contributivo biennale da L. 208/2015

Fonte: elaborazioni CSC su dati INPS.

### Disoccupazione in graduale calo

Dopo il +1,2% nel 2016 (che era già acquisito a metà anno), il CSC stima che, a fronte del parziale allungamento degli orari di lavoro, il numero di persone occupate crescerà a ritmo più smorzato nei prossimi due anni: +0,7% sia nel 2017 sia nel 2018. Alla fine del biennio previsivo gli occupati torneranno vicini ai livelli pre-crisi (-44mila rispetto al picco della primavera 2008, -0,2%). Avevano toccato il minimo in autunno 2013 (-1 milione di unità).

Il numero di persone in cerca di occupazione è sceso sotto i tre milioni a metà 2015, dopo quasi 30 mesi in cui erano stati sopra tale soglia. Da allora a ottobre 2016 è rimasto pressoché costante perché l'aumento dell'occupazione è stato accompagnato da un'espansione consistente della forza lavoro (+0,7% annuo nel 2016). Tanto è vero che il tasso di disoccupazione oscilla intorno all'11,6% da oltre un anno. 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 attive<sup>1</sup>. In media d'anno, i disoccupati scenderanno all'11,0% della forza lavoro nel 2017 e al 10,5% nel 2018 (sotto il 10% nel quarto trimestre).

Nonostante i miglioramenti registrati dal 2014, nel mercato del lavoro italiano è ancora ampio il bacino di persone a cui manca lavoro, in tutto o in parte: ai 2,8 milioni di disoccupati nel terzo trimestre 2016 (+86,6% rispetto a otto anni prima) bisogna aggiungere gli occupati part-time involontari (2,6 milioni, +100,5%) e i non-occupati che sarebbero disponibili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva (1,5 milioni, +46,5%) oppure che stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (726mila, +90,1%). In totale, si tratta di 7,6 milioni di persone (+81,6%).

<sup>1</sup> In assenza di revisione del Titolo V della Costituzione, l'attività dell'ANPAL (l'Agenzia Nazionale per le Politiche Attive del Lavoro introdotta dal Jobs Act) partirà a rilento.

Un'altra misura del deterioramento strutturale del mercato del lavoro durante la crisi è l'ormai elevatissimo stock di disoccupati di lunga durata: nel terzo trimestre 2016 le persone alla ricerca di un impiego da almeno dodici mesi erano poco meno del 60% del totale dei disoccupati, 1,6 milioni (+135,6% rispetto al terzo 2008).

**Retribuzioni oltre il passo dei contratti** Il CSC stima che nell'intera economia l'aumento delle retribuzioni contrattuali, dallo 0,6% nel 2016, salirà allo 0,8% e allo 0,9% rispettivamente nel 2017 e nel 2018. La dinamica delle retribuzioni di fatto continuerà a essere principalmente alimentata da quella delle contrattuali, ma per la prima volta dopo sei anni ne risulterà al di sopra: +1,0% nel 2017 e +1,1% nel 2018 (+0,7% nel 2016). Di pari passo al consolidarsi dell'attività, infatti, si riallungano gli orari e ripartono i premi variabili aziendali e l'erogazione di benefit, incentivati dalla detassazione introdotta in via strutturale dalla Legge di stabilità 2016. A fronte del graduale rialzo dell'inflazione, le retribuzioni reali rimarranno pressoché piatte nel biennio 2017-2018, dopo il +0,9% nel 2016 e il +0,6% cumulato nel triennio 2013-2015.

Nell'industria, tra dicembre 2015 e giugno 2016 sono scaduti tutti i principali contratti e le trattative in molti settori, il metalmeccanico in primis, si sono prolungate per gran parte dell'anno. La copertura dei CCNL è dunque rimasta bassa, pari al 18,1% del monte retributivo a novembre. Negli anni passati l'attività contrattuale era stata invece intensa: nell'industria in senso stretto i contratti rinnovati tra fine 2012 e primavera 2014 avevano fissato aumenti per il triennio 2013-2015 o per quello 2014-2016 prendendo a riferimento le previsioni ISTAT dell'indice IPCA al netto degli energetici importati, così come formulate ad agosto 2012 e a maggio 2013 e rivelatesi molto più alte dell'inflazione effettiva. In particolare, nel settore manifatturiero la scorsa tornata contrattuale ha determinato una crescita delle retribuzioni di fatto reali pari al 4,7% nel triennio 2013-15.

Gli accordi già siglati (alimentari, chimici, cemento e gomma plastica, che coprono il 21% del monte retributivo dell'industria in senso stretto) hanno stabilito aumenti di circa il 4% cumulato su tre anni, in linea con le previsioni IPCA formulate a maggio 2015 ma ben al di sopra del 2,7% di incremento cumulato dell'IPCA che risulta dalle previsioni diffuse dello scorso maggio.

L'ipotesi di accordo per il rinnovo del CCNL metalmeccanico raggiunta a fine novembre 2016 (55% dell'industria in senso stretto) include rilevanti novità rispetto alle regole definite nel Protocollo interconfederale del 2009, d'altronde scaduto nel 2013. Si conferma il ruolo cardine del CCNL, sia per le principali previsioni normative a tutela del lavoratore sia per la garanzia del potere d'acquisto dei salari, rinviando ulteriori aumenti retributivi a livello aziendale, da legare ai risultati e quindi per natura variabili. A decorrere dal 2017 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, evitando così, per la vigenza di questo contratto, scostamenti tra inflazione prevista ed effettiva. A marzo 2017 saranno inoltre erogati 80 euro a titolo di una tantum, ma, a parziale compensazione dello scostamento verificatosi nel triennio 2013-2015, non vengono previsti incrementi retributivi nel 2016. L'ipotesi di accordo prevede anche l'introduzione del welfare aziendale per tutti i dipendenti del settore, del valore di: 100 euro nel 2017, 150 nel 2018 e 200 dal 2019.

Assumendo che le altre trattative in corso seguano per contenuto il rinnovo del CCNL metalmeccanico, il CSC prevede che le retribuzioni contrattuali nell'industria cresceranno dello 0,7% nel 2017 e dell'1,2% nel 2018, dopo il +0,5% nel 2016.

La dinamica retributiva contrattuale nei servizi privati, in larga misura determinata dai contratti rinnovati nel 2015, che hanno innalzato la copertura dal 23,0% di inizio 2014 al 62,2% attuale, sarà pari all'1,0% nel 2016 e proseguirà a un ritmo di poco più sostenuto nei prossimi due anni.

Nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale), nonostante il blocco delle procedure negoziali (2010-2015) sia finito, le retribuzioni contrattuali sono rimaste ferme anche nel 2016. Quelle di fatto, cresceranno dello 0,8% nel 2017 e dello 0,6% 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 e per il proseguimento dell'operazione "strade sicure" dalla Legge di stabilità 2016 e dalla Legge di bilancio 2017. Tengono, inoltre, conto di quelle previste per i rinnovi contrattuali, su cui un'intesa tra Governo e sindacati è stata raggiunta a fine novembre.

**Non si arresta la corsa del CLUP** Il CSC stima che nel totale dell'economia italiana il CLUP aumenterà dello 0,7% nel 2017, come nel 2016. Nonostante la variazione della produttività tornerà, da nulla, in territorio positivo (+0,3%), aumenterà, infatti, anche il ritmo di crescita del costo del lavoro (+1,0%, da +0,8% nel 2016).

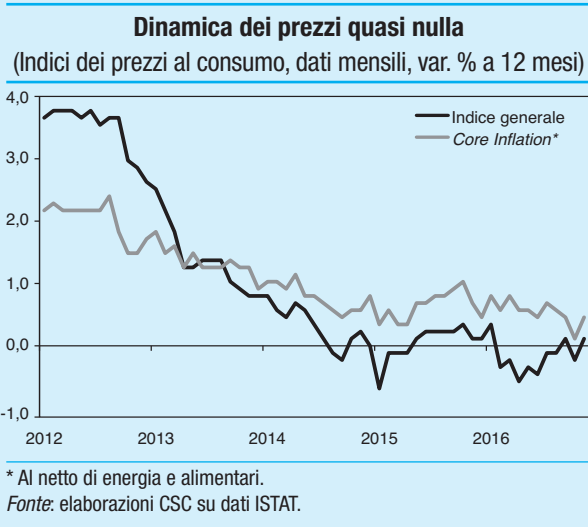
Nel 2018 la produttività crescerà di un altro 0,3% e manterrà un passo ben al di sotto del costo del lavoro (+1,1%). Il CLUP crescerà dunque dello 0,8%.

Nelle stime del CSC la corsa del CLUP nell'industria in senso stretto si arresta nel 2017 (+0,2%, dopo il +1,1% nel 2016) ma solo temporaneamente. La variazione risale a +0,7% nel 2018, data una produttività che cresce dello 0,5% (come nel 2017) e un costo del lavoro che registra un +1,2% (da +0,7%).

**Dinamica dei prezzi in accelerazione dal 2017** La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è salita a +0,1% a novembre, da -0,2% in ottobre (indice NIC). Rimane comunque estremamente contenuta e lontana dall'obiettivo BCE (+2,0%). La dinamica dei prezzi *core*, esclusi energia e alimentari, è positiva ma bassa (+0,4% annuo; Grafico 1.11).

Nel nuovo scenario CSC, come in quello di settembre, il rischio di caduta in una deflazione generalizzata non si materializza. Ciò grazie al proseguimento del lento recupero dell'economia che sostiene

Grafico 1.11



i prezzi *core* e all'incremento dei prezzi delle materie prime e all'indebolimento dell'euro. La disoccupazione ancora elevata, la forte concorrenza internazionale e i rapidi sviluppi tecnologici manterranno gli incrementi dei prezzi su ritmi contenuti.

La dinamica annua dei prezzi al consumo in Italia continuerà a salire gradualmente nei prossimi mesi. In media, sarà di poco negativa quest'anno (-0,2%) e arriverà al +0,7% nel 2017 e al +1,4% nel 2018. Questo scenario sconta che la variazione annua dell'indice totale prima raggiunga e poi superi quella dell'indice *core*. La quale è attesa salire lentamente poco sopra i valori correnti, dopo aver frenato negli ultimi mesi (era a +0,7% a marzo).

Il rallentamento dei prezzi *core* ha riguardato soprattutto i prezzi al consumo dei beni industriali (+0,2% annuo a novembre, da +0,7% a marzo), sulla scia della progressiva limatura dei prezzi alla produzione realizzata negli ultimi anni per sostenere la domanda e i margini, a fronte del forte calo dei costi degli input. Meno marcata, invece, la frenata dei prezzi dei servizi (+0,6% annuo, da +0,7%).

I prezzi dei beni energetici stanno continuando a mantenere la variazione dell'indice totale sotto quella *core*, anche se la loro riduzione annua si è attenuata (-3,0% a novembre, da un minimo di -8,4% a maggio). 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 quotazione del petrolio Brent tradotta in euro. La cui dinamica annua è risalita al +5,3% annuo a novembre, da un minimo di -40,7% a febbraio. Nello scenario CSC il prezzo del petrolio in euro registra un incremento nel prossimo biennio: +11,5% annuo a fine 2017 e +12,1% a fine 2018. Ciò favorirà un cambio di segno nella variazione annua dei prezzi energetici (che sono pari al 9% del paniere totale dei prezzi al consumo).

I prezzi alimentari sono molto volatili: hanno segnato una variazione annua nulla a novembre, da -0,2% in ottobre, ma erano a +0,8% in agosto. Tale andamento è determinato dai prezzi degli alimentari freschi (+0,2%, da -0,4% e +2,4%). La dinamica annua di quelli lavorati è molto meno volatile e ha progressivamente frenato, fino a fermarsi a novembre. Anche i prezzi alimentari, dunque, contribuiscono ad abbassare la dinamica dell'indice totale sotto quella *core*.

I consumatori italiani si attendono ancora una riduzione del livello dei prezzi, anche se con un'intensità minore rispetto a quanto scontavano lo scorso anno e ampie oscillazioni negli ultimi mesi: -13,9 a novembre il saldo delle risposte, da un minimo di -19,3 nel gennaio 2015. In Germania, viceversa, le attese sui prezzi sono salite a +11,8 a novembre, da -0,7 a inizio 2015.

Lo scenario CSC non include il rincaro dell'IVA nel gennaio 2018. Il lento recupero dell'economia renderebbe possibile un maggiore trasferimento sui prezzi al consumo di un eventuale (assai improbabile) aumento dell'imposta indiretta, rispetto a quanto accaduto con i rialzi negli anni scorsi, che hanno avuto un impatto nullo sui prezzi.

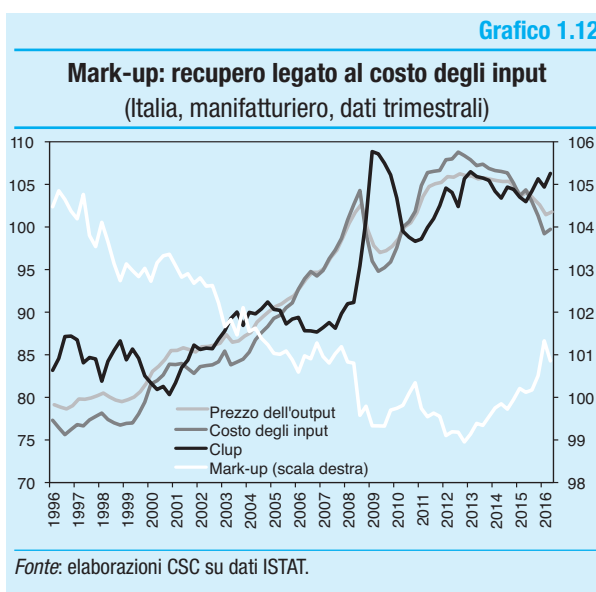
La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è significativamente inferiore rispetto a quella media dell'Area euro, che è positiva e in aumento (+0,6% a novembre, da +0,5% in ottobre). Il divario Italia-Eurozona è pari a -0,5 punti percentuali (indici armonizzati IPCA). Ciò

è dovuto a tutti i tre raggruppamenti dei prezzi. Quelli *core* in Italia hanno una crescita inferiore rispetto all'Eurozona (-0,4 punti il gap), a riflesso del recupero più lento dell'economia. Per gli alimentari, i cui prezzi crescono nell'Eurozona, il divario è meno ampio (-0,2 punti). Infine, i prezzi energetici si riducono di più in Italia (-1,8 punti il gap).

**Margini ridotti dal rincaro degli input** In Italia i margini sono risaliti negli ultimi anni, restando comunque molto compressi. Il recupero è legato al calo dei prezzi degli input, specie materie prime, non al CLUP. I margini, perciò, verranno presto erosi dall'atteso rialzo delle commodity<sup>2</sup>. Nello scenario CSC: +33% il petrolio in euro nel 2017 (-17% nel 2016) e +7% le non energetiche (-3%).

Nel manifatturiero italiano il mark-up si è ridotto per oltre un decennio fino al 2012 (-5,3% dal 1996). Poi è iniziato un graduale recupero: a metà 2016 risulta cresciuto dell'1,9% dai minimi del 2012, tornando poco sotto i livelli del 2007 (Grafico 1.12). Il MOL nel manifatturiero ha un profilo molto simile, di graduale risalita dopo un decennio di erosione (29,3% del valore aggiunto nella prima metà del 2016, da 26,1% nel 2014). Andamento analogo nel totale economia: +0,9% il mark-up nel 2013-2016, dopo -4,5% nel 1996-2012. I margini sono alla base della generazione di utili. Ovvero, delle possibilità di auto-finanziamento per investimenti e produzione. La risalita della disponibilità di risorse interne alle imprese è stata cruciale per contribuire a finanziare la crescita italiana nell'ultimo anno, a fronte del credito in calo. Ma l'auto-finanziamento rischia di assottigliarsi di nuovo nei prossimi anni, frenando il recupero dell'attività.

