



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**



**LA RISALITA  
MODESTA  
E I RISCHI  
DI INSTABILITÀ**

Giugno 2016  
N. 26



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**

**LA RISALITA  
MODESTA  
E I RISCHI  
DI INSTABILITÀ**

**Giugno 2016  
N. 26**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

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

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 28 giugno 2016.

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

# INDICE

Premessa .....	pag. 5
<b>1. Le previsioni .....</b>	<b>» 9</b>
1.1 L'economia italiana .....	» 9
1.2 Il contesto internazionale .....	» 41
<i>Riquadri</i>	
Lo scenario post-referendum: le conseguenze economiche del "No" .....	pag. 11
In Italia gli investimenti anello debole del rilancio .....	» 17
In Italia risalita dell'economia senza credito, durerà? .....	» 26
Nell'industria le retribuzioni restano guidate dall'inflazione .....	» 38
Dalla Brexit gravi conseguenze politiche ed economiche .....	» 43
Emergenti, Cina in testa, guidano la frenata del commercio mondiale .....	» 70

*Non vedi dunque che, benché una forza esterna costringa  
spesso molti uomini a procedere contro il loro volere  
e a farsi trascinare a precipizio, tuttavia c'è nel nostro petto  
qualcosa che può fare resistenza e combattere?*

**Lucrezio, De rerum natura, I sec. A.C.**

*Molti ci chiedono le ragioni del nostro silenzio.  
Gli alleati ci hanno ripetutamente bombardato;  
i tedeschi hanno fatto saltare i nostri forni  
e le banchine della nostra darsena;  
hanno asportato macchine e motori;  
ci hanno massacrato nelle cose e nelle persone.*

*Altri ci hanno derubato.*

*Con le nostre rovine siamo usciti dalle rovine della guerra.  
Senza attendere aiuti o risarcimenti ci siamo leccati  
le nostre ferite come fanno i cani  
e da soli le abbiamo rimarginate.*

*Ed ora riprendiamo.*

**Giuseppe Verzocchi, imprenditore, 1948**

Nello scenario globale la **matassa dell'incertezza** si è ancor più ingarbugliata.

Agli alti **rischi economici**, acuiti dalle lunghe code della crisi, si sono sommati i ben più minacciosi e incombenti rischi di **instabilità politica**<sup>1</sup>.

Le **sofferenze sociali** derivanti da disoccupazione e impoverimento e la mancanza di risposte appropriate hanno fatto riemergere nei paesi avanzati (soprattutto europei) **pulsioni profonde** di xenofobia e nazionalismo.

**Pulsioni non adeguatamente contrastate** da chi ha responsabilità di governo e pericolosamente e opportunisticamente alimentate e cavalcate dalle opposizioni. Talvolta, perfino dai leader per scopi di personale conferma elettorale.

Come se pace, benessere e democrazia, i **risultati conquistati** faticosamente come esito di lunghi cammini storici, fossero acquisiti una volta per sempre.

Sul fronte economico le **banche centrali** si adoperano per spengere le fiamme più alte e insidiose (deflazione, anzitutto), ma non possono impedire al fuoco degli squilibri strutturali di covare sotto la cenere. Spetta ad altri intervenire risolutamente.

<sup>1</sup> Sulla prevalenza del rischio politico si rimanda a CSC, *Scenari economici* n. 4, dicembre 2008.

L'**Italia** appare come una piccola nave (con nocchiero) in un mare in gran tempesta. E con importanti riparazioni in corso mentre deve proseguire la navigazione.

Nello scenario ordinario prosegue, benché azzoppata dalla Brexit, la **modesta risalita** del PIL, cominciata al principio del 2015, e dell'occupazione. Neppure questo risultato può essere, però, dato per scontato.

Il passaggio chiave è costituito dal **referendum** in autunno sulla nuova Costituzione. La vittoria del fronte del "No" avrebbe pesanti ripercussioni economiche.

Il catalogo degli **appuntamenti elettorali** condizionanti il panorama mondiale non è corto. In ordine cronologico: nel 2016 Brexit, elezioni politiche spagnole, referendum confermativo italiano ed elezioni presidenziali USA; nel 2017 presidenziali francesi ed elezioni politiche in Germania. Essi si innestano sulla crisi greca irrisolta e sulle tensioni generate dall'emergenza migratoria.

I primi due sono già passati e, soprattutto la **Brexit**, fanno la storia, presente e futura.

Il risultato della **consultazione spagnola**, che non ha dato alcuna chiara maggioranza, come già accaduto in dicembre, ribadisce l'importanza di avere istituzioni che garantiscano la governabilità, in mancanza di un netto bipolarismo partitico.

L'esito del **referendum britannico** ha sollevato onde alte e lunghe, con conseguenze economiche e politiche che si estenderanno per molto tempo ben aldilà della Manica.

L'origine dovrebbe far meditare: il Premier David Cameron non ha fatto altro che portare alle **estreme conseguenze** la logica che piega visioni e strategie al tornaconto individuale e del momento. Una logica che ha dettato l'agenda della gestione della crisi europea in questi anni.

Lo **shock** avrà sicuramente conseguenze politico-economiche negative, in funzione non solo della stringenza dei legami con il Regno Unito ma anche della resilienza di ciascun sistema paese.

I **canali di trasmissione** sono i classici quattro.

Il **commerciale**, che è diretto, per l'indebolimento della domanda interna britannica, e indiretto, per gli effetti che tale indebolimento ha sulle economie partner.

La **svalutazione della sterlina** che accresce la competitività delle merci inglesi su ogni mercato. E può innescare una nuova guerra delle monete.

Il canale **finanziario**, con il crollo delle Borse che riduce la ricchezza delle famiglie e innalza il costo del capitale di rischio e con le banche che diverranno ulteriormente più selettive, fino a generare potenzialmente nuovi razionamenti del credito.

La **fiducia**, che è la cinghia di trasmissione più importante e ardua da valutare nella misura e nelle ricadute in termini di minor propensione a consumare delle famiglie e a investire delle imprese.

Secondo le stime del CSC, il **costo per l'Italia** della Brexit si traduce, nel biennio 2016-17, in 0,6 punti di PIL, 81mila unità di occupazione, 154 euro di reddito pro-capite e 113mila poveri. Ma sono stime pru-

denziali, che non incorporano alcune variabili qualitative, e il bilancio finale potrebbe risultare peggiore.

Tutto ciò dovrebbe indurre ad assumere **rapide iniziative** che rilancino crescita e occupazione e riducano realtà e percezione del divario tra cittadini e istituzioni e della disuguaglianza tra persone.

La balbuzie nel linguaggio europeo, indotta dai nazionalismi, dovrebbe lasciare il posto a una fluente **narrazione comunitaria** che rinnovi le ragioni e il senso dell'unione.

Anche per **irrobustire il quadro** in vista degli esiti eventualmente destabilizzanti delle altre votazioni che avverranno nel biennio.

Lo scenario economico internazionale disegnato dal CSC non li considera, per la loro fisiologica imponderabilità. E parte comunque dalla striminzita crescita del **commercio mondiale**, che ormai è un dato strutturale acquisito: +0,8% nel 2016 e +2,0% nel 2017<sup>2</sup>. Essa è legata a doppio filo a un incremento del PIL mondiale altrettanto contenuto. Per entrambi le stime CSC sono tra le più prudenti.

D'altra parte nella direzione di ritmi più lenti, accentuati ora dalla Brexit, muovono sia i principali **paesi avanzati** sia, perfino più decisamente, i **maggiori emergenti**.

Negli avanzati, l'espansione **USA** si sta rivelando molto meno brillante dell'atteso. L'**Area euro** marcia, invece, in linea con le proiezioni, ma ci sono sintomi di frenata, che saranno moltiplicati dalla Brexit, e permangono ampie divaricazioni tra i membri che ne minano la tenuta. Il **Giappone** è stagnante.

Negli emergenti, che saranno i meno influenzati dalla Brexit, la **Cina** ripiega senza sbandare su un sentiero di sviluppo più consono ai traguardi già raggiunti e l'**India** risulta più dinamica (ma ha stazza e redditi molto minori). **Brasile** e **Russia** restano in recessione, il primo messo assai peggio della seconda.

Tutto ciò condiziona l'andamento delle **esportazioni italiane**, nonostante la vitalità imprenditoriale (come l'ha chiamata il Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco) consenta di far espandere le vendite all'estero più dei mercati di riferimento e innalzi il valore unitario dei prodotti<sup>3</sup>.

L'export è l'unica componente della contabilità italiana a essere tornata sopra i livelli del 2007; negli ultimi anni ha sostenuto PIL e occupazione; cede ora il testimone alla **domanda interna**.

Le **nuove previsioni CSC** sul PIL italiano sono di +0,8% nel 2016 e +0,6% nel 2017. Nel biennio sarà creata occupazione per 250mila unità di lavoro, che portano a +650mila il totale da quando sono ricominciate ad aumentare; ne mancheranno ancora 1,37 milioni per colmare la voragine causata dalla crisi<sup>4</sup>.

Questi risultati positivi, ma certo non entusiasmanti, sarebbero del tutto compromessi dalle conseguenze della **bocciatura** della riforma costituzionale al referendum confermativo.

<sup>2</sup> Individuato da tempo e pionieristicamente dal CSC. Da ultimo si veda il riquadro *Emergenti, Cina in testa, guidano la frenata del commercio mondiale*, a pag. 70.

<sup>3</sup> Questi due aspetti positivi sono stati evidenziati in numerose analisi del CSC. Si veda, in particolare, la Nota dal CSC n. 15-6, *L'export italiano vince nella qualità ma è penalizzato dai costi*, 14 febbraio 2015.

<sup>4</sup> Per il dettaglio di tutte le altre variabili dell'economia italiana si rimanda al capitolo 1.1.

Il CSC ha delineato uno **scenario alternativo** che parte da tale responso delle urne. Rispetto alle tendenze in atto, l'economia italiana perderebbe in tre anni 4 punti percentuali di PIL, 17 punti di investimenti e quasi 600mila unità di lavoro; nel 2019 il debito pubblico sfonderebbe quota 144% del PIL. Il reddito pro-capite diminuirebbe cumulativamente di 590 euro e ci sarebbero **430mila poveri in più**. Si tratta di calcoli conservativi, che largamente sottostimano i veri effetti che si materializzerebbero.

Il Paese, già estremamente provato, dovrebbe fronteggiare una **nuova grave emergenza** economico-sociale, con inevitabili spinte verso soluzioni populistiche.

Proprio perché fuori minaccia tempesta, l'Italia dovrebbe **puntare ad attrezzarsi** e a diventare più solida, anziché confermare le proprie storiche debolezze.

# 1 LE PREVISIONI

## 1.1 L'economia italiana

**La risalita procede...** Il CSC prevede una crescita del PIL italiano dello 0,8% nel 2016 e dello 0,6% nel 2017.

Tale recupero segue il progresso che si è avuto nel 2015 (+0,8%), dopo tre anni di profonda contrazione (-4,9% cumulato), ed è sostenuto da straordinarie condizioni esterne: politiche monetarie accomodanti, bassi prezzi delle materie prime, euro debole. A queste si aggiungono le riforme a sostegno della crescita e la politica di bilancio meno restrittiva.

**...frenata dalla Brexit** Agiscono da freno a una maggiore espansione economica le conseguenze derivanti dalla decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione europea. I canali attraverso i quali si concretizzano nell'economia reale gli effetti della Brexit sono: il rallentamento della domanda globale, che causa una crescita più lenta delle esportazioni italiane, l'aumento dell'incertezza tra imprese e consumatori, che determina una maggiore prudenza nei comportamenti di consumo e nelle decisioni di investimento, e la caduta del prezzo delle azioni, che riduce la ricchezza delle famiglie e accresce il costo del capitale di rischio. Gli effetti si manifesteranno in modo più evidente nel 2017, essendo il bilancio del 2016 fortemente influenzato dall'andamento già acquisito.

L'impatto sulla crescita del PIL italiano, rispetto allo scenario che non contemplava la Brexit, è quantificabile in un decimo di punto quest'anno e in cinque decimi il prossimo.

La valutazione di tale impatto risente della mancanza di precedenti storici e dei tempi incerti di uscita del Regno Unito dall'Unione europea. Inoltre, nel modello di previsione del CSC non è

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)				
	2014	2015	2016	2017
Prodotto interno lordo	-0,3	0,8	0,8	0,6
Consumi delle famiglie residenti	0,6	0,9	1,2	0,7
Investimenti fissi lordi	-3,4	0,8	1,9	1,3
<i>in macchinari e mezzi di trasporto</i>	-1,7	2,1	3,0	1,8
<i>in costruzioni</i>	-5,0	-0,5	0,7	0,6
Esportazioni di beni e servizi	3,1	4,3	1,4	2,5
Importazioni di beni e servizi	3,2	6,0	2,4	3,2
Saldo commerciale <sup>1</sup>	3,0	3,2	3,4	3,2
Occupazione totale (ULA)	0,3	0,8	0,7	0,5
Tasso di disoccupazione <sup>2</sup>	12,7	11,9	11,5	11,1
Prezzi al consumo	0,2	0,1	0,0	0,6
Retribuzioni totale economia <sup>3</sup>	0,2	0,6	0,8	0,7
Saldo primario della PA <sup>4</sup>	1,6	1,6	1,5	1,6
Indebitamento della PA <sup>4</sup>	3,0	2,6	2,5	2,3
Debito della PA <sup>4</sup>	132,5	132,6	133,4	134,0

<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.

computabile l'impatto di un eventuale, e probabile, peggioramento delle condizioni di accesso al credito praticate dalle banche italiane.