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 italiano, e il costo del lavoro per unità di prodotto (il CLUP)<sup>3</sup>. I costi unitari hanno registrato una marcata flessione nel 2013-2016: -1,5% all'anno nel manifatturiero. Ciò è stato dovuto unicamente alla riduzione dei prezzi degli input: -2,1% all'anno. Il CLUP, invece, ha registrato un aumento in tale



<sup>2</sup> Si veda il paragrafo "Settori manifatturieri stretti tra credito scarso e margini ancora bassi", in CSC (2016), *Scenari industriali* n. 7, pp. 35-40.

<sup>3</sup> Gli input intermedi contano per il 58% dei costi nel manifatturiero, il personale per il 15%, i servizi per il 20%, altre voci per il 7% (dati di bilancio, 2014), si veda il riquadro "Quali sono le componenti di costo più onerose per le imprese manifatturiere italiane?", in CSC (2015), *Scenari industriali* n. 6, pp. 77-80.

periodo, anche se contenuto, crescendo in particolare tra 2015 e 2016, e limitando la flessione dei costi totali.

I prezzi alla produzione sono anch'essi in flessione: -1,0% all'anno nel manifatturiero nel 2013-2016. La determinazione del prezzo da parte delle imprese, a fronte del calo dei costi, poteva seguire due strade: tenerli alti per rimpinguare maggiormente gli esigui margini e la redditività, oppure ridurli assecondando il calo dei costi per sostenere la domanda ancora fiacca dopo la doppia recessione. Gran parte delle imprese italiane ha seguito la seconda strada: un ribasso dei listini, seppure minore di quello dei costi. Scelta difficile, che ha condotto a un rialzo solo parziale della bassa redditività e a una dinamica deflazionistica strisciante, riflessasi anche sui prezzi finali al consumo, ma che ha contribuito alla ripartenza dei consumi.

### Sale il deficit nel prossimo biennio

Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 2,4% del PIL quest'anno (dal 2,6% nel 2015), al 2,5% nel 2017 e al 2,6% nel 2018 (Tabella 1.2). Per il 2016 il deficit sarà in linea con quanto previsto dal Governo. Le previsioni del CSC incorporano le misure indicate nella Legge di bilancio 2017. Nel 2017 l'indebitamento è di 0,2 punti di PIL superiore a quello posto come obiettivo dal Governo per effetto di una minor dinamica del PIL nominale: +1,6% contro il +2,0% indicato nella Nota tecnico-illustrativa. Per il 2018 lo scostamento del deficit rispetto alle previsioni programmatiche del Governo è di 1,4 punti di PIL ed è attribuibile al diverso andamento del PIL nominale, che il CSC stima di +2,1% (contro il +3,1% 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% al 13% e dal 22% al 25% e l'incremento delle accise sui carburanti; complessivamente il gettito derivante da questi aumenti è stimato dal Governo pari a circa 19,5 miliardi. Tenendo conto dell'attivazione della clausola di salvaguardia, il Governo ha fissato il deficit all'1,2% del PIL. Il CSC, al contrario, esclude tale attivazione. Nelle stime del Governo, non incorporando gli aumenti di imposta, il deficit salirebbe al 2,3% del PIL.

Tabella 1.2

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

La previsione sul 2018 esclude l'attivazione degli aumenti delle aliquote IVA e delle accise sui carburanti.  
\* Prestiti diretti a paesi euro e quota di pertinenza dell'ESM.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell'andamento del ciclo e delle una tantum, è pari all'1,7% del PIL nel 2016 (dall'1,1% nel 2015), al 2,4% nel 2017 e al 2,5% nel 2018.

Il saldo primario sale all'1,6% del PIL quest'anno (dall'1,5% del 2015), per poi scendere all'1,3% nel 2017 e all'1,1% nel 2018. In termini strutturali scende al 2,3% del PIL quest'anno (dal 3,0% del 2015), all'1,5% il prossimo e all'1,2% nel 2018.

**Fabbisogno in miglioramento** Il fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche è risultato pari a 43,2 miliardi di euro nei primi nove mesi del 2016, oltre 5 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo del 2015. Riduzione contenuta (circa 1 miliardo) ma confermata anche al netto di introiti da dismissioni (che riducono il fabbisogno) e sostegni finanziari erogati ai paesi UEM (che lo accrescono).

Non diminuirà il debito pubblico nell'orizzonte di previsione: 132,7% del PIL nel 2016 (dal 132,3%), 133,4% nel 2017 e 133,7% nel 2018. Neanche al netto dei sostegni agli altri paesi europei: 129,4% del PIL nel 2016 (dal 128,7%), 129,9% nel 2017 e 130,4% nel 2018. E ciò soprattutto per la già citata minore dinamica del PIL nominale.

**Spesa pubblica in discesa** La spesa pubblica scende al 49,5% del PIL nel 2016 (dal 50,4% nel 2015), al 49,3% il prossimo anno e al 49,1% nel 2018. La riduzione di 0,9 punti di PIL quest'anno è da imputare in larga parte alla stabilità delle uscite in termini monetari; nel 2017 e nel 2018, continua a diminuire l'incidenza della spesa pubblica sul PIL ma più lentamente poiché in valore assoluto le uscite riprendono a salire (+1,2% nel 2017 e +1,7% nel 2018). La spesa in conto capitale scende al 3,5% del PIL quest'anno; tale caduta è attribuibile alla forte diminuzione dei trasferimenti in conto capitale (-0,6 punti di PIL), in linea con quanto prospettato dal Governo. Gli anni a seguire riprenderà a salire: +6,1% nel 2017 e +6,4% nel 2018. Gli investimenti fissi rimangono in aumento nel triennio di previsione.

La spesa per interessi è stimata al 4,0% del PIL nel 2016 (dal 4,2% nel 2015), al 3,8% nel 2017 e al 3,7% nel 2018. Nonostante la discesa, tale spesa, nel biennio 2017-2018, è leggermente più alta di quella indicata dal Governo. I tassi di rendimento dei titoli italiani decennali, dopo aver toccato il minimo a 105 punti base il 15 agosto, sono tornati a salire fino a superare i 200 punti base a fine novembre, rimanendo intorno a tale quota. Nello scenario previsivo si attestano a 149 punti base nella media del 2016 e, nei prossimi due anni, rimarranno ai valori registrati alla chiusura del rapporto; quest'ultima non è una previsione bensì una semplice assunzione tecnica, dipendendo il loro effettivo andamento dall'evoluzione del quadro politico attualmente non immaginabile. Il costo medio del debito pubblico è pari al 3,1% quest'anno (dal 3,2% nel 2015), al 2,9% il prossimo e al 2,8% nel 2018.

**Pressione fiscale in calo** Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC al 47,1% del PIL quest'anno (47,8% nel 2015), scenderanno ancora al 46,7% l'anno prossimo e al 46,4% nel 2018.

La pressione fiscale si attesta al 42,7% del PIL nel 2016 (43,4% nel 2015), al 42,3% nel 2017 e al 42,2% nel 2018, il livello più basso dal 2011. Tenendo conto degli effetti della stabilizzazione



del bonus di 80 euro prevista dalla Legge di stabilità 2015, la pressione fiscale scende al 42,1% del PIL nel 2016, al 41,8% nel 2017 e al 41,6% nel 2018. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso è del 48,2% quest'anno, del 47,8% nel 2017 e 47,7% nel 2018; al netto del bonus di 80 euro scende al 47,6% nel 2016, al 47,2% nel 2017 e al 47,0% nel 2018.

La dinamica delle entrate tributarie prevista per quest'anno appare in linea con l'andamento nei primi nove mesi dell'anno: +0,8% rispetto allo stesso periodo del 2015 (+0,2% l'aumento previsto dal CSC nel 2016). Tendenza confermata dai dati delle entrate statali (+4,2% fino a ottobre). Le imposte dirette crescono del 3,7%, le indirette del 4,9%.

Nel dettaglio, tra le imposte dirette è risultato in aumento il gettito IRPEF (+3,2%) ma soprattutto quello IRES (+9,7%). Tra le imposte indirette, l'IVA è cresciuta del 5,5% nei primi dieci mesi dell'anno. Positivo l'andamento del gettito IVA da scambi interni (+7,3%, +2,8% al netto degli 8,6 miliardi versati dalle PA fino a ottobre a titolo di *split payment*); ancora negativa invece la dinamica del gettito IVA derivante dalle importazioni da paesi extra-UE (-8,6% a ottobre, dal -9,6% dei primi nove mesi dell'anno, effetto del calo dei prezzi delle materie prime). Stabile, invece, l'accisa sui prodotti energetici e in crescita quelle sull'energia elettrica e sul gas metano (rispettivamente +15,4% e +22,7%). Aumenta sensibilmente anche il gettito relativo ai giochi (+22,2%).

**Positiva la spinta della Legge di bilancio** Secondo le stime del Governo l'impatto della Legge di bilancio dovrebbe portare, nel 2017, a un maggiore aumento del PIL pari a 0,4 punti percentuali, alzando la variazione annua dallo 0,6% previsto in assenza di interventi all'1,0%. Questo risultato è la somma algebrica di misure espansive, che forniscono un incremento di 0,7 punti, e provvedimenti restrittivi, che sottraggono 0,3 punti.

Si tratta di una manovra che evita una restrizione annunciata (quella dell'aumento dell'IVA per 0,9 punti percentuali di PIL) finanziandola in buona parte in deficit (12 miliardi circa su 15,1 di valore dell'aumento IVA; Tabella 1.3). Comunque punta a ridurre il deficit dal 2,4% del PIL di quest'anno al 2,3% nel 2017. La contrazione del deficit per l'anno prossimo è programmata nonostante il persistere di un'ampia differenza negativa tra il PIL effettivo e il PIL potenziale calcolato secondo i criteri europei.

La composizione della manovra, nel suo complesso, appare favorevole a una maggiore crescita soprattutto per quanto riguarda il sostegno degli investimenti privati (proroga del superammortamento, introduzione dell'iperammortamento, rifinanziamento della nuova Sabatini, potenziamento del credito d'imposta sugli investimenti in ricerca e sviluppo e conferma e potenziamento dei bonus per gli interventi di riqualificazione energetica degli immobili, per le ristrutturazioni edilizie e per le spese di ristrutturazione a seguito di eventi sismici) e pubblici (introduzione di un nuovo Fondo per il finanziamento degli investimenti e lo sviluppo infrastrutturale).

Secondo quanto indicato nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza, nel 2018 il deficit dovrebbe scendere all'1,2% del PIL con l'attivazione degli aumenti delle aliquote IVA e delle accise sui carburanti che dovrebbero portare 19,5 miliardi nelle casse dello

Stato. Nel 2019 viene sostanzialmente mantenuto l'obiettivo del pareggio di bilancio (deficit allo 0,2% del PIL) che incorpora un ulteriore aumento dell'aliquota IVA ordinaria del valore di 3,7 miliardi.

Tabella 1.3

<b>In aumento il deficit con la manovra</b> (Effetti sull'indebitamento, valori in milioni)									
	2017			2018			2019		
	Legge di bilancio	DL fiscale (n. 193/2016)	Totale manovra	Legge di bilancio	DL fiscale (n. 193/2016)	Totale manovra	Legge di bilancio	DL fiscale (n. 193/2016)	Totale manovra
<b>Interventi</b>	<b>29.866</b>	<b>4.608</b>	<b>34.474</b>	<b>26.254</b>	<b>5.978</b>	<b>32.233</b>	<b>27.065</b>	<b>3.299</b>	<b>30.365</b>
Minori entrate	16.762	4	16.766	10.431	4	10.435	9.465	4	9.469
Maggiori spese	13.104	4.604	17.708	15.823	5.974	21.797	17.600	3.295	20.895
correnti	10.451	4.604	15.056	10.339	5.330	15.669	10.223	3.295	13.519
capitali	2.653	0	2.653	5.484	645	6.129	7.377	0	7.377
<b>Risorse</b>	<b>17.870</b>	<b>4.626</b>	<b>22.495</b>	<b>19.188</b>	<b>6.461</b>	<b>25.649</b>	<b>23.798</b>	<b>3.782</b>	<b>27.580</b>
Maggiori entrate	5.921	4.560	10.481	9.975	6.413	16.388	11.130	3.753	14.883
Minori spese	11.949	66	12.014	9.213	48	9.261	12.668	29	12.697
correnti	9.271	19	9.290	8.958	19	8.978	8.969	19	8.988
capitali	2.678	46	2.724	255	29	284	3.699	10	3.709
<b>Effetti sul deficit</b>	<b>-11.996</b>	<b>17</b>	<b>-11.979</b>	<b>-7.067</b>	<b>483</b>	<b>-6.584</b>	<b>-3.267</b>	<b>483</b>	<b>-2.784</b>
Variazione entrate	-10.840	4.556	-6.284	-457	6.409	5.952	1.665	3.749	5.414
Variazione spese	1.155	4.539	5.694	6.610	5.926	12.536	4.932	3.266	8.198
correnti	1.180	4.585	5.765	1.381	5.311	6.691	1.255	3.276	4.531
capitali	-25	-46	-71	5.230	616	5.845	3.678	-10	3.668

Fonte: elaborazioni CSC su stime Governo.



## 1.2 Il contesto internazionale

### Commercio mondiale in risalita

Il commercio mondiale, estremamente debole nella prima parte del 2016, ha mostrato segnali di risalita nel terzo trimestre, con prospettive di miglioramento per l'ultimo quarto dell'anno. Questa dinamica è coerente con il maggiore vigore mostrato dalle principali economie mondiali, in particolare con il consolidamento della crescita negli Stati Uniti, in Europa e in Cina. Nello scenario del CSC, commercio e PIL globali cresceranno a un ritmo moderato nel biennio 2017-2018.

Resta molto alta l'incertezza politica e, in particolare, il timore di un maggior ricorso a misure protezionistiche (già a livelli molto elevati), anche come risposta a un sempre più manifesto rigetto della globalizzazione, specie delle sue caratteristiche di delocalizzazione e migrazione. Incertezza e timore frenano gli investimenti, specie quelli all'estero, e rallentano gli scambi mondiali. Donald Trump ha vinto le presidenziali USA con un programma di politiche di bilancio espansive, riservate all'offerta domestica attraverso più elevate barriere tariffarie, e di opposizione agli accordi commerciali multilaterali; i trattati TPP (*Trans-Pacific Partnership*), in via di ratifica con i principali paesi asiatici (Cina esclusa), e TTIP (*Transatlantic Trade and Investment Partnership*), in fase di negoziazione con l'Unione europea, hanno, quindi, imboccato un binario morto; il NAFTA (*North American Free Trade Agreement*), con Canada e Messico, andrà incontro a una sostanziale revisione.

Il crescente sentimento anti-globalizzazione e anti-élite giocherà un ruolo importante anche nelle tornate elettorali del 2017 in Germania e Francia. Lo scenario del CSC assume che questi delicati passaggi politici si risolvano senza eccessivi scossoni ed è quindi soggetto a elevati rischi al ribasso, nel caso di esiti sfavorevoli.