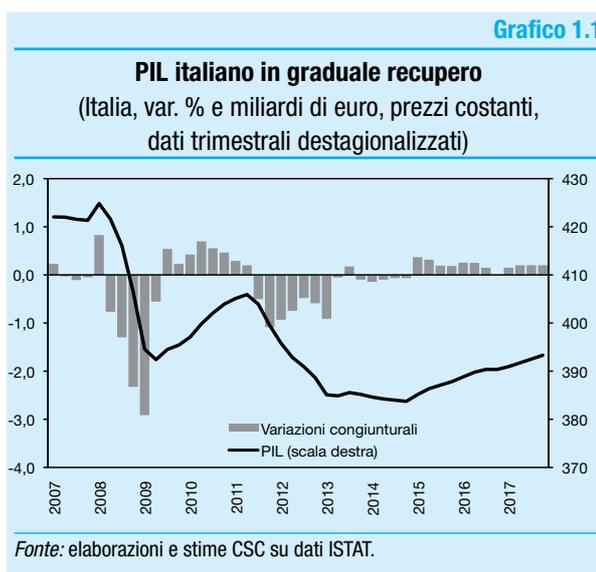
Infine, la previsione del CSC è soggetta a ulteriori rischi al ribasso legati alle conseguenze di altre importanti scadenze elettorali. Nel 2016 si tratta delle elezioni presidenziali in USA e, soprattutto, del referendum costituzionale italiano, il cui fallimento potrebbe interrompere il recupero intrapreso e fare ricadere l'economia italiana in recessione (si veda il riquadro *Lo scenario post-referendum: le conseguenze economiche del "No"*). Nel 2017, inoltre, si terranno le elezioni presidenziali in Francia e quelle politiche in Germania.

**Il passo è modesto** La risalita è iniziata nel primo trimestre del 2015 ed è proseguita fino al primo trimestre di quest'anno a ritmi modesti (+0,26% medio trimestrale). Secondo le stime del CSC il recupero è continuato nel secondo trimestre a una velocità analoga, è previsto arrestarsi alla fine del 2016 e riprendere lentamente nel 2017 (Grafico 1.1). Come avvenuto finora, tale andamento sarà sostenuto principalmente dalla domanda interna e, in particolare, dalla spesa delle famiglie, che trarrà alimento dal potere d'acquisto in crescita e dall'aumento degli occupati, oltre che da misure fiscali che agiranno maggiormente nella seconda metà dell'anno.

Pure gli investimenti, specie quelli in macchinari e apparecchiature, sono attesi aumentare, grazie anche ai provvedimenti governativi a sostegno della spesa in beni strumentali.

La spinta derivante dalla domanda interna rende più sostenibile il recupero dell'economia italiana in un contesto nel quale una parte degli effetti derivanti dai venti favorevoli, che avevano attivato la risalita a inizio 2015, sta gradualmente venendo meno: l'euro si è rafforzato in termini effettivi e il prezzo del petrolio è aumentato dopo aver toccato nuovi minimi. Continueranno comunque a offrire un contributo positivo la politica monetaria molto accomodante e la politica di bilancio espansiva. All'opposto, le condizioni creditizie rimangono un rilevante ostacolo.

**Uscita lenta dalla recessione** Il recupero che si è avuto nell'ultimo anno ha ridotto solo in minima parte la profonda contrazione registrata nelle due recessioni susseguitesi dal 2008. Nel primo trimestre 2016 il livello del PIL è risultato inferiore del 4,2% (misurato a prezzi costanti) rispetto al secondo 2011, picco precedente, e dell'8,5% rispetto al primo trimestre 2008, massimo pre-crisi; si è attestato sui valori dell'autunno del 2000. A fine 2017, in base alle proiezioni CSC, sarà ancora del 7,3% più basso del massimo toccato all'inizio del 2008.



## Lo scenario post-referendum: le conseguenze economiche del “No”

Quali saranno le conseguenze economiche di una vittoria del “No” al referendum confermativo sulla riforma della Costituzione italiana che si terrà in ottobre? Per rispondere occorre delineare uno scenario costruito sulla base di ipotesi altamente probabili.

Prima ipotesi. La vittoria del “No” causerebbe il caos politico. Il Presidente del Consiglio sarebbe costretto, per coerenza con l’impegno assunto di cambiare il Paese quale sua cifra politica, a rassegnare le dimissioni. Il Presidente della Repubblica difficilmente riuscirebbe a formare un nuovo Governo, date le divisioni interne alla stessa maggioranza attuale, oltre che nell’opposizione. Verrebbero indette nuove elezioni. Tenendo conto che sarebbero in vigore due sistemi elettorali diversi per i due rami del Parlamento, dalle elezioni potrebbe non uscire una maggioranza parlamentare unica, alimentando ulteriore turbolenza e incertezza sulla governabilità del Paese.

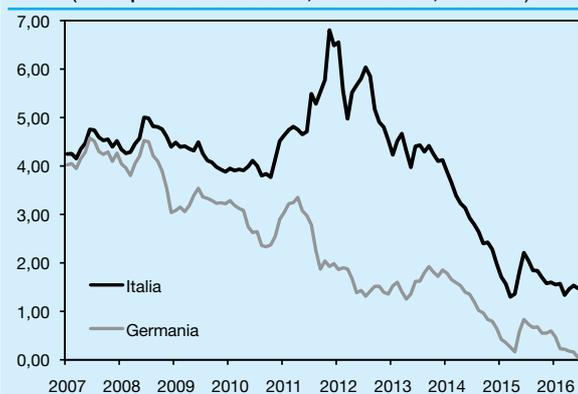
Seconda ipotesi. Lo scenario economico interno sarebbe caratterizzato da cinque eventi. Ciascuno dei quali foriero di recessione.

Primo evento: aumentano i rendimenti che l’Italia deve pagare per piazzare sul mercato i titoli del debito pubblico. In particolare sale quello del titolo guida del mercato finanziario nazionale, il BTP a 10 anni. Rendimento che oggi è poco sopra i minimi storici; durante la crisi del 2010-2011 era balzato all’insù di oltre 3 punti percentuali (incremento calcolato sulle medie mensili; Grafico A). Il rialzo di tale rendimento si riflette sul costo della raccolta bancaria e sul costo del credito pagato da imprese e famiglie. Il maggior costo del denaro si verificherebbe nonostante oggi, rispetto al 2010-2011, le banche facciano minore ricorso all’emissione di obbligazioni; l’avevano diminuita già prima che

scattasse il *bail-in* sulle quattro banche commissariate lo scorso novembre; a maggior ragione l’hanno contratta dopo. Ciò accade perché i fondi BCE a costo zero rendono non convenienti le obbligazioni come forma di raccolta. Il costo del denaro, però, aumenterebbe ugualmente, perché il rendimento del BTP rappresenta il benchmark per ogni tipo di finanziamento e perché gli istituti caricherebbero un maggiore “premio al rischio” sull’erogazione di credito, a fronte di una più alta probabilità di una nuova recessione e quindi di un più elevato rischio di controparte. Inoltre, l’aumento del rendimento dei titoli pubblici significa riduzione del loro prezzo, con forte impatto negativo sui bilanci delle banche stesse, che vedrebbero svalu-

Grafico A

### L’andamento dei rendimenti sovrani durante la crisi (Titoli pubblici a 10 anni, dati mensili, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

tata buona parte dei propri asset. L'incremento del costo del credito aggrava il *credit crunch* già in atto per le imprese e può rinnovare la caduta dei prestiti per le famiglie.

Inoltre, l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato fa crescere, seppure gradualmente, il costo medio del debito pubblico e, quindi, la spesa per interessi della PA. Sulla base dell'evoluzione della spesa per interessi osservata nel periodo 2010-2013, il CSC stima, per ogni punto di aumento del rendimento dei BTP decennali, una crescita del costo medio del debito pubblico pari a 0,5 punti nell'arco di tre anni. L'incremento della spesa per interessi, ovviamente, peggiora il deficit pubblico e mina la sostenibilità del debito pubblico, così da spingere le istituzioni europee a richiedere ulteriori manovre di correzione dei conti, finalizzate anche a rassicurare i mercati finanziari.

Secondo evento: si incontrano serie difficoltà nell'effettuare le aste con le quali il Tesoro emette i titoli di Stato. Già durante la crisi dei debiti sovrani, partita nel 2010 e aggravatasi dall'estate 2011, il Tesoro italiano annullò alcune aste che si prevedevano di incerto esito. Sebbene il Paese si trovi oggi in avanzo primario (differenza positiva tra le entrate e le uscite al netto della spesa per interessi), l'emissione di titoli di Stato è essenziale per rinnovare il debito in essere e pagare parte degli interessi. Un cuscinetto, come è già accaduto in passato, è assicurato dal deposito del Tesoro presso la Banca d'Italia, che svolge funzioni di tesoreria; l'ammontare attuale di tale deposito non consente di valutare la sua effettiva capacità di attutire l'impatto delle minori aste; occorrerà accertare la sua consistenza dopo l'estate. Nel Documento di economia e finanza pubblicato ad aprile scorso il Governo ha programmato una riduzione di queste disponibilità sia nel 2017 sia nel 2018. Le difficoltà di rifinanziamento dello Stato possono determinare la necessità di un contenimento degli investimenti e della spesa pubblici. Oltre ad accentuare, in un circolo vizioso, l'aumento dei rendimenti sui titoli pubblici.

Terzo evento: si verifica una fuga di capitali dal Paese, sia esteri sia italiani. Gli investitori vendono titoli italiani, non solo pubblici, ma anche privati. Ciò determina ulteriori difficoltà di finanziamento, non solo per lo Stato, come già detto, ma anche per le imprese, che già devono fronteggiare il *credit crunch* bancario. Ne vengono penalizzati gli investimenti privati. Uno dei canali di trasmissione dalla fuga di capitali agli investimenti privati sarebbe costituito dal crollo della Borsa, già colpita dalla tempesta finanziaria a inizio 2016, particolarmente accentuata dalla fragilità (reale o percepita, poco importa) del sistema bancario italiano. La caduta dei valori azionari, oltre ad aumentare il costo del capitale di rischio, avrebbe anche effetti negativi sulla ricchezza delle famiglie e, quindi, sui consumi.

In particolare, però, bisogna chiedersi: chi comprerà i titoli di Stato italiani che gli investitori in fuga vogliono vendere? Le banche, a differenza di quanto accaduto nel 2011-2012, non potranno intervenire, perché ne hanno già enormi quantità in bilancio (Grafico B). Peraltro, in Europa è in discussione una proposta, sbagliata e controproducente<sup>1</sup>, che mira a imporre un

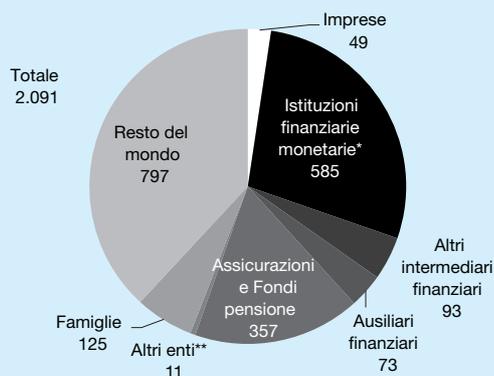
<sup>1</sup> Per una più estesa valutazione critica della proposta si veda la Nota dal CSC n.16-01, *Le nuove regole sulle banche aumentano i rischi per l'economia e frenano la crescita in Italia*, 19 febbraio 2016.

tetto alla quota di titoli pubblici nei bilanci bancari, proposta che costringerebbe gli istituti italiani a vendere titoli sovrani domestici. La BCE sta già comprando titoli pubblici, con il QE, ma lo fa a un ritmo prefissato (peraltro, è la Banca d'Italia a fare la gran parte di tali acquisti e anche ad assumersi il rischio di controparte su quasi tutti i titoli comperati) ed è difficile immaginare che possa riuscire a varare un intervento addizionale specifico per l'Italia. A seguito dei rendimenti più elevati, c'è da aspettarsi qualche segnale di ripresa della domanda delle famiglie italiane per BOT e BTP, oggi depressa dai tassi zero o negativi; ma ciò avverrebbe in un secondo momento, non certo nel corso della tempesta, quando si scaricherebbe l'ondata di vendite.

Quarto evento: cade la fiducia di famiglie e imprese perché aumenta l'incertezza riguardo allo scenario economico. Fiducia che oggi è su livelli elevati (Grafico C). La sua caduta causa una brusca riduzione della propensione al consumo e di quella a investire, facendo sia scendere la spesa delle famiglie sia accantonare i progetti di investimento delle imprese. Tra il secondo e il quarto trimestre del 2011, cioè nel pieno della crisi politica, l'indice di fiducia delle famiglie è diminuito di circa 8 punti; quello della fiducia delle imprese è calato di 10 punti. Cioché la propensione al consumo delle famiglie si è abbassata di un punto e i consumi si sono ridotti del 2,0%; gli investimenti delle imprese sono calati del 3,1%. L'arretramento della fiducia e della spesa, tuttavia, non si è interrotto con la soluzione della crisi politica ma è proseguito, tra le imprese, fino al terzo trimestre 2012 (-6 punti da fine 2011, -13,1% gli investimenti) e, tra le famiglie, fino al primo 2013 (-8 punti, -4,7% i consumi). Una diminuzione della fiducia di analoga portata genererebbe nuovamente riduzioni significative di investimenti e consumi.

Grafico B

### Chi acquista i titoli di Stato italiani? (Miliardi di euro, stock al 4° trimestre 2015)



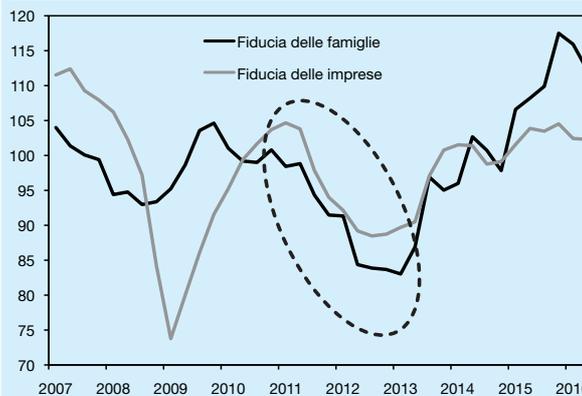
\* Banche, fondi comuni monetari, CDP, Banca d'Italia.

\*\* Enti di previdenza e assistenza, amministrazioni centrali e locali.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia (Conti Finanziari).

Grafico C

### Fiducia di famiglie e imprese durante la crisi (Italia, indici trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Quinto evento: il cambio dell'euro potrebbe svalutarsi. Ma ciò avverrebbe solo se i capitali in uscita dall'Italia abbandonassero anche l'Area euro, perché percepita nuovamente in dissolvimento. In tal caso si determinerebbe un impatto negativo sul potere d'acquisto delle famiglie e sui margini delle imprese, a causa del peggioramento delle ragioni di scambio, indebolendo così ulteriormente la domanda interna. Un deprezzamento dell'euro, comunque, avrebbe un effetto positivo, sostenendo l'export italiano sui mercati extra-Eurozona (ma nessun beneficio si avrebbe nei confronti dei concorrenti tedeschi, francesi, spagnoli).

Il CSC sulla base di queste due ipotesi e dei cinque eventi ha quantificato i possibili effetti di una vittoria del "No" al referendum.

Nella simulazione si è ipotizzato un aumento del tasso di rendimento dei BTP di 3 punti percentuali, una diminuzione della propensione al consumo di 1 punto percentuale e una riduzione degli investimenti pubblici (reali) del 5%. Quest'ultima ipotesi serve a catturare l'effetto, sul bilancio pubblico, di un aumento della spesa per interessi, che, come di solito è successo, finirebbe per spingere il Governo a restringere la spesa per investimenti (la voce di spesa pubblica più facilmente comprimibile) per ridurre il deficit.

Da notare che non è stato possibile tradurre nelle variabili quantitative di cui è composto il modello econometrico CSC tutti gli eventi indicati. Ciò perché sarebbe stato necessario fare assunzioni arbitrarie che avrebbero inficiato la solidità e la credibilità dell'esercizio. Un evento non considerato nel modello, per esempio, è il *credit crunch* che si verificherebbe in concomitanza dell'aumento del rendimento dei BTP. Si tratta di un evento che, da solo, sarebbe in grado di portare l'Italia in recessione. La Banca d'Italia, nella Relazione Annuale, ha stimato che la stretta sul credito in Italia ha sottratto in totale 1,5 punti percentuali di PIL nel 2012-2013. Ciò suggerisce che i risultati della simulazione vanno considerati come effetti minimi.

L'inevitabile sottovalutazione delle ricadute recessive è legata anche al fatto che, con la vittoria del "No" al referendum, le forze centrifughe nell'Unione monetaria europea riprenderebbero grande vigore, con ripercussioni molto più vaste di quelle quantificabili con un modello econometrico. La reazione degli investitori sarebbe violenta perché il "No" verrebbe correttamente interpretato come incapacità dell'Italia di modernizzarsi e darsi una *governance* più chiara e foriera di stabilità e rapidità di decisione, dopo che negli ultimi anni si erano radicate aspettative positive, avvalorate dalle riforme varate e in cantiere.

L'effetto complessivo della vittoria del "No" è stato quantificato per il triennio 2017-2019: il PIL cala dello 0,7% nel 2017 e dell'1,2% nel 2018, salendo dello 0,2% nel 2019. In totale si riduce dell'1,7%, mentre nello scenario di base sarebbe salito del 2,3%; quindi la differenza è di 4 punti percentuali. Gli investimenti scendono dell'1,6% nel 2017, del 7,0% nel 2018 e del 3,9% nel 2019, per un cumulato di -12,1%, contro un +5,6% altrimenti atteso (differenza del 16,8%). L'occupazione diminuisce complessivamente di 258mila unità, mentre altrimenti salirebbe di 319mila, con un *gap* di quasi 600mila unità. Il deficit pubblico sale al 4,0% del PIL già nel 2018 e il debito pubblico supera il 144% del PIL nel 2019, contro il 131,9% alternativo.

Il PIL pro-capite, una misura di benessere, calerebbe di 589 euro. Ciò porterebbe a un aumento di 430mila persone in condizione di povertà.

In conclusione, con la vittoria del "No" sarebbe inevitabile una nuova recessione per l'economia italiana. Questa giungerebbe in una situazione già molto difficile, in cui una lenta risalita, dopo la profonda doppia recessione avvenuta tra il 2007 e il 2014, è iniziata da poco più di un anno e i livelli di reddito e occupazione sono ancora molto bassi rispetto alla situazione pre-crisi. Il Paese, già estremamente provato, dovrebbe fronteggiare una nuova grave emergenza economica, con inevitabili spinte verso soluzioni populistiche.

Il tasso di crescita dell'economia italiana resta modesto e deludente. Nonostante le condizioni esterne molto favorevoli, l'uscita dalla seconda recessione è avvenuta a un ritmo molto inferiore in confronto a quello che si è avuto dopo la prima recessione (+0,26% medio trimestrale contro +0,42%).

**Previsioni riviste al ribasso** Rispetto alle stime diffuse dal CSC a dicembre (+1,4% nel 2016 e +1,3% nel 2017), le attuali sono state riviste al ribasso per una dinamica trimestrale meno robusta di quella attesa nel quarto trimestre 2015, per il profilo piatto nella seconda metà di quest'anno e assai lento nel corso del 2017. L'andamento trimestrale meno vivace nel 2016 e nel 2017 è spiegato in gran parte dalla frenata della domanda mondiale più marcata di quanto atteso, che rallenta l'espansione delle esportazioni italiane, e dalla più bassa propensione a consumare e investire, conseguente all'accresciuta incertezza dovuta alla Brexit.

Sulla variazione annua del PIL il numero inferiore di giornate lavorative (due in meno) ha un impatto negativo sia quest'anno sia il prossimo di circa mezzo decimo di punto.

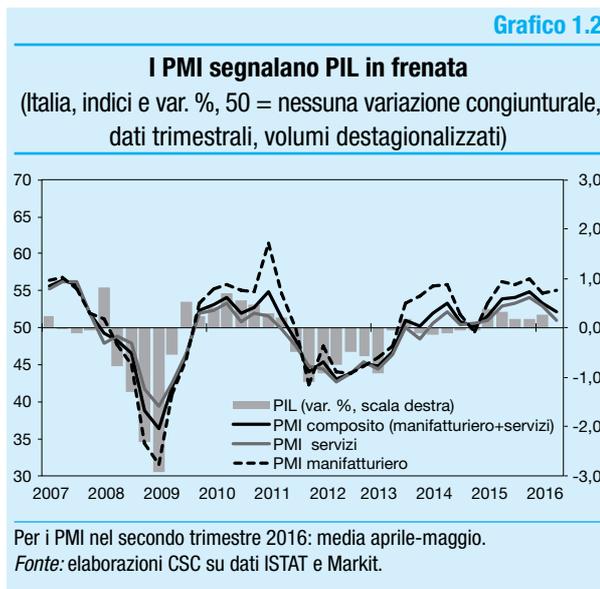
**Indicatori qualitativi meno positivi** A partire dalla seconda metà del 2013 gli indicatori congiunturali qualitativi hanno cominciato a salire e, pur con un andamento oscillante, hanno raggiunto picchi elevati (anche massimi storici) tra fine 2015 e inizio 2016. Da allora sono gradualmente calati, non lasciando intravedere un'accelerazione nella dinamica dell'economia italiana, semmai un rallentamento nella seconda metà del 2016.

L'indice composito di fiducia delle imprese del manifatturiero, delle costruzioni, dei servizi di mercato e del commercio al dettaglio è stato nella media del secondo trimestre pari a 102,3, contro il 101,6 nel primo trimestre (106,2, record dall'inizio della serie storica, a fine 2015). Nel manifatturiero, in particolare, si è avuta una risalita in giugno (+0,7 punti) con valutazioni più favorevoli sugli ordini (specie quelli interni) e attese stabili sulla dinamica della produzione.

Tra i consumatori l'indice di fiducia ha continuato a diminuire in giugno (-2,3 punti dopo -1,5 in maggio), allontanandosi di oltre 8 punti dal livello di gennaio, il più elevato dall'inizio della rilevazione (1995). In giugno è peggiorata solo la componente relativa al clima personale; sono meno favorevoli giudizi e attese sulla situazione economica della famiglia e sui bilanci familiari.

In maggio il PMI Markit composito per l'Italia (che sintetizza la dinamica complessiva nel manifatturiero e nel terziario) ha segnalato una quasi stagnazione dell'attività economica (indice a

50,8, -2,5 punti in un mese). In media ad aprile-maggio (52,0) è inferiore rispetto al valore registrato nel primo trimestre (53,4) e riflette una perdita di slancio dell'economia (Grafico 1.2). Il dettaglio settoriale indica rallentamento di produzione, ordini ed esportazioni dell'industria; nei servizi l'attività risulta ristagnare: l'indice PMI del terziario è caduto al di sotto della soglia di 50 (a 49,8) per la prima volta da oltre un anno; i nuovi ordini, in espansione per il quindicesimo mese consecutivo, hanno mostrato una dinamica mensile più debole (51,0 da 51,9), frenati dal terzo calo consecutivo della domanda estera. Sono meno positive anche le valutazioni sull'andamento occupazionale.



L'esito del referendum sulla Brexit, non colto negli indicatori qualitativi di giugno (le rilevazioni vengono fatte nelle prime due settimane del mese), spingerà ancora più giù la fiducia e le attese degli operatori. Nel corso della crisi dei debiti sovrani, quando si era ipotizzata l'uscita della Grecia dall'Euroarea, la caduta della fiducia era stata forte e duratura: -14 punti tra le famiglie e -17 punti tra le imprese dalla primavera del 2011 alla fine del 2012.

L'indicatore OCSE, che delinea le svolte del ciclo economico italiano con un anticipo di circa un semestre, intravede una dinamica meno positiva nella seconda metà dell'anno. È aumentato dello 0,74% da ottobre 2014 a novembre 2015, ma da dicembre è tornato a diminuire accumulando una contrazione dello 0,35%; in aprile è più basso dello 0,20% rispetto alla media dei primi tre mesi dell'anno. Tale dinamica è molto probabile che si accentui nei prossimi mesi in conseguenza della Brexit.

**Salgono i consumi...** La spesa delle famiglie nel 2015 è salita dello 0,9%, dopo il +0,6% nel 2014. Il CSC prevede che continuerà ad aumentare: +1,2% nel 2016 e +0,7% nel 2017.

I consumi delle famiglie sono in crescita dal terzo trimestre 2013 e da allora hanno registrato una variazione cumulata del 2,6%. Nel primo trimestre del 2016 sono aumentati dello 0,3% congiunturale, in frenata dal +0,5% nel quarto 2015.

Gli indicatori quantitativi e qualitativi disponibili fino a giugno concordano nel delineare il proseguimento del recupero dei consumi anche nel secondo trimestre: sono aumentate del 4,9% le vendite di auto nel bimestre aprile-maggio sul primo trimestre (stime CSC; dati destagionalizzati); l'indice di fiducia dei consumatori è ripiegato dai massimi dei mesi scorsi ma rimane ancora su livelli piuttosto elevati (110,2) e le valutazioni sui bilanci familiari sono sostanzialmente positive; i giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo sono diminuiti

nel secondo trimestre (saldo a -16,0, da -14,0 nel primo trimestre 2016) restando sui massimi dal 2011, dopo il recupero iniziato nella seconda metà del 2013. L'indicatore sui consumi ICC (Confcommercio) è migliorato in aprile (+0,3% su marzo, dati in volume), grazie soprattutto agli incrementi degli acquisti di servizi.

A favore di ulteriori aumenti della spesa delle famiglie agiscono l'incremento in termini reali del reddito disponibile (+2,1% quest'anno e +0,6% il prossimo), grazie anche ai bassi prezzi del petrolio e degli altri beni energetici. In particolare, un buon sostegno arriverà dall'aumento previsto sia per le retribuzioni reali (+0,7% nel 2016, piatte nel 2017) sia per l'occupazione (+0,7% e +0,5%). Mentre il credito alle famiglie si riavvierà nel corso dell'anno, dopo la pausa nei primi mesi del 2016.

Un freno ai consumi può giungere, invece, dalla ricostituzione di più elevati livelli di risparmio, che tra 2000 e 2007 era stato in media pari al 12,1% del reddito disponibile; pur con una dinamica oscillante, ha raggiunto l'8,1% a inizio 2016 ed è previsto aumentare di quasi un punto nel corso di quest'anno e del prossimo. La Brexit indurrà maggiore risparmio precauzionale.

**...e gli investimenti** Dopo essere aumentati dello 0,8% nel 2015, gli investimenti sono previsti in accelerazione: +1,9% nel 2016 e +1,3% nel 2017, grazie soprattutto agli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto. Gli investimenti in costruzioni registreranno il primo incremento dopo 8 anni: +0,7% nel 2016; cresceranno a un ritmo simile nel 2017 (+0,6%). La dinamica è molto rallentata dalle conseguenze della Brexit.

Gli investimenti sono la componente più ciclica della domanda interna e hanno registrato nel corso della crisi una riduzione di quasi un terzo (-31,5%; si veda il riquadro *In Italia gli investimenti anello debole del rilancio*). Ciò ha intaccato in maniera significativa il potenziale di crescita dell'Italia.