Nel biennio di previsione si conferma il *new normal* di crescita fiacca del PIL e, soprattutto, del commercio mondiali. Come evidenziato in più occasioni dal CSC, infatti, gran parte della loro frenata è dovuta a fattori strutturali o comunque persistenti, che sono connessi tra loro: la normalizzazione della crescita cinese e degli altri emergenti, con una dinamica più contenuta del manifatturiero e degli investimenti (forti attivatori degli scambi con l'estero); lo stop all'espansione delle catene globali del valore, causato anche dall'inversione del trend di maggiore parte-

Tabella 1.4

### Le esogene internazionali della previsione

(Variazioni %)

	2015	2016	2017	2018
Commercio mondiale	2,0	0,9	2,4	2,7
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	53,0	45,0	57,0	62,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	2,6	1,6	2,2	2,3
Area euro	1,9	1,6	1,3	1,4
Paesi emergenti	4,0	4,1	4,5	4,7
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,11	1,11	1,07	1,07
Tasso FED <sup>3</sup>	0,13	0,39	0,83	1,33
Tasso a 3 mesi USA <sup>3</sup>	0,32	0,74	1,10	1,50
Tasso BCE <sup>3</sup>	0,05	0,01	0,00	0,00
Tasso a 3 mesi Area euro <sup>3</sup>	-0,02	-0,26	-0,26	-0,16

<sup>1</sup> Dollari per barile; <sup>2</sup> livelli; <sup>3</sup> valori percentuali.

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

cipazione della Cina (dove i semilavorati importati sono sostituiti sempre di più da quelli prodotti internamente); il calo degli investimenti nei paesi avanzati, specie nell'Eurozona, a causa, tra l'altro, delle prospettive deboli e incerte della domanda; l'affievolimento del rapido processo di liberalizzazione degli scambi e il crescente ricorso a nuove misure protezionistiche, spesso poco visibili o misurabili, che, in base alle precedenti considerazioni, è destinato a rafforzarsi<sup>1</sup>.

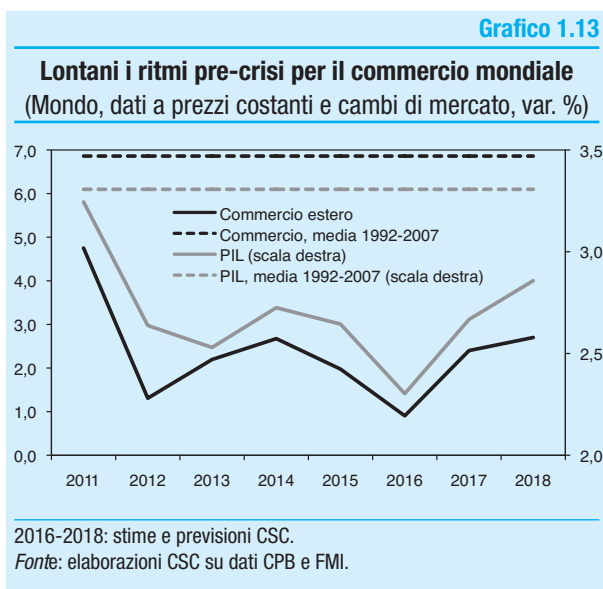
Per questi motivi il commercio mondiale è aumentato, a partire dal 2012, a un ritmo inferiore a quello del PIL, mentre prima della crisi era cresciuto a un passo più che doppio. In altre parole, l'elasticità degli scambi globali al PIL (cioè il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali) è scesa da più di 2 a meno di 1.

A questi fattori si è aggiunta la caduta dei prezzi delle commodity (prodotta anche dalla debole domanda della Cina e degli altri emergenti), che ha decurtato reddito e domanda interna dei paesi esportatori, quindi ulteriormente frenando la dinamica degli scambi globali nel 2015 e, soprattutto, nel 2016. Le quotazioni delle commodity, comunque, hanno toccato il minimo quest'anno delineando uno scenario più favorevole per la fine del 2016 e per il biennio di previsione.

Dopo un calo dello 0,7% nel secondo trimestre 2016, il commercio mondiale è cresciuto dello 0,5% nel terzo. Rispetto alle statistiche disponibili quando sono state elaborate le previsioni CSC di settembre, è stato rivisto al rialzo il profilo degli scambi globali nella seconda metà del 2015 e all'inizio del 2016; ciò ha comportato un maggiore abbrivio per l'anno in corso, con una variazione acquisita nei primi nove mesi pari a +0,7%, e quindi una revisione all'insù delle stime CSC per il 2016.

Le prospettive per la fine dell'anno sono moderatamente positive. La componente ordini esteri del PMI globale, dopo essere rimasta stabilmente in area di contrazione da febbraio a giugno, è risalita sopra la soglia neutrale di 50 in luglio e si è consolidata a 51,3 in novembre. Il Baltic index, che misura il costo di trasporto via nave delle materie prime (non liquide) ed è quindi un indicatore degli scambi globali, è risalito dal minimo storico toccato in febbraio ed è balzato in novembre sui valori più alti da fine 2014.

Nello scenario CSC il commercio mondiale cresce dello 0,9% nel 2016 (rispetto al +0,3% indicato in settembre), accelerando al 2,4% nel 2017 (+2,0% in settembre) e al 2,7% nel 2018. Una dinamica coerente con quella del PIL mondiale, che, secondo il CSC, registrerà +2,3% nel 2016,



<sup>1</sup> Si veda, da ultimo, "Globalizzazione in stallo: profonde le cause, inadeguate le risposte della politica", in CSC (2016), *Scenari industriali* n. 7, cap. 2.

+2,7% nel 2017 e +2,9% nel 2018 (Grafico 1.13). L'elasticità del commercio mondiale al PIL, quindi, tornerà vicina all'unità, cioè sui livelli medi degli anni 2011-2015 (0,94).

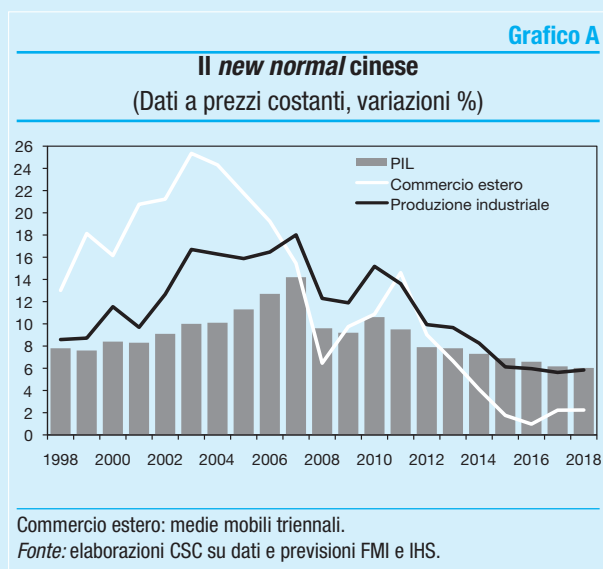
### Crescita mondiale giù di 1 punto se la Cina rallenta di 2

La Cina è il più potente motore dell'economia globale. In parità di potere d'acquisto, il suo PIL è pari al 17,9% di quello mondiale nel 2016, più elevato anche di quello USA (15,6%; stime FMI); con un incremento del 6,6% nel 2016, esso contribuisce per 1,14 punti percentuali alla crescita mondiale (pari al 3,1%), cioè per il 36,9% del totale. Cosa accadrebbe se il motore cinese perdesse colpi? Gli effetti diretti e indiretti sull'economia globale sarebbero molto significativi: secondo stime del CSC, un rallentamento di 2 punti percentuali dell'economia cinese causerebbe una frenata di 1 punto della crescita mondiale; molto più dei -0,35 punti che si ottengono calcolando meccanicamente il minore contributo del PIL cinese e ignorando gli effetti della sua frenata sulla dinamica delle altre economie.

La crescita cinese, peraltro, ha già rallentato, passando da un tasso medio annuo dell'11,7% nel quinquennio pre-crisi (2003-2007) al 6,6% nel 2016, ed è attesa scendere gradualmente sotto la soglia del 6% nel 2020, secondo le previsioni dell'FMI (Grafico A). Il ritmo di crescita della produzione industriale è calato dal 16,7% nel 2003-2007 al 6,0% nel 2016 (+5,6% atteso nel 2017; stime IHS). Il commercio con l'estero, che aveva registrato tassi di crescita record prima della crisi (+22,3% medio annuo nel 2003-2007), è addirittura calato dell'1,4% nel 2015 (-6,1% in valore, al netto dei prodotti petroliferi) ed è atteso espandersi a bassi ritmi nello scenario previsivo dell'FMI.

Il *new normal* cinese è l'effetto di un processo fisiologico, perché, raggiunto un certo livello di sviluppo industriale, il *driver* della crescita passa dal settore manifatturiero ai servizi, dagli investimenti ai consumi e dall'export alla domanda interna. In Cina, inoltre, è in atto già dal 2004 un forte processo di sostituzione delle importazioni con produzioni interne di beni intermedi e di investimento; di conseguenza, si è interrotto e poi invertito il trend di maggiore partecipazione alle catene del valore, su scala sia regionale sia globale.

Ciò ha già avuto un ruolo molto significativo nella frenata del PIL e, soprattutto, degli scambi mondiali. Il commercio globale, che nel ventennio pre-crisi era cresciuto a un ritmo più che doppio di quello del PIL (al 7,0% annuo contro il 3,3%; misure a cambi di mercato), negli ultimi cinque

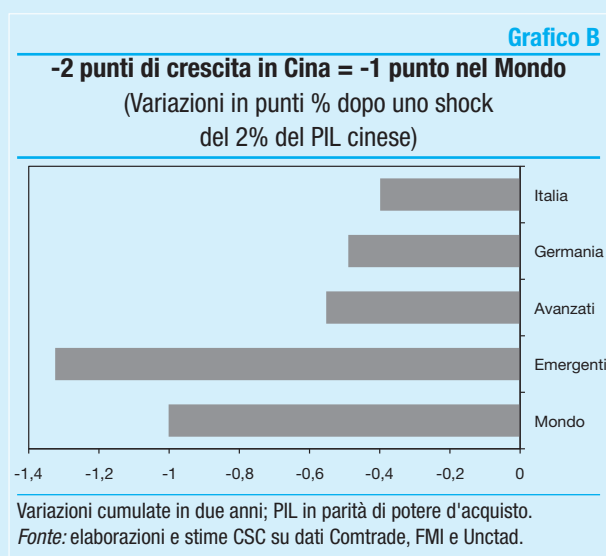


anni ha registrato un passo più lento (+1,8% rispetto a +2,6%). In altre parole, l'elasticità del commercio globale al PIL (cioè il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali) è scesa da più di 2 a meno di 1. Secondo stime CSC, il 28% di questo calo è dovuto al rallentamento della Cina e il 32% a quello degli altri emergenti (molti dei quali strettamente connessi all'economia cinese)<sup>1</sup>.

L'atterraggio morbido (*soft landing*), pilotato dal governo, dell'economia cinese verso il *new normal*, comunque, non è un esito scontato, perché persistono profondi squilibri. In particolare, il debito del settore privato cinese (non finanziario) è a livelli record: in rapporto al PIL, nel primo trimestre del 2016 esso era di 30,1 punti percentuali sopra la tendenza di lungo periodo, registrando il valore nettamente più alto tra i 43 paesi per cui sono disponibili i dati (nell'Eurozona e negli Stati Uniti il debito era sotto la tendenza di lungo periodo, rispettivamente, di 8,8 e di 9,9 punti percentuali; fonte BRI). Secondo molti analisti, inoltre, c'è il rischio di una caduta dei prezzi delle case, che al momento continuano a salire a ritmi molto elevati nelle principali metropoli, anche a causa dei forti vincoli dal lato dell'offerta.

In caso di *hard landing* cinese, gli scossoni si propagherebbero velocemente in tutte le altre economie mondiali. Gli effetti a cascata, infatti, che consistono nella trasmissione anche ad altri paesi di shock di vario tipo che nascono in uno specifico paese, sono cresciuti di importanza negli ultimi decenni insieme all'integrazione tra le economie attraverso i canali commerciali e finanziari. L'andamento economico della Cina è molto correlato, già a partire dai primi anni Duemila, con quello delle altre economie, specie asiatiche. Il ruolo sistemico che la Cina ha assunto negli ultimi anni è stato quantificato dal CSC, che ha stimato come cambia la dinamica del PIL mondiale e di alcuni gruppi di paesi, oltre che dell'Italia, in seguito a uno shock del 2% del PIL cinese in un dato anno, per l'anno in cui si verifica lo shock e, in termini cumulati, per l'anno successivo (Grafico B)<sup>2</sup>.

Secondo le stime del CSC, una frenata di 2 punti percentuali del PIL cinese comporterebbe una minore crescita mondiale di 1 punto cumulato in due anni (in parità di potere d'acquisto). L'effetto sarebbe particolarmente forte per il gruppo dei paesi emergenti (-1,3 punti percentuali) e significativo anche per quelli avanzati (-0,6); in particolare, il PIL italiano perderebbe 0,4 punti di crescita e quello tedesco 0,5.



<sup>1</sup> Si veda "Globalizzazione in stallo: profonde le cause, inadeguate le risposte della politica", in CSC (2016), *Scenari Industriali* n. 7, cap. 2.

<sup>2</sup> Si veda "Crescita globale giù al 2,3% se la Cina cresce al 4%", in CSC (2015), *Scenari economici* n.24, pp. 51-53.

**Forte l'impulso protezionistico**

Il programma del nuovo Presidente degli Stati Uniti, che entrerà in carica a gennaio, decreta lo stop ai grandi accordi multilaterali TPP e TTIP e mette in discussione il NAFTA, per il quale, comunque, è attesa una rinegoziazione su basi più favorevoli agli interessi statunitensi. Questo cambio di rotta dell'amministrazione USA apre scenari molto incerti e, allo stesso tempo, offre maggiori margini di manovra alle trattative, sponsorizzate dalla Cina, per l'accordo RCEP (*Regional Comprehensive Economic Partnership*) tra 16 paesi dell'Asia e dell'Oceano Pacifico (tra cui Australia e Nuova Zelanda).

Il nuovo moto di protesta anti-globalizzazione che ha sancito la Brexit e che si osserva in molti paesi si innesta su un quadro già connotato da forti tinte protezionistiche. Secondo il rapporto Global Trade Alert, il ricorso a nuove barriere agli scambi è aumentato del 50% nel 2015 sul 2014, registrando il livello massimo dall'inizio della rilevazione nel 2009, e ha ulteriormente accelerato il passo nei primi dieci mesi del 2016. I paesi membri del G-20 sono responsabili di più dell'80% di queste restrizioni, nonostante l'impegno reiterato a ogni summit di non cadere nell'errore di chiusura agli scambi commerciali. È cresciuto soprattutto l'utilizzo di sussidi pubblici, specie nei settori con alta capacità inutilizzata, come quello metallurgico. Sono aumentate anche le misure che favoriscono prodotti, o parti di prodotto, di origine interna (*local content requirement*), soprattutto nel *public procurement*. Il protezionismo, inoltre, sta diventando più difficile da rilevare, specie nell'industria digitale, nella quale esistono zone grigie su temi quali la crittografia e la protezione della privacy. Le nuove regolamentazioni, spesso inaspettate, producono incertezza normativa, frenando fortemente gli investimenti e i piani di produzione all'estero, soprattutto di più lungo periodo.

**Conti con l'estero squilibrati**

La divaricazione dei saldi dei conti con l'estero delle principali economie mondiali ha continuato ad ampliarsi nel 2016 (con l'eccezione della Cina); è attesa arrestarsi e rientrare lentamente nel biennio 2017-2018, secondo le previsioni dell'FMI.

La stabilizzazione, nel corso del 2016, delle quotazioni delle commodity ha fatto venir meno un importante fattore alla base dei maggiori squilibri nei conti con l'estero, perché i prezzi bassi avevano favorito le ragioni di scambio dei paesi importatori netti di petrolio e materie prime (i principali avanzati e la Cina), sostenendo le loro bilance commerciali, e peggiorato in modo simmetrico quelle degli esportatori netti (Russia, Brasile e paesi OPEC) e i loro saldi commerciali.