I primi segnali di ripartenza degli investimenti si sono avuti all'inizio del 2015; in un anno sono aumentati del 2,4%. Il recupero è stato guidato dal forte rimbalzo degli acquisti di mezzi di trasporto (che pesano però solo per il 6% sul totale); la spesa in macchinari e attrezzature ha dato un contributo meno positivo; in recupero nella seconda metà del 2015 anche gli investimenti in costruzioni (che pesano per il 50%).

### In Italia gli investimenti anello debole del rilancio

L'andamento fiacco degli investimenti fissi in Italia emerge con maggiore chiarezza nel confronto con le altre grandi economie avanzate, tra cui in particolare quelle dell'Euroarea, negli anni della crisi. Il CSC ha ripetutamente richiamato l'attenzione sull'andamento degli investimenti negli anni recenti, evidenziando di volta in volta i (molti) problemi e i (pochi) segnali confortanti che emergono dai dati a disposizione.

Gli investimenti dell'Euroarea sono ancora molto deboli (Grafico A). La loro caduta prima e stagnazione poi nel corso della crisi ha comportato un'evidente perdita di velocità rispetto alle altre economie avanzate. Mentre nei primi due anni di recessione la flessione è risultata

limitata, a fronte di quella assai più marcata delle altre grandi economie, negli anni successivi non si sono registrati segnali di recupero e l'indice degli investimenti fissi per l'Euroarea è scivolato al di sotto di quelli – tutti in ripresa, più o meno marcata – relativi a Giappone, Regno Unito e, soprattutto, Stati Uniti (unico paese in cui il livello del 2015 risulta superiore a quello del 2007)<sup>1</sup>.

Ma qual è il profilo del fenomeno all'interno dell'Area, che include economie molto diverse tra loro? Anche solo considerando i quattro maggiori paesi membri, il quadro risulta alquanto variegato: da un lato la Germania, che ha recuperato già dal 2011 il livello di accumulazione del 2007, e subito sotto (ma con un profilo piatto e un livello ancora inferiore a quello pre-crisi) la Francia; all'estremo opposto la Spagna e, sempre più, anche l'Italia (Grafico B).

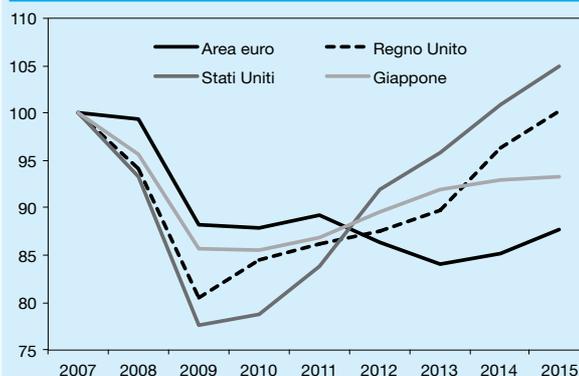
La dinamica degli investimenti è di per sé legata a quella dell'output; coerentemente, le due economie in maggiore ritardo sono anche quelle in cui la contrazione degli investimenti è stata più forte; ma nello spiegare l'andamento della spesa in beni capitali contano anche altri fattori, che possono modificare la sua incidenza rispetto al livello del prodotto. Se si misura la quota degli investimenti sul PIL risultano evidenti almeno due fenomeni (Grafico C).

Il primo è la variabilità della quota (all'inizio del periodo tra Spagna e Italia correvano otto punti percentuali e alla fine il divario è minore ma ne corrono comunque cinque). Il secondo è che Spagna e Italia anche in questo caso mostrano nel corso della crisi gli andamenti peggiori: la prima registrando un crollo verticale fino al 2012 e mostrando una leggera ripresa negli anni finali; la seconda scivolando costantemente verso il basso, fino a raggiungere nel 2015 un livello nettamente inferiore anche a quello della Germania.

<sup>1</sup> Si veda sul punto in particolare CITI Research, *Euro Economics Weekly*, 13 maggio 2016.

Grafico A

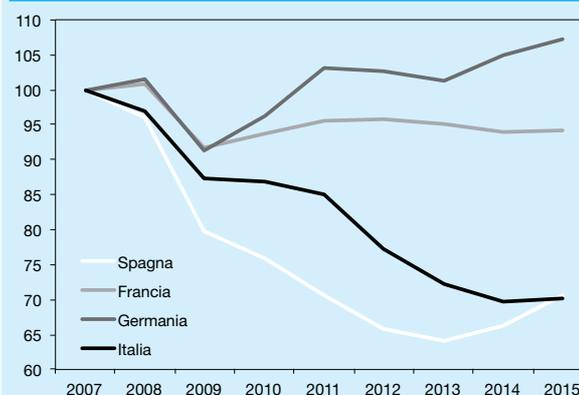
### Nell'Area euro gli investimenti stentano a ripartire (Investimenti fissi lordi a prezzi costanti, indici 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Thomson Reuters.

Grafico B

### Dopo la caduta restano stagnanti gli investimenti in Italia (Investimenti fissi lordi a prezzi costanti, indici 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

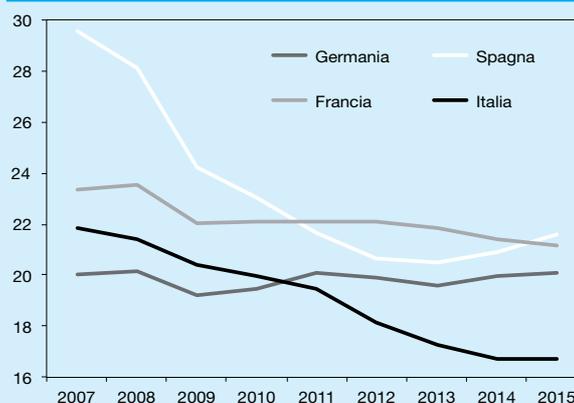
La rilevante contrazione degli investimenti spagnoli in rapporto al PIL richiama all'attenzione il ruolo svolto dalla spesa in costruzioni, che all'alba della crisi aveva raggiunto in Spagna un livello eccezionalmente alto. D'altra parte per l'Italia, come già evidenziato dal CSC, una componente rilevante della contrazione degli investimenti nel corso della crisi è imputabile al crollo di quelli pubblici, principalmente legati al settore delle costruzioni<sup>2</sup>.

Osservando gli investimenti al netto delle costruzioni (Grafico D) si ricava in primo luogo che la Germania cambia completamente posizione, avendo un'incidenza degli investimenti edilizi inferiore a quella degli altri paesi. Ma soprattutto si osserva che la flessione degli investimenti per la Spagna è assai più contenuta di quella totale e, comunque, la quota registra una ripresa già dal 2009; mentre per l'Italia il profilo resta più o meno lo stesso, indicando l'esistenza di un problema che va chiaramente ben al di là della crisi edilizia.

Come mostrato in precedenti analisi del CSC, per l'Italia l'incidenza degli investimenti sul valore aggiunto mostra differenze rilevanti se osservata per il solo settore manifatturiero<sup>3</sup>. In questo caso, infatti, mentre la Germania si caratterizza strutturalmente per una quota degli investimenti fissi sul valore aggiunto particolarmente bassa – così come nel totale dell'economia – per l'Italia la quota risulta sistematicamente molto elevata e maggiore di quella degli altri grandi paesi industriali a eccezione della Corea e degli

Grafico C

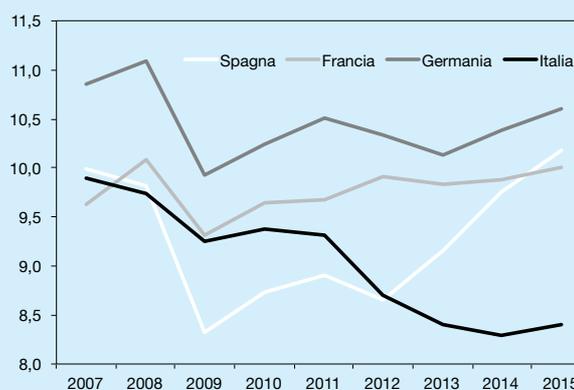
### In Italia al minimo la quota degli investimenti sul PIL... (Investimenti fissi lordi in % del PIL, prezzi correnti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Grafico D

### ...anche al netto delle costruzioni... (Investimenti fissi lordi escluse le costruzioni in % del PIL, prezzi correnti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

<sup>2</sup> Si veda la Nota dal CSC n. 15-11, *Dopo il crollo nella crisi, gli investimenti ripartono. Cruciale sostenerli per avere una crescita più robusta*, 1 agosto 2015.

<sup>3</sup> Si veda al riguardo la Nota dal CSC n. 15-7, *Industria italiana con alta propensione ad investire e innovare*, 7 marzo 2015.

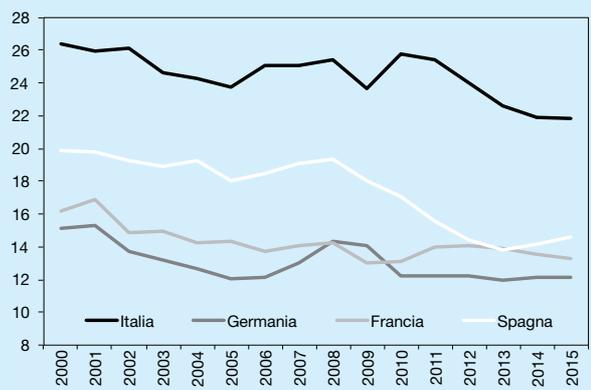
Stati Uniti (Grafico E). Da questo punto di vista il problema qui evidenziato non appare imputabile a un deficit di investimenti manifatturieri.

In ogni caso per l'Italia la contrazione degli investimenti – in termini assoluti, in quota del PIL e sempre in quota ma con esclusione delle costruzioni – sembra essersi esaurita e nel corso del 2015 emerge qualche segnale di risalita. Ma nel confronto con le altre economie avanzate il ritardo è evidente e indica l'esistenza di problemi specifici, più volte messi a fuoco dal CSC. I problemi riguardano l'alta incertezza e le aspettative di basso aumento della domanda, maggiori difficoltà a ottenere finanziamenti, alta capacità produttiva inutilizzata, ristrettezze dei bilanci pubblici e un basso livello della redditività, seppure in recupero<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Su questi aspetti, oltre ai lavori già citati, si veda anche CSC, *Scenari economici* n. 20, giugno 2014; *Congiuntura Flash*, febbraio 2015; *Scenari economici* n. 22, giugno 2015.

Grafico E

**...ma nel manifatturiero la propensione a investire resta alta**  
(Investimenti fissi lordi in % del valore aggiunto, prezzi correnti)

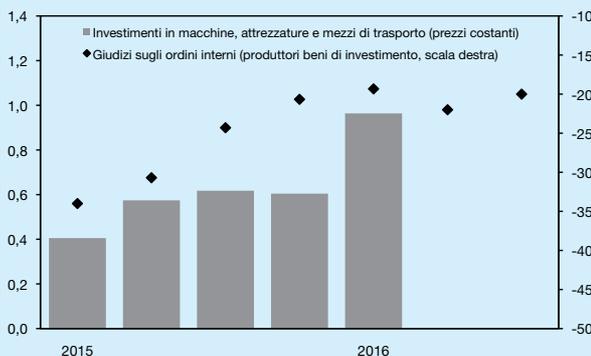


Fonte: elaborazioni CSC su dati IHS Global Insight.

La spesa in macchinari e mezzi di trasporto, dopo essere aumentata dell'1,0% nel primo trimestre 2016, dovrebbe continuare ad avanzare anche nel trimestre in corso e nel successivo: il saldo dei giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni strumentali, che mostra una buona capacità previsiva, si è attestato nel secondo trimestre a -20, livello poco più alto rispetto a quello registrato nel primo trimestre (Grafico 1.3). Anche le valutazioni rilevate nell'indagine trimestrale Il Sole 24 Ore – Banca d'Italia indicano un più favorevole contesto nel quale operano le imprese, specie con riferimento alle condizioni di investimento e di accesso al credito.

Grafico 1.3

**Gli ordini indicano una tenuta degli investimenti**  
(Italia, variazioni % e saldi, dati trimestrali destagionalizzati)



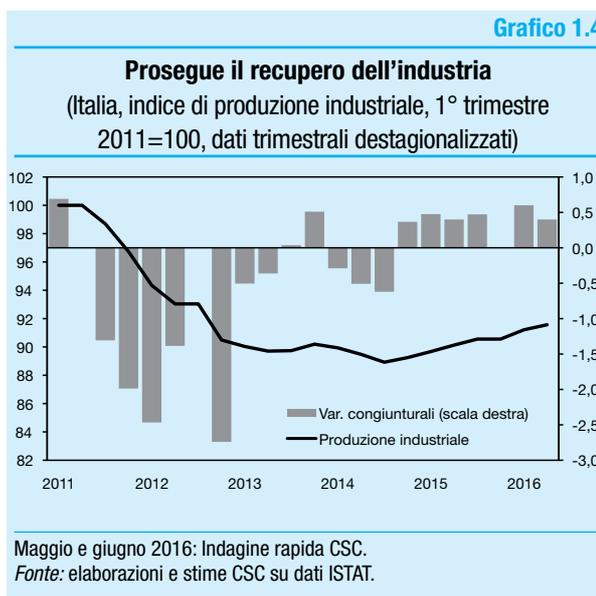
Ordini nel secondo trimestre 2016: media aprile-maggio; spostati avanti di un trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

La riduzione del costo del credito e gli incentivi fiscali per l'acquisto di macchinari contribuiscono a sostenere i piani di investimento delle imprese. Mentre la Brexit potrebbe restringere i finanziamenti bancari.