I movimenti delle valute, invece, con il dollaro forte (sull'attesa del rialzo dei tassi FED) e l'euro, lo yen e lo yuan deboli, hanno ridisegnato la mappa della competitività a sfavore dell'economia USA, i cui conti con l'estero saranno penalizzati anche dall'attesa accelerazione della domanda interna (che dà luogo a maggiori importazioni) e dell'inflazione (che riduce la competitività di prezzo).

Nonostante la prevista ripartenza delle esportazioni USA (molto fiacche nel biennio 2015-2016), infatti, il deficit corrente degli Stati Uniti si amplierà dal -2,5% del PIL nel 2016 al -2,8% nel 2018 (Grafico 1.14). Nei paesi dell'Area euro, invece, il maggior vigore delle importazioni, grazie alla risalita della domanda interna (specie degli investimenti), unito al peggioramento delle ragioni di scambio, consentirà di invertire la tendenza all'espansione dei surplus correnti, che



hanno raggiunto livelli record nel 2016: +8,6% del PIL in Germania (+7,7% atteso nel 2018) e +1,2% del PIL nel resto dell'Area (+0,9% nel 2018). L'euro debole, però, potrebbe rallentare ulteriormente il processo di rientro.

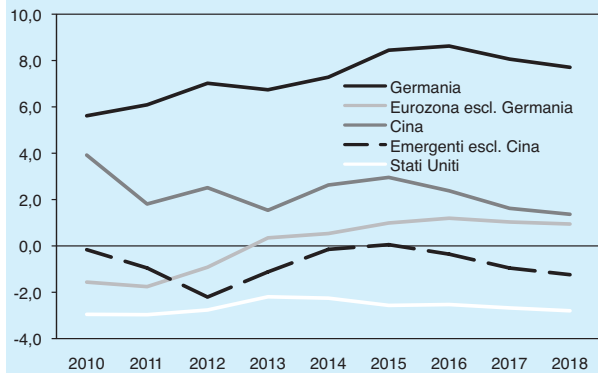
La riduzione del surplus della Cina è favorita da una dinamica positiva delle importazioni (seppur molto al di sotto del ritmo pre-crisi), a fronte di una risalita più lenta delle esportazioni: il saldo passerà da +2,4% del PIL nel 2016 a +1,4% nel 2018. Dinamiche simili causeranno il peggioramento nei conti con l'estero delle altre economie emergenti (da -0,4% del PIL nel 2016 a -1,2% nel 2018).

**Eurozona avanti adagio** Il PIL dell'Area euro è aumentato dello 0,3% congiunturale nel terzo trimestre, stessa velocità del secondo (Grafico 1.15). Ha rallentato la Germania (+0,2%, dopo +0,4%), è tornata a crescere la Francia (+0,2%, dopo il -0,1% nel secondo), è continuata a ritmo ancora elevato la crescita in Spagna (+0,7% dopo +0,8%). Buone le dinamiche anche dell'economia portoghese (+0,8% dopo +0,3%) e di quella greca (+0,5% dopo +0,3%).

La crescita dell'Area è attesa aumentare il ritmo nuovamente nel quarto trimestre: in novembre gli indici di attività segnalano un'ulteriore accelerazione nei servizi (PMI a 54,1 da 52,8 di ottobre), a conferma dell'attuale vivacità della domanda interna, e, in misura minore, nel manifatturiero (PMI a 53,7 a novembre, da 53,5 di ottobre). A guidarla è la Germania (PMI a 54,3 da 53,9 nei mesi estivi) e il ritorno alla crescita in Francia (a 51,7 da 48,9). Le prospettive restano favorevoli, come attesta il miglioramento delle attese di produzione in novembre (saldo a 11,0 da 10,8, Commissione europea). Il PMI composito (a 54,1 da 53,3 in ottobre) risulta in media nel bimestre ottobre-novembre a 53,7 (52,9 nel terzo trimestre), un livello compatibile con una crescita del PIL pari a +0,4% nel trimestre in corso. Si intravede anche qualche spinta inflazionistica, con le imprese manifatturiere costrette a scaricare sui prezzi gli incrementi dei costi delle materie prime al fine di salvaguardare i margini (a novembre la componente PMI ha registrato l'incremento più elevato da marzo 2012).

Grafico 1.14

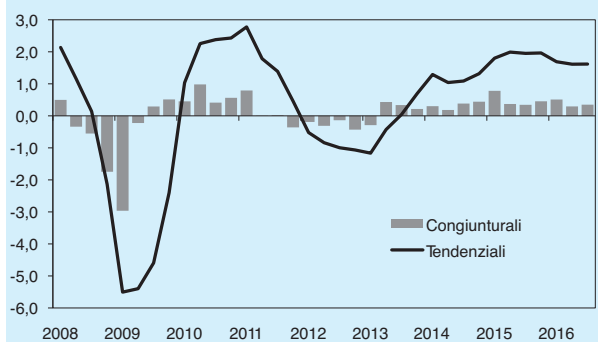
**Restano ampi gli squilibri nei conti esteri**  
(Saldo delle partite correnti in % del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

Grafico 1.15

**Nell'Area euro crescita a rilento**  
(PIL, var. %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Nello scenario CSC dopo un +1,6% nel 2016, il PIL è atteso decelerare a +1,3% nel 2017, per poi accelerare nuovamente all'1,4% nel 2018. Il ritmo di crescita dell'economia dell'Eurozona perderà slancio nel 2017 quando si ridurrà sia il contributo positivo della domanda interna sia quello della domanda estera. Nel corso dell'anno, infatti, il potere di acquisto delle famiglie risentirà dell'esaurirsi degli effetti pregressi del crollo dei prezzi dell'energia mentre rimarrà elevato il grado di incertezza legato al futuro dell'integrazione europea.

In parziale disallineamento con la media dei paesi dell'Area, il PIL della Germania dovrebbe continuare a espandersi nel prossimo biennio allo stesso ritmo dell'anno in corso (+1,7), grazie alla spesa delle famiglie, la cui vivacità sarà in grado di più che compensare la debolezza degli investimenti privati indotta da una domanda estera piuttosto fiacca per via dell'effetto della Brexit sulle importazioni del Regno Unito.

#### USA sotto l'effetto Trump

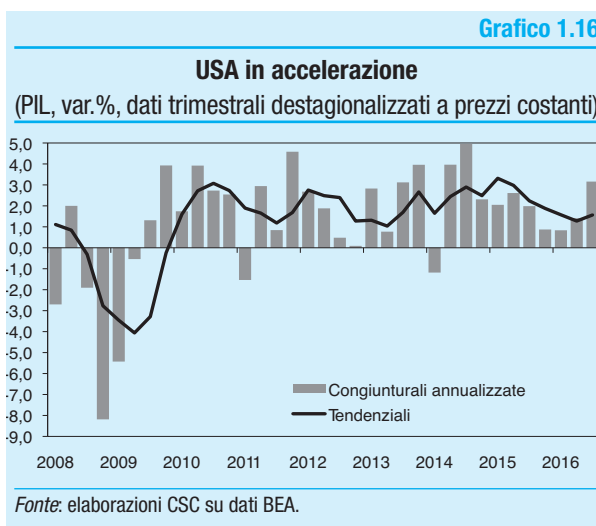
Nello scenario CSC il PIL USA è atteso avanzare dell'1,6% quest'anno, per poi accelerare al 2,2% nel 2017 e ancora al 2,3% nel 2018, in linea con il tasso di crescita potenziale dell'economia americana e grazie alla spinta della politica di bilancio espansiva annunciata in campagna elettorale dal Presidente eletto Donald Trump. I cui effetti si materializzeranno nella seconda metà del 2017 e nel corso del 2018. Tuttavia le attese di avvio di normalizzazione della politica monetaria e l'incertezza circa le misure protezionistiche che saranno adottate controbilanceranno parzialmente gli

effetti dei tagli delle imposte e dell'aumento della spesa pubblica in infrastrutture (si veda il riquadro *Le conseguenze economiche delle elezioni presidenziali USA*).

Il PIL ha accelerato nel 3° trimestre (+3,2% annualizzato, dopo il +1,4% del secondo; Grafico 1.16), grazie alla continuazione della crescita dei consumi (+2,8%) e, per la prima volta dopo sei trimestri, anche al contributo positivo delle scorte (per 0,5 punti percentuali di PIL). Le esportazioni hanno realizzato l'incremento più alto degli ultimi tre anni (+10,1% rispetto al +2,1% delle importazioni) contribuendo all'aumento del PIL per 0,9 punti percentuali. Stazionari gli investimenti fissi non residenziali mentre quelli residenziali si sono contratti del 4,4%.

I dati più recenti confermano che l'espansione è continuata nel quarto trimestre anche se a un ritmo più moderato, grazie alla domanda interna e all'atteso rimbalzo degli investimenti residenziali. Rispetto al precedente trimestre invece si sta rivelando inferiore il contributo del canale estero.

La spesa delle famiglie è sostenuta dall'aumento dell'occupazione, dalla crescita dei salari (a novembre al 2,5% annuo), e della ricchezza, grazie anche all'ulteriore recupero dei prezzi delle



case (+6,1% annuo in settembre). Le vendite al dettaglio sono aumentate del 4,3% annuo in ottobre 2016. È proseguita in novembre, anche se a ritmi più moderati, la creazione di nuovi posti di lavoro nel settore non agricolo (mediamente +180mila al mese nel corso del 2016); è aumentato il tasso di partecipazione (62,8% in media nei primi undici mesi del 2016 da 62,6% media annuale 2015) ed è diminuito al 4,6% il tasso di disoccupazione, in linea con l'obiettivo fissato dalla FED.

In prospettiva, rimarrà positivo l'impatto sui redditi e sui consumi della costante crescita degli occupati, rafforzato inoltre dall'aumento dei salari, attesi in progressiva accelerazione grazie alla raggiunta piena occupazione. La spesa delle famiglie potrà, inoltre, contare su bilanci personali molto solidi: restano, infatti, a livelli molto contenuti il livello di indebitamento e gli esborsi per interessi che, al 10% del reddito, sono prossimi al minimo storico. L'impatto dell'incremento dei tassi, avvenuto e in arrivo, sarà mitigato dal fatto che la maggior parte delle famiglie ha contratto debiti a tassi fissi.

Dopo tre trimestri di cali consecutivi, gli investimenti in macchinari mostrano segni di stabilizzazione (invariati nel terzo trimestre rispetto al secondo); a ottobre, gli ordini di beni durevoli sono aumentati del 4,8% grazie al comparto dell'aeronautica civile, ma sono saliti anche gli ordini di beni capitali esclusa difesa e aeromobili (+0,4%), un indicatore anticipatore dell'andamento di questo tipo di investimenti.

La domanda per abitazioni è destinata a rimanere elevata per l'aumento dei redditi. E i livelli minimi dal 2001 raggiunti dalle case esistenti messe in vendita renderanno necessarie nuove costruzioni per soddisfare la crescente richiesta. L'avvio di nuovi cantieri è aumentato del 25,5% in ottobre, quando sono risultati in forte incremento anche i permessi di costruzione per le case mono-familiari (+2,7%) e per le multi-familiari (+3,3%). L'indice delle richieste di mutui a novembre è salito del 9,6% da inizio anno. Il previsto graduale rialzo dei tassi di interesse non inciderà in modo rilevante sul costo dei mutui, dato il loro livello storicamente molto basso.

Il canale estero dovrebbe dare un contributo minore alla crescita del PIL nel quarto trimestre. Il saldo dell'interscambio di beni a ottobre ha registrato un ampliamento del deficit a -62 miliardi di dollari da -56 in settembre. Nel prossimo biennio il commercio mondiale continuerà a dare un contributo positivo alla crescita statunitense. L'entità di tale contributo sarà tuttavia limitata dall'avvenuto apprezzamento del dollaro e dagli effetti delle annunciate scelte di politica commerciale. L'elezione di Donald Trump, infatti, presenta un potenziale impatto sui mercati mondiali superiore alla Brexit, soprattutto nel caso in cui nei prossimi anni prevalessero le politiche protezionistiche estreme declamate in campagna elettorale.

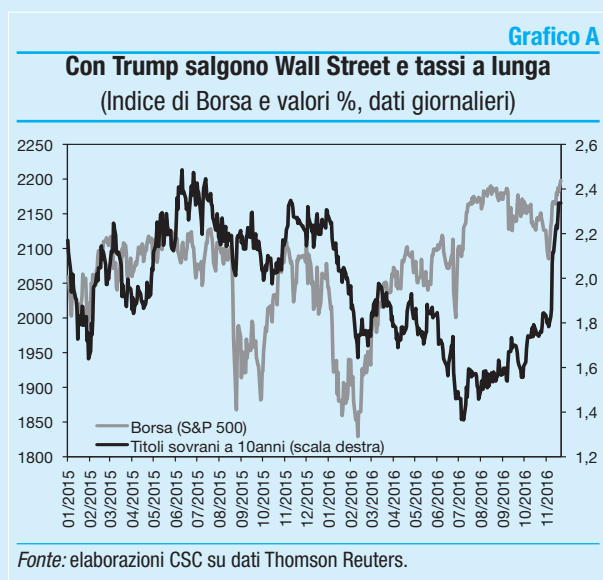
## Le conseguenze economiche delle elezioni presidenziali USA

L'attuazione del programma elettorale di Donald Trump avrà effetti che agiranno attraverso quattro canali. Nell'insieme ne dovrebbero scaturire una maggior crescita di consumi, investimenti e inflazione, ma anche tassi più alti, cambio più forte e rischi di restrizione del commercio internazionale.

Anzitutto, c'è l'impatto immediato sui mercati finanziari. I quali, in base alle promesse della nuova Presidenza, si aspettano una crescita più forte dell'economia americana. Di conseguenza, la Borsa è in crescita (+6,1% l'indice S&P500 a dicembre dai minimi di inizio novembre), perché le migliori attese alimentano la propensione al rischio e spostano i capitali verso le azioni. Le quotazioni salgono, in particolare, per l'attesa di una riduzione delle tasse, di maggiori utili delle imprese, di un rientro dei capitali dall'estero. Il rialzo della Borsa è partito pochi giorni prima dell'esito elettorale.

Inoltre, negli USA aumentano i rendimenti a lungo termine: il *Treasury* a 10 anni è salito di oltre mezzo punto al 2,39% a dicembre (da 1,78% a inizio mese). Ciò avviene proprio perché i capitali fluiscono verso asset più rischiosi, riducendo i prezzi dei bond. L'aumento dei rendimenti dei *Treasury* era iniziato già prima delle presidenziali USA, ma ne è stato molto rafforzato (Grafico A). L'aumento dei rendimenti a lungo termine americani, peraltro, sta guidando analoghi rialzi in Europa. L'attesa di accelerazione della crescita potrebbe in parte auto-avverarsi, proprio tramite l'effetto positivo sul mercato azionario. L'aumento dei tassi a lunga, invece, tende a frenare consumi e investimenti tramite il rincaro del costo del debito.