Il basso grado di utilizzo degli impianti, la bassa redditività e l'elevata incertezza, politica e non, internazionale e interna, sono, invece, freni importanti ai progetti di acquisto di beni strumentali.

**Produzione industriale in aumento** L'attività industriale in Italia è tornata ad aumentare nell'ultimo trimestre del 2014 (+0,4%) e il recupero è proseguito fino al primo del 2016, quando si è avuto un incremento dello 0,7% congiunturale (+2,6% cumulato; Grafico 1.4). A trainarla è stata soprattutto la domanda interna: infatti, il fatturato estero è cresciuto solo dello 0,8% mentre quello interno è salito del 4,1% (variazioni a prezzi costanti, stime CSC). Le produzioni di beni d'investimento e di beni intermedi sono state le più dinamiche. Tuttavia, la risalita non è affatto diffusa, tanto che alcuni settori hanno registrato addirittura ulteriori contrazioni.



Il secondo trimestre è iniziato con un incremento in aprile (+0,5% su marzo) cui, secondo il CSC, è seguito un ulteriore recupero in maggio (+0,3%) e un arretramento in giugno (-0,2%), che ha portato a +0,4% la variazione acquisita. Le valutazioni degli imprenditori sono piuttosto prudenti.

L'attività nelle costruzioni è calata dello 0,9% nel primo trimestre sul quarto quando aveva registrato il primo incremento dopo due anni (+1,5% congiunturale). Il secondo trimestre parte con un abbrivio positivo: l'attività è aumentata del 2,5% in aprile su marzo e la variazione acquisita è di +2,1% sul primo trimestre. Le attese degli imprenditori del settore sono comunque in miglioramento.

**Rallentano gli scambi con l'estero** Nello scenario del CSC la crescita delle esportazioni di beni e servizi, pari al 4,3% a prezzi costanti nel 2015, rallenterà all'1,4% nel 2016 e riprenderà parzialmente slancio, al 2,5%, nel 2017. Le importazioni, dopo un aumento del 6,0% nel 2015, registreranno incrementi del 2,4% nel 2016 e del 3,2% nel 2017. Di conseguenza, il contributo dell'export netto al PIL, pari a -0,3 punti percentuali nel 2015, sarà ancora negativo per 0,2 punti nel 2016 e per 0,1 punti nel 2017.

La forte crescita degli acquisti all'estero nel 2015 è stata favorita dalla risalita della domanda interna di investimenti e consumi e dalla robusta dinamica dell'export che incorpora anche beni e servizi intermedi importati. Nel 2016 si rafforza il sostegno della domanda interna, grazie soprattutto all'accelerazione degli investimenti (importanti attivatori degli scambi con l'estero), mentre si affievolisce quello proveniente dalle esportazioni, attese in frenata; nel 2017, al contrario, si indebolirà il traino della domanda interna e salirà quello dell'export. Alla fine del bien-

nio di previsione il livello dell'import sarà ancora inferiore dell'1,6% al massimo pre-crisi (raggiunto nel 2007), mentre quello delle esportazioni si posizionerà del 7,5% sopra.

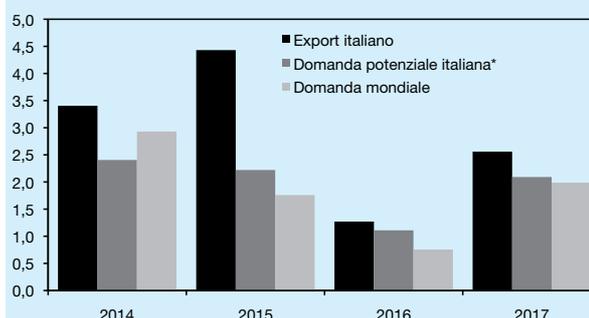
Nel 2015 le vendite di beni italiani all'estero sono cresciute molto più della domanda potenziale, cioè delle importazioni nei loro mercati di destinazione. Ciò è avvenuto in quattro degli ultimi cinque anni (fa eccezione il 2013), come è stato ripetutamente documentato nelle passate edizioni di *Scenari economici* (a partire dal dicembre 2013) e riconosciuto dal Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, nelle ultime Considerazioni finali alla Relazione annuale<sup>1</sup>. A testimonianza della vivacità delle imprese italiane nel cogliere le opportunità nei mercati esteri. Una significativa spinta alle esportazioni nel 2015 è stata offerta anche dalla svalutazione dell'euro (-3,7% sul 2014 il tasso di cambio effettivo nominale italiano; stime CSC).

Secondo il CSC, nel biennio di previsione la performance delle vendite all'estero continuerà ad essere superiore a quella della domanda potenziale (Grafico 1.5). Entrambe, tuttavia, saranno molto penalizzate, specie nel 2016, dal brusco rallentamento delle importazioni mondiali (si veda il riquadro *Emergenti, Cina in testa, guidano la frenata del commercio mondiale*), sebbene il suo impatto negativo sia attutito dalla distribuzione geografica dell'export italiano, che è meno orientato della media verso i paesi emergenti, in particolare quelli asiatici, nei quali l'import si è più indebolito (in Cina, per esempio, va il 2,6% dell'export italiano, contro il 6,3% di quello tedesco e il 10,3% di quello mondiale). Inoltre, il parziale apprezzamento dell'euro nella prima metà del 2016 (+2,2% il cambio effettivo italiano sul 2015) farà venir meno la spinta positiva del cambio; dopo il terremoto Brexit il cambio effettivo italiano si è indebolito marginalmente (-0,2% rispetto alla media dei primi sei mesi), perché la svalutazione dell'euro sul dollaro è stata controbilanciata dal suo apprezzamento sulla sterlina (il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume un cambio stabile ai valori correnti).

La crescita deludente dell'export di beni e servizi nel 2016 è, anche, statisticamente influenzata dal calo registrato nel primo trimestre dell'anno (-1,5% sul quarto 2015), che risulta da una riduzione delle vendite sia nei paesi UE (-0,6%, dopo +1,8%) sia, soprattutto, in quelli extra-UE (-2,2%, terza diminuzione trimestrale consecutiva). La caduta nel primo trimestre è stata più ampia di quella delle importazioni mondiali (-0,7%). In aprile l'export di beni italiani è aumentato, a prezzi costanti, del 2,5% su marzo, combinato disposto di un incremento delle vendite sia nei paesi UE

Grafico 1.5

### L'export italiano cresce più della sua domanda (Dati in volume, merci, variazioni %)



\* Crescita delle importazioni totali di 170 partner commerciali dell'Italia, ponderate per le quote di quei partner sulle importazioni. 2016-2017: previsioni CSC.

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

<sup>1</sup> Ignazio Visco, *Considerazioni finali del Governatore*, 31 maggio 2016.

(+1,8%) sia in quelli extra-UE (+3,6%); le esportazioni extra-UE sono di nuovo diminuite, in valore, del 3,0% in maggio. Lo scenario CSC incorpora un moderato recupero nel secondo trimestre, coerente con un modesto aumento degli scambi globali.

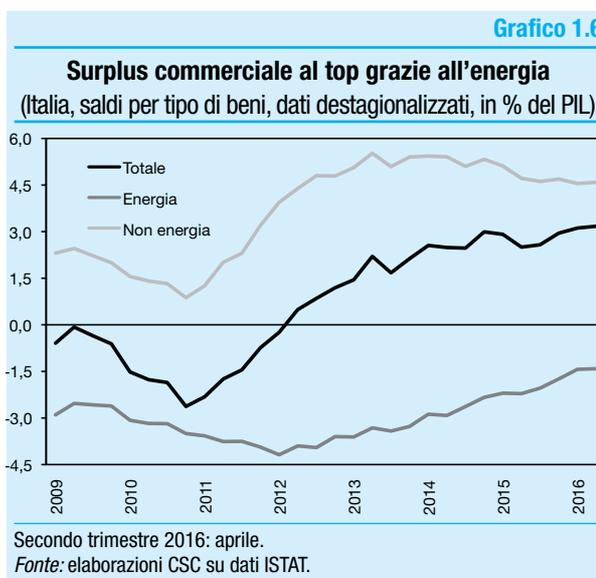
Le prospettive per i mesi centrali dell'anno restano, comunque, estremamente deboli, secondo gli indicatori qualitativi degli ordini esteri nel manifatturiero: la componente PMI (Markit), pur restando in zona di espansione, ha toccato in maggio il livello più basso da un anno e mezzo (52,0) e il saldo dei giudizi delle imprese (ISTAT) è marginalmente risalito in giugno (-17), ma nella media del secondo trimestre si è attestato sui minimi dal quarto 2014.

Le ragioni di scambio di beni e servizi italiani sono significativamente migliorate nel 2015 e all'inizio del 2016, grazie alla caduta dei prezzi del petrolio e delle altre commodity. Nello scenario del CSC, le quotazioni delle commodity risalgono lentamente. Di conseguenza, la variazione delle ragioni di scambio, dopo il +2,3% nel 2015, sarà ancora ampiamente positiva nel 2016 (+2,0%), sostenendo il valore delle esportazioni nette, e diventerà negativa nel 2017 (-0,6%).

**Surplus corrente record** Nel 2015 la dinamica favorevole dei prezzi relativi e il robusto incremento dei volumi esportati, nonostante il forte rimbalzo di quelli importati, ha ampliato l'attivo del saldo della bilancia commerciale al 3,2% del PIL, livello massimo dal 1996. In particolare, il calo delle quotazioni petrolifere ha ridotto il deficit energetico dal 3,6% del PIL nel primo trimestre 2013 all'1,4% nel secondo 2016 (Grafico 1.6). Il surplus commerciale è atteso consolidarsi al 3,4% del PIL nel 2016 e poi stabilizzarsi al 3,2% nel 2017, anche a causa della risalita dei prezzi delle commodity.

Il saldo dell'interscambio di servizi è stato pari a -0,1% del PIL nel 2015 e sarà sostanzialmente nullo nel biennio di previsione, grazie anche al rafforzamento del surplus della voce "viaggi". Il deficit dei redditi dall'estero (-1,0% del PIL nel 2015) continuerà lentamente a ridursi. Nel complesso, il surplus delle partite correnti, che ha raggiunto il 2,2% del PIL nel 2015, si attesterà al 2,3% nel 2016 e al 2,2% nel 2017.

L'ampliamento del surplus di parte corrente ha favorito un miglioramento della posizione patrimoniale netta italiana di 1,5 punti percentuali di PIL a fine 2015 rispetto al terzo trimestre. Inoltre, la revisione delle serie storiche, incorporando le attività detenute all'estero precedentemente non dichiarate che sono emerse con la *voluntary disclosure*, ha comportato un'ulteriore riduzione (in valore assoluto) del saldo debitorio pari a 2,5 punti di PIL. La posizione netta verso l'estero risulta ora a -24,2% del PIL a fine 2015.



### Lenta ripartenza del credito alle imprese

Prima della Brexit, nello scenario CSC una lenta risalita del credito bancario erogato alle imprese italiane iniziava a materializzarsi dagli ultimi mesi del 2016, accompagnando il recupero dell'attività, diversamente da quanto avvenuto nell'ultimo anno (si veda il riquadro *In Italia risalita dell'economia senza credito, durerà?*). Il credito viene sostenuto dalle misure espansive della BCE (*Quantitative Easing* rafforzato, tassi negativi, prestiti T-LTRO 2), che accrescono per le banche l'incentivo a erogare credito, ne abbassano il costo della raccolta e ne migliorano i bilanci attraverso l'aumento dei prezzi dei titoli in portafoglio. L'ombrello protettivo BCE ha attutito l'impatto immediato della Brexit sui rendimenti sovrani in Italia, aumentati di poco (1,44% il BTP a 10 anni da 1,40%). Tuttavia, l'esito del referendum inglese, sia per il violento crollo delle quotazioni azionarie (-25%) sia per i timori di nuove difficoltà dell'economia, rischia di accrescere la prudenza degli istituti e far razionare il credito.

Tuttavia, l'incremento dei prestiti sarà molto graduale per vari motivi: alcune delle nuove norme e procedure europee già operative, incluse quelle del meccanismo unico di risoluzione di banche in crisi, accrescono l'avversione al rischio degli istituti di credito; le sempre più stringenti richieste regolamentari e di vigilanza; le ulteriori restrizioni in discussione a livello internazionale creano incertezza e, in certi casi, sarebbero controproducenti, come la proposta di imporre un tetto alla quota di titoli sovrani in bilancio.

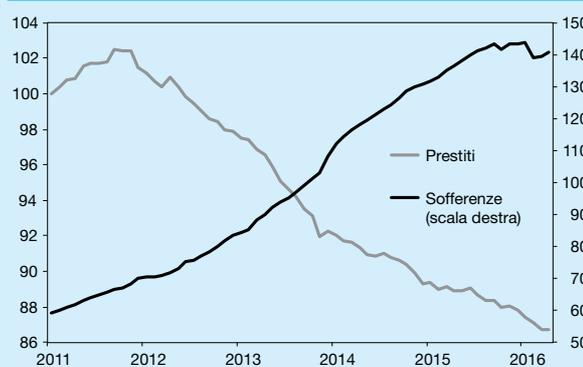
I prestiti erogati alle imprese italiane sono rimasti fermi in aprile, dopo essere caduti nei primi tre mesi del 2016 (-0,4% al mese, dati destagionalizzati CSC; Grafico 1.7), un ritmo maggiore rispetto al -0,1% medio mensile del 2015. Non ci sono ancora chiari segnali di inversione di tendenza. Lo stock di prestiti è del 15,3% inferiore al picco del settembre 2011 (-141 miliardi di euro).