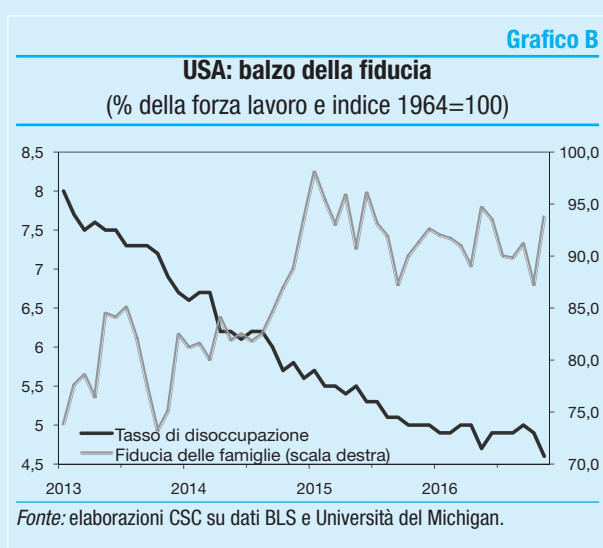
In secondo luogo, ci saranno implicazioni per la politica monetaria USA. Già prima delle elezioni, data un'economia vicina al pieno impiego, ci si attendeva che la FED seguisse nei prossimi anni un sentiero (molto graduale) di rialzi dei tassi di interesse a breve, fermi da fine 2015 nella forchetta 0,25-0,50%. Rimanevano dubbi sull'esatto *timing* dei rialzi, al quale la FED non si è mai legata le mani. Dopo le presidenziali USA la probabilità di un rialzo a dicembre 2016 è cresciuta molto. Ciò è avvenuto proprio perché sono migliorate le attese sulla crescita e, quindi, sugli andamenti di mercato del lavoro e inflazione, le due variabili-obiettivo a cui la FED guarda. In particolare, la promessa espansione fiscale dovrebbe alimentare la dinamica dei prezzi negli USA, riportandola più rapidamente verso il 2,0% annuo (è all'1,6% in ottobre) e quindi sciogliendo le ultime remore della FED a riprendere il percorso



dei rialzi. I tassi dunque si avvieranno più rapidamente verso il livello “neutrale”, al quale cioè la politica monetaria non stimolerà più l’attività economica. Questa prospettiva di *policy* negli USA, opposta rispetto a quella dell’Eurozona (dove proseguirà l’espansione monetaria con il QE), sta rafforzando il dollaro, salito a 1,06 rispetto all’euro (da 1,11 a inizio novembre) e del 2,7% effettivo nominale. Ciò tende a frenare l’export americano, perché ne riduce la competitività di prezzo.

La terza area di impatto è quella della politica di bilancio. La parte maggiore dello stimolo alla crescita dovrebbe provenire dal taglio delle tasse, che prevede per le persone fisiche la riduzione delle aliquote fiscali da sette a tre, l’abbattimento dell’aliquota massima al 33% e l’eliminazione dell’imposta di successione e donazione. Per le persone giuridiche, comporta la diminuzione dell’imposta sulle società dal 35% al 15% e un incentivo fiscale per il rimpatrio dei profitti. La riforma tributaria è condivisa dalla maggioranza del partito repubblicano sia alla Camera sia al Senato e quindi rapidamente attuabile con interventi legislativi. Secondo gli analisti della JP Morgan, il taglio delle tasse dovrebbe ammontare a circa 200 miliardi di dollari (1,1% del PIL), distribuito tra persone fisiche e società, e avere un impatto a partire dal terzo trimestre 2017 che si dispiegherebbe nel 2018, innalzando di 0,3 punti percentuali la crescita del PIL. Lo stimolo fiscale dovrebbe generare un’espansione di consumi e investimenti che più che compenserebbe il freno posto dai tassi più alti. Insieme al rialzo della Borsa e dell’occupazione ciò andrà ad alimentare ulteriormente ricchezza e reddito delle famiglie. Tale aspettativa si esprime già nel *sentiment* dei consumatori, i cui indicatori, dopo aver recuperato il terreno perduto negli anni di crisi, nella prima rilevazione post-elezioni mostrano un consistente rialzo, passando dall’87,2 della rilevazione di ottobre a 93,8 col dato definitivo di novembre (+7,6%; Grafico B). L’aumento della fiducia può rappresentare di per sé un canale espansivo, nella misura in cui stimoli una crescita dei consumi anche a parità di reddito disponibile netto, agendo sulla propensione a spendere delle famiglie americane in un contesto caratterizzato da attese ampiamente ottimistiche sull’andamento futuro dell’economia e dei redditi. Altri aspetti del programma per la politica di bilancio del neo-eletto Presidente includono l’aumento della spesa in infrastrutture e difesa, con ampio aumento della spesa militare, l’eliminazione di tutte le imposte collegate all’*Affordable Care Act* voluto dal Presidente Obama, la riduzione dei costi dei farmaci attraverso modifiche alle tariffe sui prodotti importati.

Infine, le posizioni fortemente protezionistiche del Presidente Trump influenzeranno la politica commerciale americana, che sarà guidata dal principio ‘*America First*’, all’insegna del rafforzamento del-



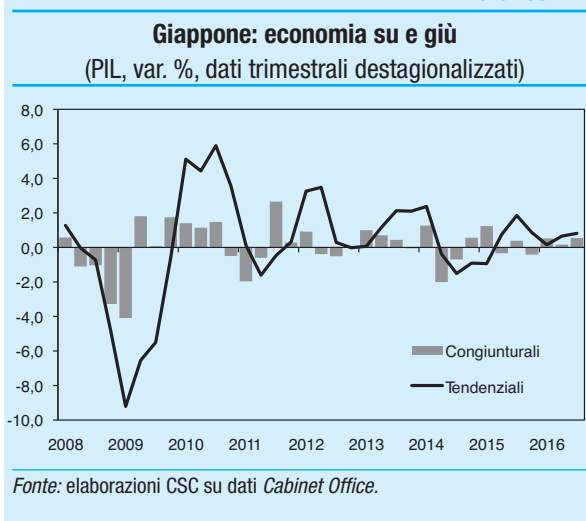
l'attività interna piuttosto che del rispetto degli accordi internazionali. Tenuto conto del fatto che il Presidente ha il potere di imporre tariffe commerciali anche senza il parere del Congresso e che gli USA rappresentano l'ottavo importatore mondiale di merci, è alto il rischio di un forte impatto negativo sugli scambi mondiali. Il TPP negoziato da Obama con 11 paesi del Pacifico (esclusa Cina) è stato già tolto dall'agenda del Congresso per la ratifica. Appare bloccato, a maggior ragione, il TTIP con l'Europa, che così rimane isolata nell'ambito dei grandi accordi sugli scambi internazionali. Nei prossimi mesi, inoltre, permarrà un clima di incertezza riguardo all'entità dell'incremento delle tariffe sul commercio con la Cina. Inoltre è stata prospettata una rinegoziazione del NAFTA con Canada e Messico. La politica anti-immigrazione potrebbe comportare un significativo innalzamento dei controlli di sicurezza alle frontiere, con conseguenti ritardi sui trasferimenti e consegne di merci, in particolare dagli impianti delocalizzati. Non è chiaro se alla retorica elettorale seguiranno azioni conseguenti oppure se le parole estreme si tradurranno in provvedimenti più moderati. Questa mancanza di chiarezza manterrà nel medio termine un elevato grado di incertezza, che secondo alcuni analisti potrebbe abbassare la crescita USA anche di un punto percentuale all'anno. Inoltre, l'imposizione di misure protezionistiche da parte del paese simbolo dell'apertura dei mercati e della globalizzazione potrebbe generare una spirale di chiusura degli scambi commerciali, anche di quelli non particolarmente dipendenti dalle importazioni USA, con generali conseguenze negative sulla crescita del commercio mondiale.

#### In Giappone nuovi stimoli

L'economia nipponica ha accelerato nel terzo trimestre del 2016: +0,5% il PIL, dopo lo 0,2% registrato nei mesi primaverili (Grafico 1.17). L'impulso è stato dato dagli investimenti privati residenziali (+2,3% dopo +5,0%) e, soprattutto, dalla ripresa della domanda estera (+2,0% dopo -1,5%), con un contributo alla crescita da parte delle esportazioni nette pari a mezzo punto percentuale. Nello scenario del CSC il PIL è previsto crescere dello 0,9% sia nel 2017 sia nel 2018, dallo 0,7% nel 2016.

Sarà, infatti, sostenuto dal pacchetto di misure di stimolo all'economia approvato a ottobre (*Japan Revitalisation Strategy*) che dispiegherà i suoi effetti nel biennio 2017-2018 e, unitamente al deprezzamento dello yen, porterà l'economia nipponica a crescere nell'orizzonte di previsione a un ritmo più vivace.

Grafico 1.17



**Regno Unito in frenata**

Dopo lo shock della vittoria della Brexit nel referendum del 23 giugno, il PIL ha continuato a crescere ma con meno slancio: +0,4% congiunturale nel terzo trimestre 2016, rispetto al +0,6% del secondo (Grafico 1.18). I servizi fanno da traino (+0,8%) e compensano la caduta della produzione negli altri principali comparti: -1,4% le costruzioni e -1,0% la manifattura.

Se la Corte Suprema confermerà la necessità del voto parlamentare per avviare l'uscita dall'UE, i tempi si allungheranno e rimarrà alta l'incertezza. L'economia britannica si è per ora mostrata piuttosto resiliente e non sono stati intaccati ancora i comportamenti di spesa. Nei quattro mesi seguiti al voto di giugno le vendite al dettaglio sono aumentate del 6,0% in valore rispetto allo stesso periodo del 2015, le vendite di auto dell'1,4% e la fiducia dei consumatori ha recuperato dopo la caduta registrata in luglio. Il tasso di cambio si è attestato intorno a 1,26 dollari per sterlina, da circa 1,45 dei livelli precedenti il voto di giugno.

Nei prossimi trimestri ci si attende che la Brexit eserciti un effetto zavorra sull'economia tenendo bassi gli investimenti. L'economia eviterà la recessione grazie alle politiche di bilancio e monetarie espansive e alla sterlina debole.

**Emergenti in accelerazione**

Il CSC prevede che nell'insieme dei paesi emergenti il PIL aumenterà quest'anno del 4,1%, del 4,5% nel 2017 e del 4,7% nel 2018, attestandosi di poco sotto al 4,9% medio registrato negli ultimi trent'anni ma significativamente sotto la media 2000-2007 (Grafico 1.19). La stima per il 2016 è stata rivista di un decimale al rialzo rispetto a quella elaborata in settembre e quella per il 2017 di due; tale miglioramento è dovuto alla più rapida attenuazione delle recessioni in Brasile e Russia e al ritmo di sviluppo più sostenuto della Cina, che sembra avviarsi a chiudere l'anno con un +6,6% (+6,3% previsto in settembre) e a rallentare nel 2017 al 6,2%, superiore di due decimali rispetto alla previsione di settembre; nel 2018 è atteso un +6,0%.

Grafico 1.18

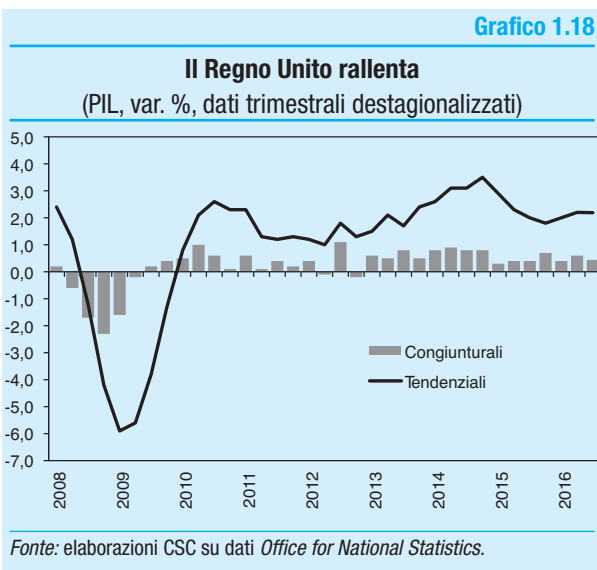
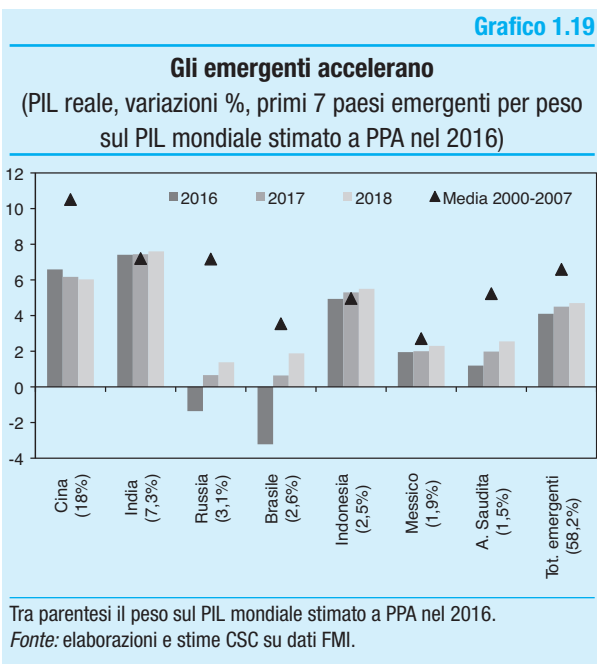


Grafico 1.19



Il peso dei nuovi mercati aumenta nel 2016 al 58,2% (57,6% nel 2015) del PIL globale (calcolato a parità di potere di acquisto) e nell'orizzonte di previsione sfiorerà il 60%. La Cina rappresenta il 31% del PIL degli emergenti. In particolare i BRIC sono mercati importanti per l'export italiano; la Cina è il secondo paese di destinazione delle vendite negli emergenti (con 11 miliardi di euro nel 2015, preceduta da Polonia e Turchia, con un ammontare di poco superiore), la Russia è il quarto, il Brasile il nono e l'India l'undicesimo.

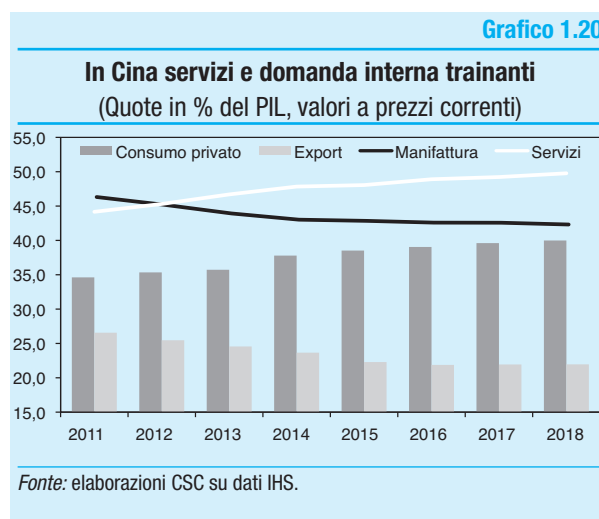
### Più graduale la frenata cinese

Il rallentamento della Cina a ritmi di crescita fisiologicamente più bassi e maggiormente basati su consumi privati e servizi proseguirà nell'orizzonte di previsione (Grafico 1.20). Nel terzo trimestre del 2016 l'economia cinese è cresciuta del 6,6% (dopo il 6,7% nei primi due), trainata dai servizi (+7,6% tendenziale) e dai consumi, che nei primi tre trimestri hanno fornito il 71% della crescita (13 punti percentuali in più dello stesso periodo dell'anno precedente). Che resta, quindi, in linea con l'obiettivo minimo del 6,5% fissato fino al 2020 dal Governo, seppure sostenuta da politiche di bilancio espansive, che hanno portato al 2,9% il rapporto deficit/PIL,

molto vicino al vincolo di bilancio del 3% fissato per l'anno in corso.

Le attese per il quarto trimestre sono di una crescita più bassa per il rallentamento delle costruzioni che si trasmette alla produzione industriale. Continuano a pesare i fattori già illustrati in precedenza dal CSC: l'eccesso di capacità produttiva delle grandi imprese di stato nell'industria pesante, gli squilibri nel mercato del credito e la fragilità di quello immobiliare. Più di recente si è aggiunta anche l'incertezza per i venti di protezionismo che spirano dagli USA.

A rendere possibile la tenuta di un tasso medio di crescita del 6% concorreranno gli investimenti in infrastrutture e la ripartenza dell'economia globale.



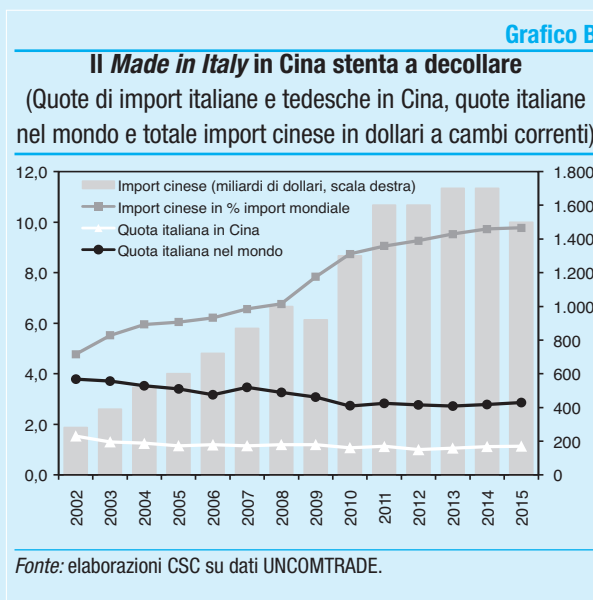
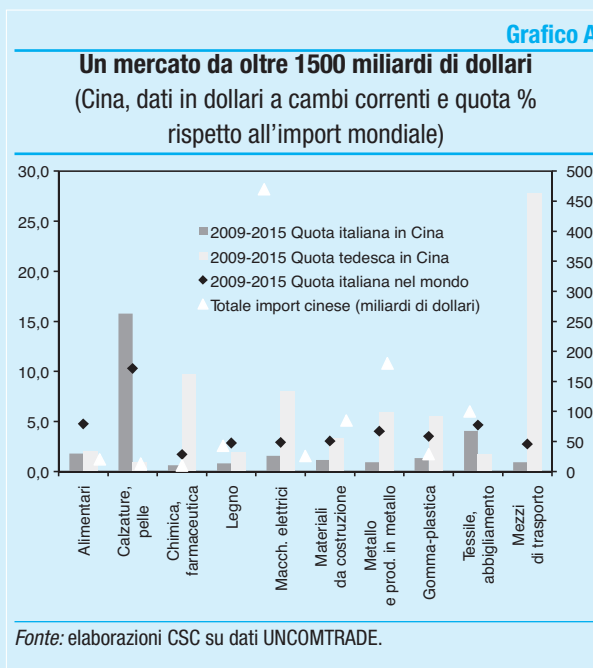


### Ampi margini di miglioramento per il *Made in Italy* in Cina

Seppure in rallentamento, la Cina rimane un mercato che offre un ampio potenziale per il *Made in Italy*.

Tra il 2002 e il 2015 la Cina ha più che quintuplicato il valore del suo import, che è passato da 280 a oltre 1.500 miliardi di dollari. Durante lo stesso periodo la quota di import cinese sul totale mondiale è aumentata di cinque punti percentuali, passando dal 4,8% al 9,8%. L'impennata della domanda cinese è stata così pronunciata da garantire all'Italia un aumento dell'export verso quel paese pari al 295% (da 4,3 a 17,0 miliardi di dollari<sup>1</sup>). La quota italiana sull'import cinese si è, tuttavia, ridotta dall'1,5% all'1,1%. Sono ancora ampi i margini di miglioramento, se si considera che la quota italiana sull'export mondiale è stata pari a 2,9% nel 2015 (Grafico A).

In Cina l'Italia vanta risultati inferiori a quelli ottenuti altrove in tutti i principali comparti del manifatturiero, fatta eccezione per il settore calzature e pelli, che tuttavia assorbe dall'estero appena 13 miliardi (Grafico B). Il *Made in Italy* risulta sottodimensionato nei settori che hanno un peso maggiore sull'import totale della Cina. Primi tra tutti sveltano i macchinari elettrici con un mercato di 470 miliardi, di cui l'Italia soddisfa solo l'1,6%, poco meno della metà della quota italiana a livello mondiale nello stesso settore (2,9%). Se l'Italia sfruttasse appieno il suo potenziale, riuscendo a ser-



<sup>1</sup> Le cifre riportate sono al lordo di costo, assicurazione e nolo (CIF). Il dato netto per il 2015 è di 11 miliardi circa contro i 17 CIF.

vire questo comparto in Cina come altrove, il suo export crescerebbe di 6,3 miliardi di dollari, passando da 7,4 a 13,7 miliardi. La quota tedesca nello stesso comparto è pari all'8% per un valore di 37,7 miliardi di dollari. Un altro comparto con ampi margini di miglioramento è quello dei prodotti in plastica e gomma, in cui l'import cinese ammonta a 180 miliardi di dollari; la quota italiana in Cina è pari all'1,3%, mentre la stessa nel mondo è pari al 3,5%, per cui il potenziale di miglioramento per l'Italia è di 4 miliardi di dollari. Particolarmente interessante è il comparto dei mezzi di trasporto, la quota italiana risulta particolarmente ridotta (0,7% rispetto al 3,1% che l'Italia ha nel mondo), soprattutto se raffrontata con quella tedesca (27,8%).

Dopo aver raggiunto la seconda posizione mondiale per PIL ed essersi attestata ormai da alcuni anni quale maggiore esportatore globale, la Cina fisiologicamente ha rallentato i ritmi di crescita. Ciò nonostante, il Paese mostra alti margini di miglioramento per le vendite del *Made in Italy*. Il CSC stima che, se l'Italia riuscisse a ottenere in Cina i risultati che ha conseguito in media nel mondo nel 2015, ciò innalzerebbe le sue vendite in quel paese a 43,5 miliardi di dollari, quindi 26,5 miliardi oltre quanto già realizzato, ossia 1,6 punti di PIL.

#### **In India crescita stabile**

Le previsioni del CSC sull'economia indiana sono immutate rispetto a quelle formulate in settembre. Nell'anno in corso il PIL cresce del 7,3% e nel 2017 del 7,6%, ritmo che verrà mantenuto nel 2018<sup>2</sup>. Il tasso di crescita risulterà il più elevato dal 2010 e tra i G-20. Il fattore trainante della crescita continuano a essere i consumi, anche spinti da aumenti salariali e delle pensioni.

Il recente provvedimento per la demonetizzazione (ovvero per il ritiro delle banconote di taglio più elevato) produce nell'immediato un rallentamento dell'attività economica. I settori più esposti sono quelli legati all'agricoltura; a rischio anche la vendita di elettrodomestici e quella di automobili. Superato l'impatto di breve periodo, l'economia beneficerà di maggiore trasparenza e maggiori entrate fiscali. Inoltre, il Governo Modi sta implementando riforme volte ad aumentare la produttività e a potenziare l'attrattività del Paese per gli investimenti esteri; tra queste c'è la tassazione unificata sul valore aggiunto negli acquisti di beni e servizi, che scatterà nel 2017.

#### **Segnali di ripresa in Russia...**

Le nuove previsioni del CSC per la Russia nel 2016 sono migliori di quelle rilasciate in settembre: -0,8% il PIL 2016 (in settembre -1,2%). Restano invariate le stime per il 2017 (+0,7%); per il 2018 è attesa una crescita dell'1,4%. L'economia russa si è contratta per i primi tre trimestri dell'anno, ma a un ritmo via via più contenuto (-0,4% nel terzo trimestre, -0,6% nel secondo e -1,2% nel primo). All'attenuazione della recessione hanno contribuito l'aumento del prezzo del petrolio e l'apprezzamento del rublo che migliorano le ragioni di scambio (Grafico 1.21).

<sup>2</sup> Per l'India si considera l'anno fiscale che va da aprile a marzo (ad esempio, il 2016 va da aprile 2016 a marzo 2017).

La Russia continua anche a risentire delle sanzioni UE, introdotte nel marzo 2014 in risposta all'annessione della Crimea e alla destabilizzazione dell'Ucraina. Le sanzioni sono state rinnovate a luglio per una durata di sei mesi e verranno riesaminate a febbraio 2017. Le elezioni di Trump negli Stati Uniti e il moltiplicarsi di voci in UE favorevoli alla distensione tra l'Occidente e la Russia (primo fra tutti il candidato presidente Fillon in Francia), rendono plausibile la loro rimozione e ciò darebbe slancio all'economia russa. Al contrario il loro prolungamento rafforzerebbe la politica intrapresa dalla Russia di sostituzione dell'import di beni occidentali con prodotti nazionali, compromettendo il potenziale di crescita in quel mercato per i partner commerciali come l'Italia.

I cambiamenti in atto nel quadro geopolitico giocano a favore della Russia e impatteranno positivamente anche sulle prospettive di lungo periodo della sua economia.

**...e anche in Brasile** Il CSC rivede ulteriormente al rialzo le previsioni per il Brasile: -3,2% nel 2016 e +0,6% nel 2017 (contro -3,5% e -0,2% stimati in settembre). Nel 2018 il Brasile è stimato crescere dell'1,2%. A favorirne la ripresa c'è anche la risalita dei prezzi delle commodity, attese in crescita lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Il diradarsi delle incertezze politiche favorisce maggiori investimenti che ridanno slancio all'economia nel suo complesso, dopo due anni e mezzo di recessione; tuttavia, la ripartenza sarà a ritmi relativamente contenuti. L'inflazione in calo apre anche spazi all'allentamento della politica monetaria.

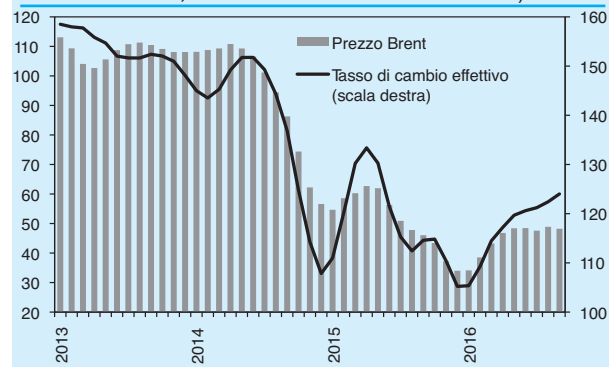
**Incertezza in Turchia** Il tentato golpe e la conseguente repressione hanno creato in Turchia un'elevata incertezza. Per il 2017 ci si attende una stabilizzazione dei rapporti istituzionali e una ripresa delle relazioni con l'UE. Le previsioni di crescita del PIL sono di +2,6% nel 2016, +2,9% nel 2017 e +3,0% nel 2018.

**Frena la Polonia** La crescita polacca ha rallentato nel terzo trimestre al +2,5% tendenziale (+0,2% congiunturale). La crescita per il 2016 è prevista al +3,1%, inferiore quindi a quanto indicato a settembre (+3,6%); nel 2017 è stimata del +3,4% e nel 2018 del +3,3%, essendo sostenuta dalla domanda interna, nonostante il rallentamento degli investimenti, mentre si riduce il contributo dell'export.

**Prospettive migliori per il Medio Oriente** Le previsioni di recupero del prezzo del petrolio nel 2017 e nel 2018 giustificano un'accelerazione della crescita dei paesi mediorientali: +2,9% nel 2016, +3,1% l'anno prossimo e +3,6% il successivo. Nuova incertezza grava sugli accordi con l'Iran dopo l'elezione di Donald Trump.

Grafico 1.21

### Riparte il prezzo del petrolio e si apprezza il rublo (Prezzo del Brent in dollari correnti e tasso di cambio effettivo, medie mobili centrate a 3 termini)



Fonte: elaborazione CSC su dati Thomson Reuters.

### Messico: incertezza dopo l'elezione di Trump

Il cambio di presidenza negli USA condiziona a ribasso le prospettive di crescita per il Messico: +2,1% nel 2016 (da +2,5% stimato in settembre), +2,0% nel 2017 (da +2,8%) e +2,3% nel 2018. Trump ha più volte dichiarato in campagna elettorale di voler rinegoziare i trattati del *North American Free Trade Agreement* (NAFTA) per ridurre il deficit commerciale con Canada e Messico. È stato anche paventato l'utilizzo di tariffe fino al 35% per imprese in territorio americano che importano manufatti dal Messico; particolare preoccupazione suscita il settore degli autoveicoli. Per il momento non sono state prese decisioni vincolanti, ma l'incertezza ha raggiunto livelli di guardia e il peso messicano si è svalutato del 7,8% nel periodo successivo alle elezioni (Grafico 1.22).

### Prezzo del petrolio in rialzo

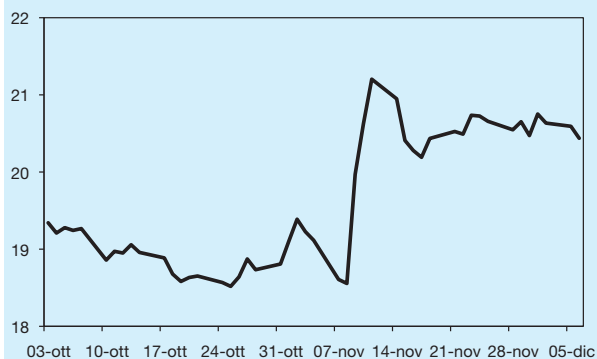
Nello scenario CSC la quotazione del Brent è attesa in aumento rispetto ai valori correnti: 60 dollari a barile a fine 2017 e 65 dollari a fine 2018. Questo profilo colloca il prezzo, in media, a 57 dollari nel 2017 (da 45 nel 2016) e a 62 nel 2018. La quotazione resterà molto al di sotto dei valori del 2011-2014 (99 in media nel 2014).

Il profilo di rincaro riflette il graduale riequilibrio del mercato mondiale, che sta avvenendo tramite una crescita della domanda superiore a quella dell'offerta. Tuttavia, a causa dell'andamento dell'estrazione più forte del previsto, il riequilibrio sarà più graduale di quanto scontato a settembre e non si completerà nel 2017 (Grafico 1.23).

Il prezzo del Brent è sceso a 46,9 dollari al barile in media a novembre, da 51,4 in ottobre (-9,1%) salvo poi salire a 54 dollari a inizio dicembre sulla scia dell'accordo OPEC. Negli ultimi mesi le quotazioni hanno oscillato intorno ai valori di giugno (49,9 dollari), interrompendo la risalita che aveva caratterizzato la prima metà del 2016 (minimo di 32,1 dollari a gennaio). Tale andamento altalenante del prezzo ha riflesso varie forze contrastanti.

Grafico 1.22

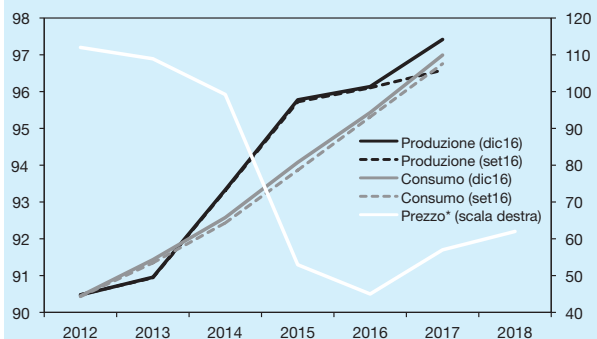
### Peso messicano svalutato dopo l'elezione di Trump (Tasso di cambio Peso/dollari)



Fonte: elaborazione CSC su dati Thomson Reuters.

Grafico 1.23

### L'offerta di petrolio superiore ai consumi (Mondo, milioni di barili al giorno, dollari per barile)



\* Per il Brent: 2017-2018 previsioni CSC.

In parentesi: mesi di elaborazione delle stime EIA.

Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA, Thomson Reuters.