La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti si è ridotta: 7,5% a giugno (da un picco del 16,6% nell'estate 2013; indagine ISTAT). Resta, tuttavia, alta: era al 5,7% nella seconda metà del 2010. Questi dati 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, si è stabilizzata negli ultimi mesi, poco sotto i valori pre-crisi: saldo a 33 a giugno nel manifatturiero, da 11 nell'estate 2013 (36 in media nel 2007; indagine ISTAT). Inoltre, le attese sulla liquidità delle imprese industriali e dei servizi sono in miglioramento (+9,0 per il 2° trimestre il saldo delle risposte tra

Grafico 1.7

**Sofferenze ancora alte, prestiti frenati**  
(Italia, imprese, indice destagionalizzato gen. 2011=100 e miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

chi la prevede abbondante e chi la giudica insufficiente, da +1,0 nel 1°; indagine Banca d'Italia-II Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, le attese sulla liquidità restano negative, anche se migliorano (-21,8 il saldo nel 2° trimestre, da -26,3). Il flusso di pagamenti dei debiti arretrati della PA è salito molto lentamente negli ultimi mesi: 43,7 miliardi a maggio 2016, da 38,6 a luglio 2015; le risorse ricevute sono state destinate negli ultimi anni dalle aziende ad accrescere la liquidità e a ridurre i debiti bancari (indagine Banca d'Italia).

I dati qualitativi raccolti presso le banche indicano che la stretta sull'offerta di credito alle imprese è stata ulteriormente allentata nel primo trimestre 2016, facendo seguito ai miglioramenti in corso da fine 2014 (*Bank lending survey*). Le banche hanno continuato a ridurre il margine di interesse medio sui prestiti e la richiesta di garanzie; invariati invece a inizio 2016 i criteri sull'ammontare del prestito e sulle scadenze. Tuttavia, il forte inasprimento del 2011-2013, che si è sommato a quello del 2007-2010, continua a frenare le erogazioni.

L'allentamento nei criteri di offerta è spiegato dalle banche, come nei due trimestri precedenti, con la riduzione delle preoccupazioni sull'andamento di specifici settori o imprese e con maggior fiducia sull'economia in generale. Sono, invece, giudicate neutrali dagli istituti, nel primo trimestre, la loro posizione patrimoniale e la disponibilità di liquidità, oltre che la raccolta sui mercati.

La domanda di credito delle imprese italiane è aumentata ancora nel primo trimestre 2016. Il recupero è partito dal secondo trimestre 2015, favorito dal minor costo del credito. In particolare, è proseguito l'aumento delle richieste per il finanziamento di investimenti fissi, oltre che per scorte e capitale circolante e per la rinegoziazione del debito. Le richieste di fondi restano, comunque, sotto i livelli del 2011.

L'indagine presso le imprese industriali e di servizi conferma il lento miglioramento delle condizioni di accesso al credito: +3,7 il saldo delle risposte nel primo trimestre 2016 (+3,6 nel quarto 2015; Banca d'Italia-II Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, prosegue il peggioramento delle condizioni creditizie, sebbene con minore intensità (-7,6 il saldo, dopo -10,2).

Lo stock di sofferenze accumulate nei bilanci delle banche italiane è aumentato in aprile per il secondo mese consecutivo (141 miliardi sul credito alle imprese, pari al 18,4% dei prestiti, da 140 a marzo), dopo il significativo calo registrato a febbraio. Rispetto agli ultimi mesi del 2015, comunque, il profilo delle sofferenze mostra un sostanziale appiattimento. Uno sviluppo favorito dalla ripartenza dell'economia e dagli interventi varati negli scorsi mesi, tra cui la deducibilità fiscale in un anno delle perdite su crediti, la velocizzazione delle procedure fallimentari, le garanzie pubbliche sulle sofferenze cartolarizzate, la creazione del Fondo Atlante. È mancato, però, un intervento decisivo, come poteva essere la creazione di una *bad bank* di sistema, impedita dalle nuove regole europee. Il mercato della cessione di sofferenze va ancora a rilento. Perciò le sofferenze nei bilanci degli istituti resteranno anche nei prossimi mesi una zavorra che tiene alta la loro avversione al rischio di credito e frena la ripartenza dei prestiti.

La discesa dei tassi di interesse pagati dalle imprese, durata oltre un anno e mezzo, si è fermata negli ultimi mesi: in aprile 1,9% in media sui nuovi prestiti, stesso valore di novembre (3,5% nel febbraio 2014). Le aziende più piccole pagano il 2,6% in aprile (dal 4,4% a inizio 2014), le maggiori

l'1,5% (dal 2,8%). Il costo del denaro, comunque, è ai minimi e ciò grazie alla riduzione dei rendimenti di riferimento sui mercati negli ultimi anni, in particolare quelli dei titoli sovrani. Secondo i dati qualitativi, i margini applicati dalle banche italiane restano, però, maggiori di quelli pre-crisi.

### Prestiti alle famiglie in frenata

Il profilo dei prestiti erogati alle famiglie italiane si è appiattito nei primi quattro mesi del 2016, dopo il buon recupero del 2015 (+0,2% medio al mese). In precedenza, si era avuto un lungo e lento calo, durato tre anni (-0,1% al mese nel 2012-2014; dati destagionalizzati CSC). Lo stock di prestiti, comunque, è in linea con i livelli precedenti al più recente *credit crunch* (-0,1% in aprile rispetto a inizio 2012). Il credito alle famiglie, quindi, non sta più sostenendo i consumi e l'attività nel settore residenziale, dopo averlo fatto lo scorso anno, ma neanche sta agendo da freno come avviene invece per il credito alle imprese, che cala.

### In Italia risalita dell'economia senza credito, durerà?

Il lento recupero dell'economia italiana sta avvenendo nonostante la riduzione dei prestiti alle imprese. Ma è proprio il *credit crunch* a frenare l'economia, aiutando a spiegare il divario di crescita con Francia e Germania. Quanto può durare ancora la fragile *creditless recovery* in Italia, che ha già più di un anno di vita? In Spagna, paese paragonabile per indebitamento delle imprese e sviluppo dei mercati, la risalita senza credito dura da quasi tre anni. Come mai? Perché c'è un solido recupero della redditività delle imprese e quindi della possibilità di autofinanziamento. Anche in Italia i margini sono risaliti, tuttavia ciò è legato al calo dei prezzi degli input, non a quello del CLUP come in Spagna, e nello scenario CSC i margini vengono erosi già nel prossimo anno. È perciò cruciale favorire rapidamente la ripartenza del credito alle imprese italiane.

In Italia la seconda recessione dall'inizio della crisi è alle spalle. Ma gli effetti devastanti sul tessuto industriale e sociale sono ancora evidenti e contribuiscono a frenare la velocità di uscita, più che in altri paesi europei. Il PIL italiano, in volume, è tornato a crescere, lentamente, da inizio 2015 e ha accumulato un incremento dell'1,3% fino al primo trimestre 2016. Nella seconda recessione, che è durata 14 trimestri a partire dal terzo 2011, il PIL è diminuito di 5,5 punti percentuali (nella prima recessione -7,6% in un anno dal 2° trimestre 2008) e oggi è ancora ben lontano dai livelli pre-crisi (-8,5%).

Negli altri principali paesi europei l'economia ha seguito un percorso diverso: in Francia e Germania non si è avuta una seconda recessione, in Spagna è iniziata prima che in Italia ed è durata meno (10 trimestri), avendo registrato una contrazione quasi identica (-5,4%). Ma là il recupero, iniziato nell'autunno 2013, sta procedendo a una velocità doppia rispetto a quella dell'Italia (+0,6% medio trimestrale, contro +0,3%).

Uno degli elementi che può spiegare la lentezza della risalita italiana è la carenza di credito. In Italia i prestiti alle imprese si sono ridotti del 3,0% all'anno per cinque anni consecutivi nel periodo 2012-2016 (dati fino ad aprile) e la caduta non appare ancora finita (Grafico A). Anche in Spagna i prestiti si riducono e perfino a un ritmo più intenso, dopo però essere cre-

sciuti molto di più prima della crisi: -9,3% all'anno nel 2012-2016. Viceversa, i prestiti stanno crescendo già da tre anni in Francia (+2,8% all'anno nel 2014-2016) e da due in Germania (+1,5% annuo nel 2015-2016) e accompagnano l'espansione dell'attività economica.

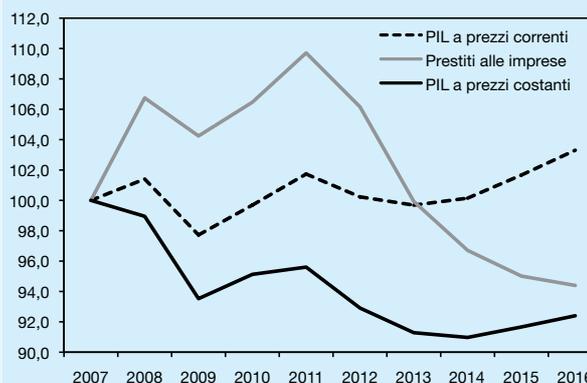
Il nesso causale da credito a PIL, storicamente, è molto solido. In passato, in vari episodi, sia in Italia sia in altri paesi, la crescita è stata alimentata dai prestiti bancari. In particolare, nel 2004-2007 in Spagna i prestiti alle imprese sono cresciuti in media del 24% all'anno, in Italia del 9%, in Francia dell'8%. Tutti questi paesi hanno registrato in quel periodo un'espansione dell'economia (in Italia +1,5% medio annuo nel 2004-2007). Varie analisi hanno evidenziato il contributo importante fornito dal credito alla crescita del PIL nella fase pre-crisi<sup>1</sup>.

Nell'attuale fase, invece, la mancanza di credito per le imprese sta frenando la crescita italiana, ma non l'ha arrestata. Ciò avviene perché la *credit crunch* fa mancare a molte aziende le risorse per nuovi investimenti produttivi, per il magazzino e, in alcuni casi, addirittura per l'attività corrente. Altre imprese, però, disponendo di maggiore autofinanziamento o di possibilità di accesso diretto ai mercati dei capitali, riescono a crescere, aggirando la mancanza di credito bancario.

In Italia, infatti, si sta registrando un recupero del *mark-up*, ovvero della redditività delle imprese, sebbene ancora su livelli molto compressi (Grafico B). Nel manifatturiero +1,2% annuo nel primo trimestre 2016 e +0,8% cumulato nel 2013-2015 (dopo il -5,1% cumulato nel 1996-2012); nel totale dell'economia +0,4% e +0,5% rispettivamente (dopo il -4,5%). I dati sul MOL, espresso in percentuale del valore aggiunto, confermano questo recupero nel 2015 (+1,4 punti percentuali nel

Grafico A

### In Italia una lenta risalita senza credito (Dati annuali, indici 2007=100)

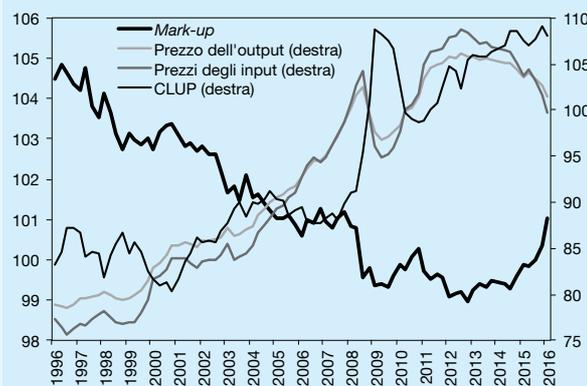


2016: dati di aprile per il credito; stime CSC per il PIL.

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

Grafico B

### Recupera il *mark-up*, grazie ai minori prezzi degli input (Italia, manifatturiero, dati trimestrali, indici 2010=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT (costi e margini trimestrali).

<sup>1</sup> Si veda "La bolla del credito ha gonfiato anche il PIL italiano", in CSC, *Scenari economici* n. 8, giugno 2010.

manifatturiero, dopo il -0,3 cumulato nel 2013-2014). L'aumento dei margini fa crescere l'auto-finanziamento delle aziende e rende possibile la risalita economica pur senza credito.

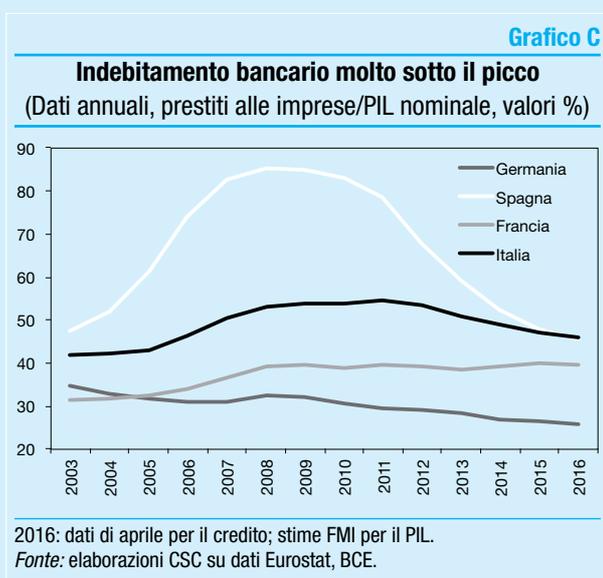
Tutto ciò, però, avviene esclusivamente perché i prezzi degli input si sono ridotti, in particolare le quotazioni delle materie prime, cui è seguito il taglio, meno marcato, dei prezzi di vendita delle imprese. Non è fondato, invece, su un ridimensionamento del costo del lavoro, che anzi aumenta: +0,3% il CLUP nella manifattura nel 2015, dopo il +3,0% cumulato nel 2013-2014. Perciò, il recupero dei margini e della capacità di autofinanziamento è fragile, esposto al rischio di un rincaro delle materie prime.