Al rialzo: l'aspettativa, fin dalle prime intese di settembre, dell'accordo OPEC, siglato poi a fine novembre, per un forte taglio della produzione: 1,2 mbg da gennaio 2017. A ciò si dovrebbe aggiungere un ulteriore taglio promesso da paesi non-OPEC (compresa Russia) per altri 0,6 mbg. Se attivato, tale accordo sarebbe sufficiente ad ottenere un pieno riassorbimento dell'eccesso di offerta mondiale. Negli ultimi anni il Cartello si era dimostrato poco coeso nel limitare l'offerta, per la difficoltà a ripartire un taglio tra i vari paesi, alcuni dei quali stanno accrescendo l'estrazione. Di conseguenza, la capacità inutilizzata OPEC era scesa ai minimi prima dell'accordo (1,1 mbg a novembre, da 2,0 a marzo). La carenza del "cuscinetto" indica che il mercato mondiale è esposto a eventuali shock di offerta, giacché il Cartello ha poco spazio per rapidi aumenti della produzione.

Al ribasso: l'estrazione di greggio USA, che ha maggiori costi (*shale oil*), di recente è risalita (8,7 mbg a novembre, da 8,5 mbg in ottobre), dopo essere scesa a causa dei prezzi bassi (9,6 a metà 2015). Ciò indica che uno dei motori di aumento dell'offerta mondiale è ancora in funzione. Inoltre, l'eliminazione delle sanzioni all'Iran, a inizio 2016, ha già riportato sui livelli passati l'estrazione di greggio iraniano: 3,7 mbg a novembre, da 2,8 a fine 2015 (3,7 nella prima metà del 2011). Un incremento rapido, che contribuisce a mantenere abbondante l'offerta di greggio. Infine, le tensioni geopolitiche in vari paesi stanno pesando meno sull'estrazione negli ultimi mesi: la capacità estrattiva OPEC indisponibile è di 1,9 mbg a novembre, da 2,8 a fine 2015. L'offerta sta soffrendo meno interruzioni anche nei paesi non-OPEC (0,4 mbg la decurtazione a novembre, da 1,1 mbg a maggio).

Le quotazioni del Brent rimangono volatili: 6,4 la deviazione standard (in dollari) dei valori giornalieri nei primi undici mesi del 2016 (8,0 nel 2015; 4,2 nel 2000-2006). Quest'anno, quindi, il prezzo ha oscillato in una fascia di 13 dollari intorno alla media (16 l'anno scorso), da 8 dollari pre-crisi. Alla luce della volatilità recente, il rialzo atteso dal CSC nel 2017-2018 rappresenta una variazione contenuta e indica soprattutto una direzione; potrebbe rivelarsi sottostimato o sovrastimato, date le molte variabili non economiche in gioco. Le attese dei mercati sono debolmente rialziste: i *future* sul Brent indicano un rincaro di 5 dollari entro fine 2018.

**L'offerta di petrolio ancora abbondante** Nel mercato mondiale del greggio si registra ancora un eccesso di offerta rispetto alla domanda, valutato in 0,7 mbg in media nel 2016 (1,7 mbg nel 2015; stime EIA). Le scorte di greggio nei paesi OCSE crescono: +90 milioni di barili a fine 2016 rispetto a fine 2015, per un totale di 3,1 miliardi di barili (pari a oltre due mesi di consumi).

Quest'anno la produzione mondiale è cresciuta poco (+0,4 mbg), dato il calo nei paesi non-OPEC (-0,6 mbg), in gran parte negli USA (-0,3). La produzione OPEC, invece, è in aumento: +1,0 mbg atteso nella media dell'anno. A novembre è arrivata a 40,1 mbg (inclusi NGL e altri liquidi), +1,7 da inizio anno. L'estrazione è ai massimi in Iraq (4,5 mbg), Iran e Arabia Saudita (10,4 mbg). Nel 2016 la domanda mondiale di greggio è aumentata rapidamente (+1,4 mbg), avvicinandosi all'offerta. L'incremento si è realizzato in gran parte nei paesi emergenti (+1,2 mbg), ma una crescita si registra anche negli avanzati, dove i prezzi bassi stimolano i consumi.

Per il 2017 si prevede un proseguimento del processo di chiusura del gap tra domanda e offerta,

che però non si completa, nonostante l'accordo OPEC, secondo lo scenario EIA elaborato il 6 dicembre. I consumi di greggio sono previsti crescere a un ritmo maggiore di quest'anno (+1,6 mbg), con un contributo ancora maggioritario degli emergenti (+1,3). La produzione mondiale, tuttavia, accelera (+1,3 mbg), incorporando una risalita sia nell'insieme dei paesi del Cartello (ovvero uno scarso rispetto dell'accordo), sia negli USA (+0,2 mbg; a settembre si prevedeva -0,2). Il continuo progresso tecnologico negli USA ha abbassato il prezzo al quale i produttori americani hanno convenienza ad estrarre greggio, (*shale oil*). L'offerta statunitense è divenuta molto resistente ai ribassi delle quotazioni e pronta a crescere sulla scia di un loro rialzo. Ciò ha reso difficile per l'OPEC riconquistare quote di mercato e tenere alto il prezzo. L'anno prossimo, perciò, la produzione resterà superiore alla domanda (per 0,4 mbg; 0,5 previsti a novembre) e proseguirà l'accumulo di scorte nei paesi OCSE (+20 milioni di barili a fine 2017 su fine 2016).

### Prezzi non-oil in risalita

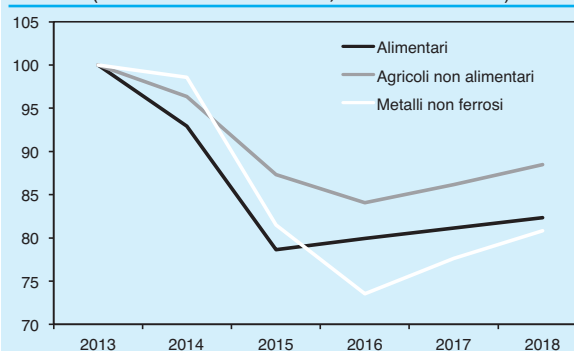
Nel 2016 gli andamenti delle quotazioni delle materie prime non-energetiche sono stati molto volatili e in parte divergenti, dopo i generalizzati ribassi del 2014-2015. Tra gli input alimentari alcuni prezzi sono mediamente in calo, mentre altri stanno già registrando una risalita. Nei mercati dei metalli e degli input agricoli *non-food* l'andamento è ancora prevalentemente al ribasso, con alcune notevoli eccezioni. L'offerta, in generale, resta relativamente forte rispetto alla crescita modesta della domanda mondiale. Lo scenario dei prossimi due anni, invece, vedrà un generale recupero dei prezzi delle commodity, sulla scia del rafforzamento della dinamica dell'economia mondiale.

A novembre tutte le quotazioni delle commodity non energetiche hanno recuperato, alcune in misura marcata (rame +14,1%), altre meno (grano +4,6%, ferro +2,5%, cotone +2,4%), altre sono rimaste quasi stabili (mais +0,8%). Tuttavia, nella media del 2016 i prezzi di mais (-4,6% nei primi 11 mesi) e grano (-9,6%) si sono ridotti molto, anche se l'insieme delle commodity alimentari registra già un segno positivo (+1,7%). Un calo molto marcato si è avuto per i metalli non ferrosi (rame -13,1%, ferro -8,5%). Un rincaro, invece, per il cotone (+4,2%), sebbene l'aggregato delle materie prime non alimentari di origine agricola registri una flessione (-3,7%). Tutte le quotazioni sono sopra le medie di lungo periodo, sia quelle agricole (+17% il cotone dai livelli medi del 1990-2009, +26% il mais, +12% il grano), sia soprattutto quelle dei metalli (rame +76%, ferro +67%).

La volatilità dei prezzi di alcune commodity è spiegata da un mercato fisico mondiale con un equilibrio molto incerto. Per il mais il raccolto è stato inferiore ai consumi nella stagione 2015-16, ma è in forte recupero nel 2016-17, quando supererà di

Grafico 1.24

#### In risalita le commodity non-oil (Prezzi in dollari correnti, indici 2013=100)



2017-2018: previsioni Banca Mondiale (ottobre 2016).  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca Mondiale.

misura la crescente domanda (stime *United States Department for Agriculture, USDA*); le scorte sono previste in risalita, anche se contenute: 21,6% del consumo annuo mondiale (21,4% nel 2015-16). In altri casi, invece, la domanda già supera di molto l'offerta, giustificando l'attesa di rincari. Per il cotone, i consumi saranno ancora largamente superiori alla produzione nel 2016-17, nonostante questa sia in recupero; gli stock sono attesi in netta flessione, pur restando elevati: 78,9% del consumo annuo (100,5% nel 2014-15).

Nel 2017 l'inversione di tendenza dei prezzi si generalizza a tutte le materie prime non energetiche (Grafico 1.24).

Il fattore comune alla base della previsione di risalita delle quotazioni è l'accelerazione del consumo mondiale di materie prime. In vari mercati (specie tra i metalli) si osserva anche un indebolimento dell'offerta. Le quotazioni alimentari cresceranno poco (+1,5%, previsioni Banca Mondiale), mentre un rincaro maggiore è atteso per le commodity agricole non alimentari (+2,5%) e ancor più per i metalli non ferrosi (+5,6%), che rimbalzano dopo la netta flessione di quest'anno. Nel 2018 proseguirà la risalita dei prezzi. Le quotazioni alimentari cresceranno a ritmo invariato (+1,5%), quelle delle commodity agricole non alimentari accelerano di poco (+2,7%), i metalli non ferrosi invece frenano, ma registrano una variazione ancora sostenuta (+4,1%).

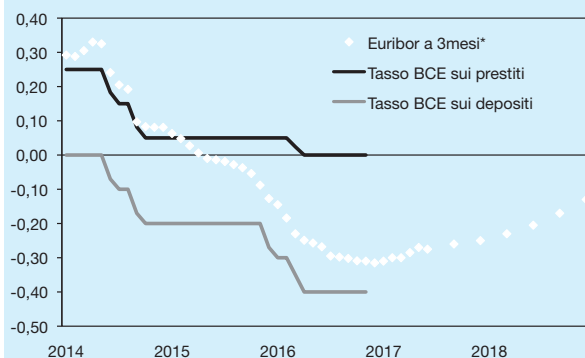
#### BCE: tassi fermi ai minimi

La BCE sta proseguendo con l'attuazione delle misure iper-espansive, a fronte di un'inflazione ancora troppo bassa nell'Eurozona (+0,6% annuo a novembre, +0,8% l'indice *core* che esclude energetici e alimentari) e del rischio che si radichino attese al ribasso sui prezzi. Tali interventi sono pensati per stimolare il credito, la domanda interna e i prezzi. Dopo aver più volte sottolineato di essere pronta ad adottare altre misure di sostegno, l'8 dicembre la Banca Centrale ha deciso un'ulteriore espansione del Quantitative Easing (QE).

La BCE ha chiarito che i tassi resteranno a lungo ai minimi attuali (zero sui prestiti alle banche, -0,40% sui loro depositi) o più bassi, sicuramente molto dopo la fine del QE. Gli istituti devono pagare per tenere liquidità presso Francoforte, per indurli a limitare il parcheggio di fondi e a utilizzarli per fare prestiti. Per sostenere la crescita dell'Area, la BCE deve tenere giù i tassi di mercato. L'Euribor a tre mesi è stabile in territorio negativo, collonandosi tra il tasso sui depositi e quello sui prestiti: -0,32% a dicembre. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, è a -1,1% (-0,5% a inizio 2015). Nello scenario CSC la BCE terrà fermi i tassi. L'Euribor resterà stabile:

Grafico 1.25

#### Tassi a breve ancora negativi grazie alla BCE (Valori %, dati mensili)



\* Da dicembre 2016: tassi impliciti nei future.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, CME

-0,26% in media nel 2017 e -0,16% nel 2018. I *future* lo segnalano ancora in territorio negativo a fine 2018 (-0,13%; Grafico 1.25).

**Prestiti BCE in lento aumento** I prestiti della BCE alle banche sono cresciuti poco negli ultimi mesi: 547 miliardi a inizio dicembre, da 500 a giugno. Sono costituiti dalle operazioni tradizionali a breve (MRO) per 36 miliardi e da LTRO, T-LTRO e T-LTRO2 per 510 miliardi.

La BCE sta realizzando il nuovo round di prestiti alle banche condizionati all'erogazione di credito (T-LTRO2). Si tratta di quattro aste, cadenzate ogni tre mesi, con durata di quattro anni. Le banche possono ottenere fondi pari fino al 30% dei loro prestiti all'economia a un tasso base pari a quello sulle MRO (zero). Ma con un forte incentivo a prestare: se i nuovi crediti supereranno determinate soglie, si beneficerà di tassi più bassi, dunque negativi, fino al valore di quello sui depositi (-0,40%). La seconda asta T-LTRO2 a settembre ha erogato 45 miliardi alle banche. Molto meno della prima a giugno (399 miliardi), quando però le banche avevano contestualmente restituito 368 miliardi presi in prestito con le precedenti T-LTRO (31 miliardi l'immissione netta). La terza T-LTRO2 è in programma per il 15 dicembre.

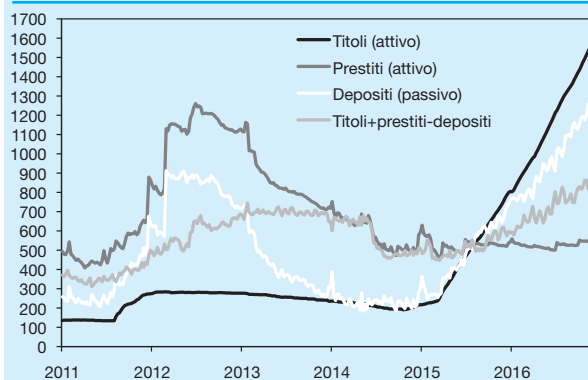
Le vecchie T-LTRO contenevano già incentivi affinché le banche utilizzassero i fondi BCE per erogare prestiti a famiglie e imprese: il costo era nullo, però mai negativo. Il totale prestato con le aste T-LTRO è stato di 432 miliardi (54 residui a novembre).

I prestiti BCE restano importanti per molte banche in diversi paesi, per il persistere di difficoltà in altre forme di raccolta o per scelta di convenienza in quanto hanno un costo nullo o negativo. Le T-LTRO e le T-LTRO2 hanno favorito in vari paesi la riduzione del costo del credito, ma in Italia non hanno fermato la caduta dei prestiti. Il limite di queste aste è di rendere "passiva" per la BCE la manovra del proprio bilancio: se la domanda delle banche è bassa, la BCE non riesce ad accrescere quanto vorrebbe lo stimolo monetario.

**Portafoglio titoli BCE in espansione** La BCE acquista titoli al ritmo di 80 miliardi di euro mensili. Nella riunione dell'8 dicembre ha varato l'allungamento del QE di altri 9 mesi, fino al dicembre 2017, al ritmo riportato ai 60 miliardi iniziali ma ampliando i titoli acquistabili per fronteggiarne la scarsità. La dimensione complessiva del QE è, quindi, salita a 2.280 miliardi in 34 mesi (dagli originali 1.140 in 19 mesi). Il QE dell'Eurozona resta, peraltro, un programma "aperto": se la BCE non avrà evidenza che l'inflazione stia tornando in linea con l'obiettivo, gli acquisti proseguiranno.

Grafico 1.26

**Acquisti di titoli avanti tutta, ma finiscono in depositi**  
(Bilancio BCE, miliardi di euro, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.



Lo stock di titoli nel bilancio BCE è salito a 1.608 miliardi a dicembre, da 191 nell'ottobre 2014 (+1.417). Gran parte di tale crescita è avvenuta dal marzo 2015 con l'inizio degli acquisti di titoli pubblici: 1.212 miliardi (212 in titoli italiani). Gli acquisti di *covered bond* emessi da banche dell'Eurozona ammontano a 203 miliardi, quelli di titoli cartolarizzati ABS (*Asset Backed Securities*) a 23 miliardi, 48 miliardi quelli di bond emessi da imprese non bancarie, partiti a giugno 2016 (Grafico 1.26). I titoli provenienti da vecchi programmi ammontano oggi a 122 miliardi.

Tali acquisti tendono a tenere bassi i tassi a lungo termine, in particolare sui titoli sovrani, e indeboliscono l'euro, favorendo credito e attività economica. Grazie all'intervento BCE, i rendimenti dei titoli pubblici nell'Eurozona restano storicamente bassi, sebbene siano aumentati negli ultimi mesi: a dicembre 1,89% il BTP decennale e 0,35% il Bund.

Attraverso gli acquisti di titoli la BCE sta ampliando il proprio bilancio: 3.587 miliardi a dicembre, +1.599 dai minimi dell'ottobre 2014. Tale espansione proseguirà grazie al QE (ancora 13 mesi, per altri 860 miliardi), mentre le T-LTRO2 finora hanno contribuito poco. La dimensione del bilancio BCE ha superato i valori di metà 2012 (3.102 miliardi), ma resta inferiore a quella FED (3.767 miliardi di euro, al cambio corrente).

**Depositi in BCE ai massimi** I depositi delle banche dell'Eurozona presso la BCE continuano a crescere: a dicembre 452 miliardi nella *deposit facility* (da 24 nel settembre 2014) e 850 nel *current account* (da 186), per un totale di 1.302 miliardi (da 210). Ciò avviene nonostante la remunerazione negativa e gli incentivi a prestare delle T-LTRO2, con le quali le banche dovrebbero prendere a prestito in BCE solo le risorse necessarie a erogare credito.

L'aumento dei depositi presso Francoforte, in effetti, sta avvenendo da due anni 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 proprio portafoglio titoli e parcheggiano buona parte della liquidità che ne ricavano presso la stessa BCE. Ciò riduce l'efficacia della politica di quest'ultima nel favorire il credito. Le risorse effettivamente immesse nel sistema bancario dalla Banca Centrale possono essere misurate con la somma dei prestiti BCE e dei titoli acquistati, sottraendo i depositi delle banche. L'espansione risulta minore, ma comunque significativa: 853 miliardi di euro a dicembre, da 468 nel settembre 2014 (+385 miliardi).

**La FED riavvia il ritocco dei tassi** Il tasso di riferimento FED è fermo dal dicembre 2015 nella forchetta 0,25-0,50% (0,41% il tasso effettivo a dicembre), a seguito dell'unico rialzo realizzato finora. Dalla riunione FOMC di settembre è risultato che 14 membri su 17 ritenevano opportuno alzare i tassi quest'anno almeno una volta. La decisione, però, è stata più volte rinviata negli ultimi mesi, per le turbolenze sui mercati e l'attesa di conferme dai nuovi dati in uscita.

La crescita USA ha già abbassato la disoccupazione a un livello (4,6% a novembre) in linea con il valore di lungo periodo indicato dai membri del *Board* (4,7%-5,0%), corrispondente al pieno impiego. La dinamica dei prezzi resta poco sotto l'obiettivo del +2,0% annuo (+1,6% in ottobre), ma ciò è dovuto al calo delle quotazioni petrolifere (+2,1% al netto di energia e alimentari). Le attese di inflazione, misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi, sono già salite vicino ai valori desiderati (+1,9% a dicembre, da +1,5% a settembre).

Nella riunione di novembre, ribadendo l'approccio contingente ai dati, la FED ha segnalato che il forte aumento dei posti di lavoro conferma, ormai, il raggiungimento di uno dei suoi due obiettivi. Ma prima di ritenere giustificato il riavvio della normalizzazione, ha sottolineato di guardare ancora con attenzione alla risalita della dinamica dei prezzi. Oltre che agli sviluppi nell'economia globale e nei mercati finanziari.

Il quadro di miglioramento delineato a metà novembre dal Presidente FED, Janet Yellen, ha accresciuto la probabilità di un rialzo ravvicinato, a dicembre. Due membri del FOMC già a novembre avevano votato per aumentare i tassi e numerosi esponenti del *Board* negli ultimi mesi hanno aperto la porta a un rialzo. Che resta, però, condizionato al fatto che i nuovi dati in uscita confermino gli attesi ulteriori progressi sui prezzi e che si attenui l'incertezza sullo scenario.

Il sentiero di aumenti dei tassi sarà molto graduale rispetto a precedenti fasi di rialzo (+4,25 punti in due anni nel 2004-2006). Inoltre, il tasso ufficiale rimarrà per molto tempo sotto i livelli "neutrali", di lungo periodo (stimati al 2,90% a settembre, dal 3,75% indicato a giugno 2015): con l'atteso incremento graduale, a fine 2018 tale valore sarà ancora molto lontano. Durante la normalizzazione, la FED manterrà la forchetta per il tasso ufficiale a un'ampiezza di 0,25 punti percentuali.

I membri del FOMC hanno segnalato a settembre un livello desiderato del tasso ufficiale pari a 1,00%-1,25% a fine 2017 e a 1,75%-2,00% a fine 2018, ovvero due rialzi il prossimo anno e tre nel 2018. Il sentiero "desiderato" dei tassi, comunque, è stato più volte rivisto all'ingiù dal FOMC. Le indicazioni aggiornate al dopo elezioni presidenziali saranno diffuse il 14 dicembre.

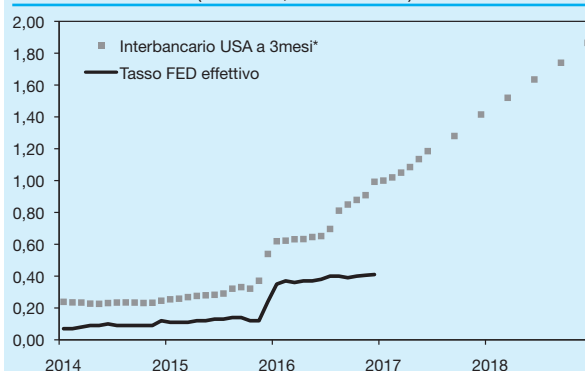
I mercati si attendono tassi FED in aumento: l'interbancario a tre mesi USA è già salito a 0,95% a dicembre (0,65% a giugno) e il *future* lo pone a 1,42% a fine 2017 e a 1,86% a fine 2018 (Grafico 1.27). Ciò è coerente con un rialzo di un quarto di punto a dicembre e altri tre-quattro rialzi nei prossimi due anni.

Nello scenario CSC, la FED aumenta il tasso di riferimento il 14 dicembre a 0,50-0,75%<sup>3</sup>. Il ritocco all'insu prosegue con due interventi da 0,25% ciascuno nel 2017 e altri due nel 2018, arrivando a 1,50-1,75%. Il tasso interbancario USA sarà in media all'1,10% nel 2017 (da 0,74% nel 2016) e all'1,50% nel 2018.

<sup>3</sup> Si ricorda che il rapporto è stato chiuso con le informazioni disponibili all'8 dicembre.

Grafico 1.27

### I mercati scontano rialzi FED (Valori %, dati mensili)



\* Da dicembre 2016: tassi impliciti nei *future*.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, CME.

Il tasso FED si allontanerà da quello BCE, contribuendo a indebolire l'euro rispetto al dollaro. Il differenziale BCE-FED è pari a -0,41 punti percentuali a novembre (considerando il tasso effettivo negli USA). Nello scenario CSC si attesterà a -0,83 punti in media nel 2017 (da -0,38 nel 2016) e salirà a -1,33 punti nel 2018.

**Enorme lo stock FED di titoli** La FED continua a reinvestire in nuovi titoli le somme incassate dai rimborsi di quelli giunti a scadenza. Perciò, lo stock accumulato con il QE, chiuso già nel 2014, è stabile: 2.464 miliardi di dollari in titoli pubblici a novembre (55,3% dell'attivo della Banca) e 1.748 miliardi di *Mortgage Backed Securities* (cartolarizzazioni di mutui, 39,2%). La composizione di tale stock, con più bond pubblici che privati, è simile a quella che sta realizzando la BCE.

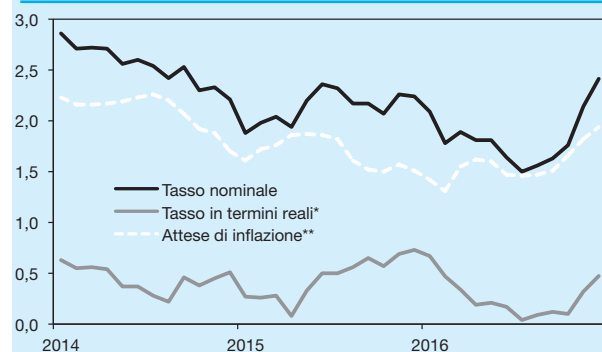
A novembre la quota dei titoli che maturano tra 1 e 5 anni è salita al 50,5% (da 49,0% in agosto) ed è scesa quella di titoli a 5-10 anni (15,6%, da 17,4%). I *Treasury* con scadenza sotto i 12 mesi sono stabili al 7,8%, i titoli oltre i 10 anni al 26,1%. La ricomposizione verso il breve-medio termine favorirà una più veloce riduzione automatica dello stock, con la semplice sospensione del reinvestimento. La FED smetterà di reinvestire in titoli solo quando la normalizzazione dei tassi sarà in fase avanzata.

**Salgono tassi a lunga USA e le Borse** I tassi a lungo termine USA sono saliti negli ultimi mesi, nonostante l'ampio stock di titoli in mano alla FED e il rinvio del rialzo del tasso ufficiale. Le migliori attese sulla crescita economica hanno indotto gli investitori a puntare su titoli più rischiosi. Il rendimento del *Treasury* decennale è arrivato al 2,4% a dicembre (da 1,5% medio a luglio). In aumento anche il tasso a lunga reale, calcolato sui titoli a 10 anni indicizzati all'inflazione: 0,5% a dicembre, da 0,1% in ottobre (2,4% pre-crisi; Grafico 1.28).

In USA le quotazioni azionarie sono salite del 6,1% a dicembre rispetto al minimo di inizio novembre (indice S&P-500) e sono ai massimi storici. La volatilità si è normalizzata: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è sceso a un minimo di 11,8 il 6 dicembre, dopo essere balzato a 22,5 il 4 novembre (13,1 nella prima metà del 2007). Anche in Europa le Borse sono in recupero: in Germania +5,0% a dicembre dai minimi di inizio novembre. In Italia si registra un andamento più altalenante delle quotazioni, con una risalita marcata nelle ultime due settimane (+7,9% a dicembre da inizio novembre; -24,7% dai massimi del 2015), influenzato dall'andamento dei titoli bancari, che rimangono sotto pressione, e dalle attese sull'esito del referendum.

Grafico 1.28

**Tassi a lungo termine in aumento**  
(Rendimento dei *Treasury* a 10 anni, USA, valori %, dati mensili)



\* Titoli indicizzati all'inflazione.

\*\* Differenza tra i tassi nominali e quelli indicizzati all'inflazione.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

### Euro ancora debole

Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro USA, dopo avere recuperato nei mesi estivi il calo registrato post referendum sulla Brexit, è caduto bruscamente dopo il voto USA, da 1,11 a inizio novembre a 1,06 nella seconda metà del mese, attestandosi a 1,07 nei primi giorni di dicembre (Grafico 1.29). Rispetto ai massimi del 2014, l'euro è ampiamente svalutato: era a 1,38 dollari nel marzo di quell'anno (-22,7%).

La sterlina, invece, che si era deprezzata sul dollaro già con l'avvio delle procedure per arrivare al referendum del 23 giugno, dopo la vittoria del *Leave* è crollata, con ampie fluttuazioni, del 17,2% sul biglietto verde fino a metà ottobre, per poi risalire del 3,9% in novembre.

Il cambio effettivo dell'euro, che si era apprezzato dell'1,4% dal voto pro-Brexit a inizio novembre, a causa della forte svalutazione della sterlina, è poi sceso dell'1,4% nel corso dell'ultimo mese.

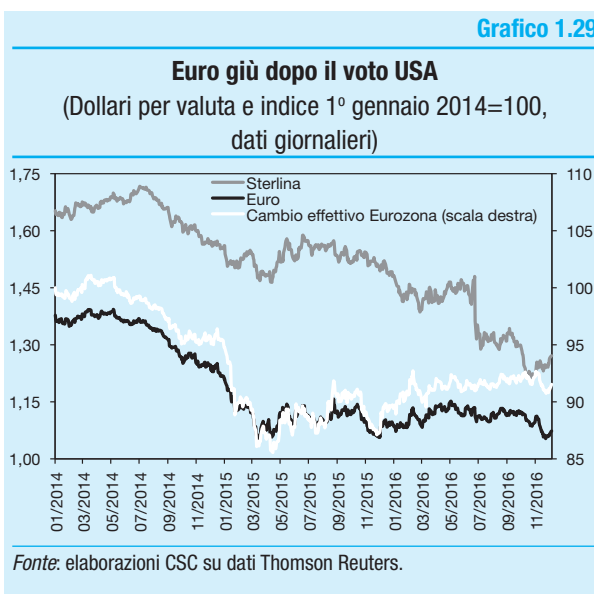
L'allentamento monetario che sta realizzando la BCE è straordinario e rappresenta il principale fattore che tiene basso il cambio dell'euro. Inoltre, vari fattori tendono ad attrarre capitali verso la divisa USA. Primo, le migliori prospettive di crescita rispetto all'Eurozona. Secondo, l'ampio spread sui tassi a lunga. Infine, il divario che si accentuerà gradualmente sui tassi a breve, come detto, nello scenario CSC. Negli USA, in particolare, la promessa, uscita vincitrice dalle urne, di una forte spinta alla domanda interna e l'attesa dei mercati di un rialzo dei tassi FED già in dicembre hanno favorito l'apprezzamento della valuta americana. Anche il rimpatrio incentivato fiscalmente degli utili delle multinazionali americane detenuti all'estero (2,5 trilioni di dollari lo stock), altra misura annunciata in campagna elettorale, sosterrà il biglietto verde.

I saldi dei conti con l'estero, invece, giocano a favore di un rafforzamento dell'euro e di un indebolimento del dollaro, compensando in parte i fattori elencati in precedenza. L'Eurozona, infatti, ha un elevato surplus delle partite correnti, stimato al livello record di 485 miliardi di dollari nel 2016, pari al 4,1% del PIL (OCSE); mentre negli Stati Uniti si registra un ampio deficit corrente, previsto nel 2016 a 463 miliardi di dollari (-2,5% del PIL).

Il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume un cambio dollaro/euro a 1,11 in media nel 2016 (allo stesso livello del 2015) e a 1,07 nel 2017 e nel 2018. Quindi, nel 2017 si verifica un deprezzamento del 3,6% del cambio rispetto al dollaro (tra 2014 e 2015 era sceso del 16,5%).

I movimenti dei mercati valutari sono condizionati anche dalla forte incertezza politica nell'Area euro, con gli appuntamenti elettorali in Francia (presidenziali nella primavera 2017) e

Grafico 1.29



Germania (politiche nell'autunno 2017), in cui giocheranno un ruolo chiave i movimenti populistici e nazionalistici, favoriti anche dalla pressione migratoria. Tali eventi possono riaccendere le spinte disgregatrici, già alimentate dal risultato inatteso del referendum nel Regno Unito, nonostante la rete di sicurezza tesa dalla BCE. Ciò costituisce un significativo rischio al ribasso per la valuta unica nell'orizzonte previsivo.





**NOTE**

A series of 24 horizontal dotted lines for taking notes.



Finito di stampare nel dicembre 2016  
Impaginazione: D.effe comunicazione - Roma  
Stampa: Imprinting s.r.l. - Pomezia (RM)