In Italia da oltre un anno siamo, dunque, in presenza di una lenta risalita dell'economia che avviene insieme a una contrazione del credito alle imprese. La questione è: quanto può durare?

La Spagna offre un utile termine di confronto. Anzitutto, perché Spagna e Italia sono simili quanto a grado di indebitamento delle imprese e di loro possibilità di accesso diretto ai mercati finanziari e, quindi, in termini di importanza delle diverse fonti di finanziamento dell'attività economica. Il grado di indebitamento bancario, misurato dai prestiti alle imprese in percentuale del PIL nominale, è in caduta in Italia ed è molto sotto i picchi del 2011 (46,1% nel 2016, da 54,6%), pur restando sopra i valori di inizio anni Duemila (Grafico C). In Spagna era molto più alto ed è sceso rapidamente su livelli analoghi a quelli italiani (45,6%, da 85,3% nel 2008). In Francia cresce e non è lontano da quello italiano, in Germania è più basso e si riduce.

Inoltre, anche in Spagna il PIL sta crescendo (e più velocemente che in Italia) nonostante il calo dei prestiti. La *creditless recovery* spagnola dura da quasi tre anni. È cruciale capire come questo sia possibile. Per far crescere investimenti e attività corrente occorre avere finanziamenti, che siano bancari o non bancari o interni all'azienda. Il punto è che anche in Spagna i margini crescono e lo fanno molto più che in Italia e da più tempo: +0,9 punti percentuali nel 2015 il MOL nel manifatturiero, dopo +1,1 punti cumulati già nel 2013-2014. Quindi, è aumentata molto negli ultimi tre anni la possibilità di autofinanziamento delle imprese spagnole. Inoltre, si tratta di un recupero di redditività robusto, perché avviene grazie all'abbattimento del costo del lavoro: -1,1% il CLUP manifatturiero spagnolo nel 2015, dopo il -2,2% cumulato nel 2013-2014. Non è esposto, perciò, come invece quello italiano, al rincaro degli input.

In Italia, dunque, la risalita economica senza credito bancario ha ben poche possibilità di durare quanto in Spagna. Nello scenario CSC già nel 2017 si verifica l'appiattimento dei margini



delle aziende italiane e, quindi, cessa di salire l'autofinanziamento. Ciò avviene a causa del previsto rincaro, per quanto modesto, sia del petrolio sia delle commodity non-energetiche. È per questo che le imprese italiane, per finanziare i nuovi investimenti, a fronte di risorse interne che smettono di aumentare e del limitato accesso a fonti non bancarie, hanno urgente necessità di una ripartenza dei prestiti. In modo da non dover frenare ulteriormente il già lento recupero dell'attività, faticosamente avviato. L'impatto della Brexit accresce il rischio che ciò avvenga.

La frenata dei prestiti alle famiglie nei primi mesi del 2016 riflette un'offerta ancora stretta. Per i mutui, le banche indicano che i criteri sono stati ulteriormente allentati nel primo trimestre 2016, proseguendo la tendenza iniziata già dall'estate 2013. La restrizione precedente, tuttavia, non è stata ancora interamente annullata. Anche per il credito al consumo l'allentamento dei criteri di offerta è proseguito nel primo trimestre, ma è partito molto più tardi, a inizio 2015, e perciò le condizioni risultano ancora molto stringenti (indagine Banca d'Italia, Grafico 1.8).

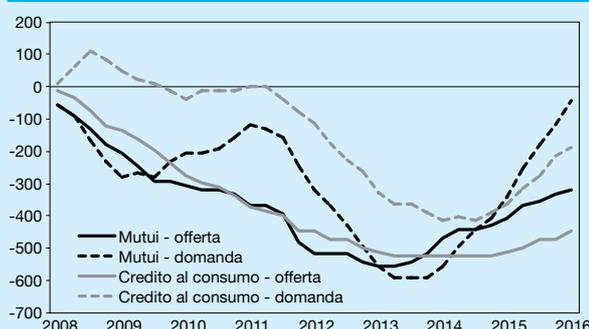
Gli istituti segnalano che nel primo trimestre 2016 hanno ridotto ancora i margini di interesse per la media dei prestiti e hanno iniziato a limarli anche per quelli giudicati più rischiosi. Per i mutui hanno diminuito anche la richiesta di garanzie. Le altre condizioni sono rimaste invariate (scadenze, volumi, oneri addizionali). Le banche indicano come fattori che giocano a favore delle erogazioni una maggiore concorrenza fra istituti e la percezione di un miglior andamento dell'economia. Il merito di credito delle famiglie, invece, è giudicato neutrale.

Nel primo trimestre 2016, invece, è proseguita con forza la risalita della domanda di mutui, in corso da inizio 2014, e quasi tornata ai livelli pre-crisi. Un andamento favorito dalle migliori attese delle famiglie sul mercato immobiliare, dall'aumento della loro fiducia, dalla rinegoziazione di vecchi contratti, dai minori costi. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale), infatti, è sceso al 2,7% in aprile, da 3,0% nell'agosto 2015 (era al 4,0% nel settembre 2013).

Anche per la domanda di credito al consumo il recupero è proseguito nel primo trimestre 2016. La risalita riflette vari fattori: l'incremento dei progetti di spesa in beni durevoli e una maggior fiducia delle famiglie. Ma il recupero è più lento rispetto a quanto avviene per i mutui, anche perché i tassi per il credito al consumo non sono più diminuiti nell'ultimo anno (TAEG all'8,4% in aprile, come nel maggio 2015; era al 9,4% a inizio 2014).

Grafico 1.8

**Credito alle famiglie: su la domanda, meno l'offerta**  
(Famiglie, indici cumulati 4° trimestre 2007=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche\*)



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

**Lavoro in presa diretta con il PIL** L'aumento dell'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), iniziato già nel 2014 (+0,3%), si è consolidato nel 2015 (+0,8%). L'incremento rimarrà sostenuto anche nel 2016, ma si smorzerà nel 2017, di pari passo al PIL: il CSC stima che le ULA aumenteranno dello 0,7% nel 2016 e dello 0,5% nel 2017 e torneranno alla fine dell'orizzonte previsivo a 23,9 milioni, come a metà del 2012, ma ancora 1 milione e 370mila unità sotto il livello pre-crisi (Grafico 1.9).

**CIG in discesa...** Il ricorso alla CIG si sta progressivamente sgonfiando: tra gennaio e maggio 2016 le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte hanno mediamente sfiorato le 200mila, contro le 300mila del 2014.

L'intervento ordinario è sceso a 37mila unità in media nei primi cinque mesi dell'anno, dalle quasi 120mila di metà 2012. Quello straordinario si è contratto dall'autunno 2014 (quando assorbiva 176mila unità) a metà 2015 (100mila), per poi risalire nei primi cinque mesi del 2016. Il livello attuale (128mila) rimane comunque lontano dai picchi del 2010 (quasi 200mila a maggio). Ormai quasi esauriti gli interventi in deroga (20mila unità coinvolte tra gennaio e maggio, 70mila nel 2014; Grafico 1.10).

I dati INPS sui lavoratori in mobilità si fermano a gennaio 2016: gli interventi ordinari sono ancora molti (191mila beneficiari nel 2015, 179mila in gennaio), mentre quelli in deroga si sono ormai praticamente esauriti (600 beneficiari a gennaio contro un picco di 75mila a dicembre 2012).

**...e l'occupazione sale** Il numero di occupati è salito dello 0,8% nel 2015, dopo il +0,4% del 2014. La crescita è il risultato di un'espansione dell'occupazione a tempo indeterminato (+0,8%), che ha più che controbilanciato la contrazione di quella indipendente (-0,5%). I lavoratori a termine (10,6% dell'occupazione totale) sono aumentati in media d'anno (+4,3%). Nel

Grafico 1.9

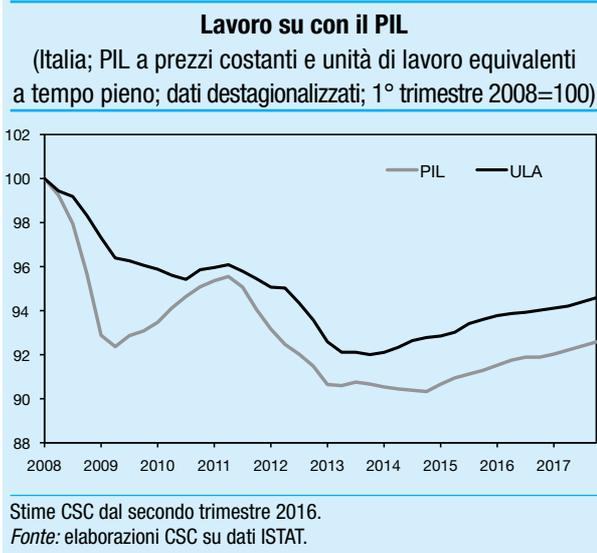
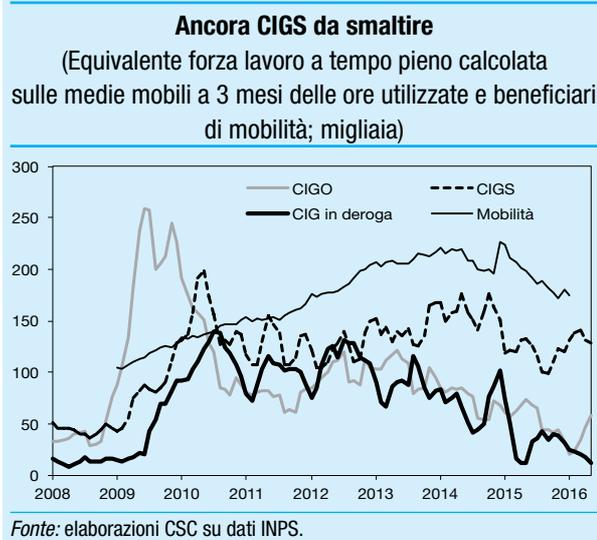


Grafico 1.10



primo trimestre 2016 gli occupati sono aumentati di 18mila unità rispetto all'ultimo quarto 2015 (+0,1%), grazie a un ulteriore incremento dei dipendenti a tempo indeterminato (+75mila).

Anche a inizio 2016, dunque, l'occupazione a tempo indeterminato continua a rimanere privilegiata, incentivata dalle nuove norme introdotte dal *Jobs Act* e dalla riconferma degli sgravi contributivi, seppur per importi e durata inferiori rispetto a quelli vigenti per il 2015 (Grafico 1.11).

Nel 2016 il numero di persone occupate continuerà a crescere di conserva al PIL, con una variazione in media d'anno pari a +0,6%. Nel 2017 registrerà un +0,4% e il biennio previsivo si chiuderà con 420mila occupati in meno rispetto al picco della primavera 2008 (-1,8%), ma con 580mila in più rispetto al minimo dell'estate 2013 e 195mila in più rispetto a fine 2015.

#### Disoccupati in lento calo

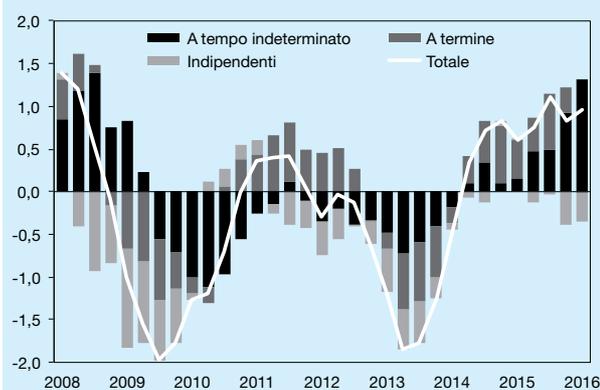
Il numero di persone in cerca di occupazione è sceso sotto i tre milioni a metà 2015, dopo quasi 30 mesi. Da allora ad aprile è rimasto pressoché costante perché l'aumento dell'occupazione è stato accompagnato da un'espansione di pari entità della forza lavoro (circa +140mila unità). Il tasso di disoccupazione è dunque ancorato all'11,7%, stesso livello di luglio scorso. Scenderà nel biennio previsivo ma resterà elevato perché crescerà ancora la forza lavoro. Nel 2016 sarà in media dell'11,5%. Nel 2017 scenderà all'11,1%.

Considerando anche le ULA equivalenti in CIG, il CSC stima che l'incidenza della forza lavoro inutilizzata passerà dal 12,4% nel primo trimestre 2016 all'11,9% a fine anno, e sarà ancora pari all'11,7% a fine 2017. Aveva raggiunto il 14,0% a inizio 2014.

A causa della lenta risalita dell'attività economica, nel mercato del lavoro italiano permane un ampio bacino di persone a cui manca lavoro (in tutto o in parte): agli ancora quasi 3 milioni di disoccupati nel primo trimestre 2016 (+78,3% rispetto a otto anni prima) bisogna aggiungere gli occupati part-time involontari (2,7 milioni, +113,1%) e i non-occupati che sarebbero disponibili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva (1,5 milioni, +53,6%) oppure perché stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (721mila, più che raddoppiati, +126,8%). In totale, si tratta di poco meno di 8 milioni di persone (+89,0%). Un'altra misura del deterioramento del mercato del lavoro durante la crisi è l'ormai elevatissimo stock di disoccupati di lunga durata: nel primo trimestre 2016 le persone alla ricerca di un impiego da almeno dodici mesi erano circa il 60% del totale dei disoccupati, quasi 1,8 milioni (+126,0% rispetto al primo 2008, ma 6,7% in meno rispetto a un anno prima).

Grafico 1.11

#### Occupazione trainata dai contratti a tempo indeterminato (Occupati, variazione % tendenziale e contributi per tipologia lavorativa)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

**Retribuzioni al passo dei contratti**

Il CSC stima che nell'intera economia l'aumento delle retribuzioni contrattuali sarà pari allo 0,7% nel 2016 e allo 0,6% nel 2017, dopo il +1,2% del 2015. Quello delle retribuzioni di fatto risulterà lievemente superiore, rispettivamente pari allo 0,8% e allo 0,7%. A fronte di un'inflazione estremamente bassa, le retribuzioni reali nel totale dell'economia cresceranno dello 0,8% nel 2016 e resteranno pressochè piatte nel 2017 (+0,1%).

Finito il blocco delle procedure negoziali, nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale) le retribuzioni di fatto cresceranno dello 0,5% nel 2016 e dello 0,3% nel 2017<sup>2</sup>. Le previsioni del CSC inglobano gli effetti delle risorse stanziare per gli aumenti retributivi dalla Legge di stabilità del 2016.

Negli anni passati l'attività contrattuale è stata intensa, invece, nell'industria: in quella in senso stretto, i contratti rinnovati tra fine 2012 e primavera 2014 hanno 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<sup>3</sup> e rivelatesi molto più alte dell'inflazione effettiva. Le retribuzioni contrattuali nell'industria in senso stretto sono così aumentate del 2,5% nel 2015 (si veda il riquadro *Nell'industria le retribuzioni restano guidate dall'inflazione*).

L'andamento delle retribuzioni contrattuali nel biennio previsivo dipenderà dall'esito delle trattative in corso. Tra dicembre 2015 e giugno 2016 sono, infatti, scaduti tutti i principali contratti del settore. Gli accordi già siglati (alimentari, chimico, cemento e gomma plastica, che coprono il 21% del monte retributivo dell'industria in senso stretto) hanno previsto 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% cumulato che risulta da quelle riviste al ribasso lo scorso maggio<sup>4</sup>. Le altre trattative, quella del metalmeccanico *in primis*, sono per ora in stallo: data la debole attività economica e le tante aziende ancora in crisi, la parte datoriale propone rinnovi che riconoscano aumenti salariali anche significativi, ma solo a fronte di incrementi paralleli della produttività. A bocce ferme, il CSC stima un aumento delle retribuzioni contrattuali pari allo 0,3% nel 2016 e allo 0,5% nel 2017. L'andamento delle retribuzioni di fatto seguirà quello delle contrattuali.

La dinamica retributiva contrattuale risulterà più elevata nei servizi privati (+1,2% nel 2016 e +1,1% nel 2017), sostenuta dalle *tranche* previste dai contratti rinnovati nel 2015, che hanno innalzato la copertura dal 23% di inizio 2014 al 60% attuale.

<sup>2</sup> Il congelamento della contrattazione nel settore pubblico, inizialmente introdotto per il triennio 2010-2012 e via via prorogato, da ultimo dalla Legge di stabilità 2015, è stato ritenuto illegittimo per il futuro dalla Corte Costituzionale nel giugno scorso (sentenza 178/2015).

<sup>3</sup> La realizzazione dell'IPCA al netto degli energetici importati è stata 1,3% nel 2013, 0,3% nel 2014 e 0,7%. Nel 2015 le previsioni ISTAT di agosto 2012, prese a riferimento dagli accordi rinnovati fino a maggio 2013, stimavano +2,0% nel 2013, +1,8% nel 2014 e +2,1% nel 2015. Le previsioni sono state riviste al ribasso a maggio 2013 (+1,8% per il 2013, +1,8% per il 2014 e +2,0% per il 2015).

<sup>4</sup> Le previsioni per l'IPCA al netto degli energetici importati di maggio 2015 erano 0,6% per il 2015, 1,1% per il 2016, 1,3% per il 2017 e 1,5% per il 2018 e sono state riviste al ribasso a maggio 2016: 0,5% per il 2016, 1,0% per il 2017 e 1,2% per il 2018.

**Non scende il CLUP**

Il CSC stima che nel totale dell'economia italiana il CLUP aumenterà dello 0,5% nel 2016, dopo il +0,7% nel 2015. La variazione della produttività tornerà infatti in territorio positivo (+0,2% dal -0,2% dell'anno scorso), ma rimarrà al di sotto dell'aumento del costo del lavoro (+0,7%).

Nel 2017 il CLUP crescerà di un altro 0,6%, con andamenti della produttività e del costo del lavoro pressoché invariati rispetto a quelli di un anno prima (+0,1% e +0,7% rispettivamente).

Le previsioni CSC scontano per l'anno in corso l'impatto degli incentivi sulle nuove assunzioni a tempo indeterminato previsti dalla Legge di stabilità 2016 (decontribuzione totale fino a un tetto di 3.250 euro annui), oltre che della deducibilità del costo del lavoro dalla base imponibile IRAP, che in contabilità nazionale non è imputata al costo del lavoro ma alle entrate indirette.

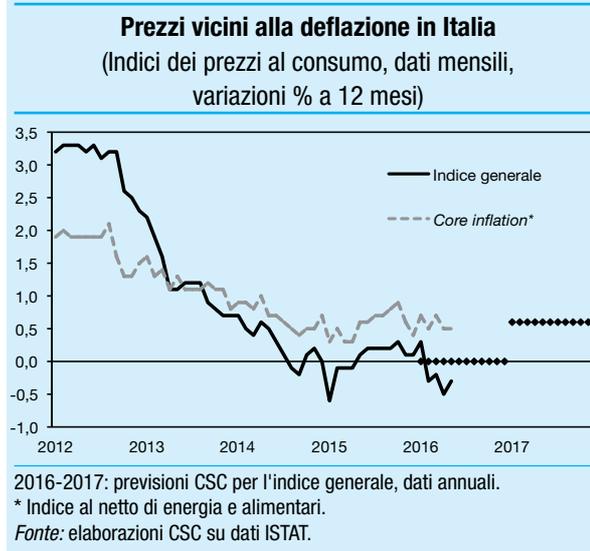
**Dinamica dei prezzi in risalita**

La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è al -0,3% a maggio, da -0,5% in aprile (indice NIC), per il quarto mese consecutivo in territorio negativo. La dinamica dei prezzi *core*, esclusi energia e alimentari, è positiva, ma molto contenuta. Questo rappresenta un fragile argine contro il rischio di una caduta in una deflazione generalizzata (Grafico 1.12). Nello scenario CSC, come a dicembre, viene escluso il materializzarsi di tale minaccia. Ciò grazie al proseguimento del recupero dell'economia e al rafforzamento della domanda interna, che sostengono i prezzi *core*. Oltre che all'atteso incremento dei prezzi delle materie prime e all'euro debole, che agiranno sui prezzi di energia e alimentari. Tuttavia, la capacità inutilizzata ancora ampia e le condizioni deboli del mercato del lavoro, l'elevata concorrenza internazionale e i rapidi sviluppi tecnologici manterranno gli incrementi dei prezzi su ritmi molto contenuti.

Nello scenario CSC la dinamica annua dei prezzi al consumo in Italia salirà gradualmente nella seconda metà del 2016, tornando appena in territorio positivo a fine anno. In media, sarà nulla quest'anno (da +0,1% nel 2015) e arriverà al +0,6% in media nel 2017.

Queste previsioni scontano il fatto che la variazione annua dell'indice totale dei prezzi tenda ad avvicinarsi, già dai prossimi mesi, a quella dell'indice *core*. La quale è, a sua volta, attesa poco sopra i valori correnti dopo aver frenato negli ultimi mesi (+0,5% annuo a maggio, da +0,7% a inizio anno). Un andamento che è stato determinato dai prezzi dei servizi (+0,4% annuo, da +0,7%). È stabile, invece, la dinamica dei prezzi dei beni industriali (+0,7% annuo).

Grafico 1.12



I prezzi dei beni energetici hanno continuato a mantenere la variazione dell'indice totale sotto quella *core* e in territorio negativo. La loro riduzione annua si è accentuata negli ultimi mesi (-8,4% a maggio, da -4,2% a gennaio). In Italia essi seguono con un ritardo di alcuni mesi e in misura ridotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti sui prezzi finali di vendita, l'andamento della quotazione del petrolio Brent tradotta in euro (-27,7% annuo a maggio, da -40,7% a febbraio).

Nello scenario CSC il profilo del prezzo del petrolio in euro sarà di graduale incremento. La sua variazione sui dodici mesi, considerati i valori minimi toccati tra fine 2015 e inizio 2016, salirà rapidamente al 33,6% a fine anno, assestandosi poi all'11,5% a fine 2017. Ciò favorirà un cambio di segno nella variazione tendenziale dei prezzi energetici già dagli ultimi mesi del 2016. È questo il motivo per cui l'inflazione totale si avvicinerà a quella *core*.

I prezzi alimentari aumentano a ritmi molto modesti (+0,2% annuo a maggio), inferiori a quelli *core*. Tale debole incremento è sostenuto dai prezzi degli alimentari freschi (+0,4%). I prezzi degli alimentari lavorati, invece, hanno progressivamente frenato, fin quasi a fermarsi (+0,1% annuo, da +0,3% a gennaio). La crescita dei prezzi alimentari, comunque, a differenza di quanto fanno gli energetici, contribuisce positivamente alla dinamica dell'indice totale.

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: -9 a maggio il saldo delle risposte, da un minimo di -19 nel gennaio 2015.

Sulle prospettive di inflazione c'è un rischio al rialzo dato dall'eventuale (improbabile) aumento dell'IVA nel gennaio 2017. Lo scenario CSC, come già a dicembre, non include tale rincaro, considerato che il Governo si è impegnato a evitarlo. Il proseguire del recupero dell'economia renderebbe possibile un maggiore trasferimento sui prezzi al consumo di un 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 più negativa di quella media dell'Area euro, che è al -0,1% a maggio: il divario è pari a -0,2 punti percentuali (indici armonizzati IPCA). Ciò è dovuto a tutti e tre i raggruppamenti dei prezzi. Quelli *core* in Italia hanno una crescita inferiore a quella nell'Eurozona (-0,2 punti), a riflesso di un recupero più lento dell'economia e di una maggiore sottoutilizzazione dei fattori produttivi. Lo stesso accade per gli alimentari, dove il divario è più ampio (-0,4 punti). Inoltre, i prezzi energetici si riducono, marginalmente, di più in Italia (-0,1 punti).

**Rientra piano** Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 2,5% del PIL quest'anno (dal **il deficit pubblico** 2,6% nel 2015) e al 2,3% nel 2017 (Tabella 1.2).

Per il 2016 il deficit è leggermente più alto di quanto previsto dal Governo (2,3% del PIL) poiché il PIL nominale è stimato crescere dell'1,6% (mentre il Governo l'ha stimato a +2,2%). Nel 2017 il deficit è di 0,5 punti di PIL superiore a quello del Governo. Anche questo scostamento è attribuibile alla minor dinamica del PIL nominale: +1,2% contro il +2,5% indicato dal Documento di Economia e Finanza (DEF) presentato ad aprile scorso.

Le previsioni del CSC incorporano alcune misure che il Governo ha annunciato nel DEF e che verranno adottate con la prossima Legge di stabilità: l'annullamento delle clausole di salvaguardia (l'aumento delle aliquote IVA dal 10% al 13% e dal 22% al 24%) che altrimenti scatterebbero a partire dal 1° gennaio 2017 e che valgono complessivamente 15,1 miliardi e la parziale copertura di queste con il taglio delle *tax expenditure* e della spesa pubblica. Nello scenario di previsione questi interventi si traducono in un maggior deficit, rispetto al tendenziale, di circa 0,4 punti di PIL, come già contabilizzato nelle previsioni programmatiche del Governo.

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell'andamento del ciclo e delle una tantum, è pari all'1,6% del PIL sia nel 2016 sia nel 2017 (dall'1,0% del 2015). Il saldo primario scende all'1,5% del PIL nel 2016 per tornare a salire all'1,6% nel 2017 (come nel 2015). In termini strutturali cala al 2,4% del PIL quest'anno (dal 3,2% nel 2015) e al 2,3% l'anno prossimo.

Nello scenario CSC il debito pubblico si attesta al 133,4% del PIL nel 2016 (dal 132,7% nel 2015) e al 134,0% del PIL nel 2017. Al netto dei sostegni ai fondi di stabilità europei (EFSF ed ESM) il debito risulta pari al 130,0% del PIL quest'anno e al 130,5% il prossimo. La stima include 0,5 punti di PIL di privatizzazioni e dismissioni immobiliari nel 2016 e nel 2017, come indicato dal Governo. Anche questa dinamica, peggiore rispetto a quella del DEF, è dovuta al più basso PIL nominale.

La spesa pubblica scende al 49,9% del PIL nel 2016 (dal 50,5% nel 2015) e al 49,1% il prossimo anno. Al netto del bonus di 80 euro, che è classificato tra le uscite, la spesa totale è pari al 49,3% del PIL nel 2016 e al 48,6% nel 2017. Quest'anno, il suo aumento in valore (+0,4%) è il risultato della crescita delle spese per prestazioni sociali (+2,1%) e redditi da lavoro (+1,4%) e della contrazione di quella per interessi (-2,1%), acquisti di beni e servizi (-0,9%) e in conto capitale (-9,1%; la riduzione riguarda solo i trasferimenti; in aumento, al contrario, gli investimenti fissi); nel 2017 diminuirà dello 0,3%. La spesa per interessi è stimata al 4,0% del PIL nel 2016 (dal 4,2% nel 2015) e scenderà al 3,9% nel 2017.

**In discesa la pressione fiscale** Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC al 47,4% del PIL nel 2016 (47,9% nel 2015) e scenderanno al 46,8% nel 2017.

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)				
	2014	2015	2016	2017
Entrate totali	48,2	47,9	47,4	46,8
Uscite totali	51,2	50,5	49,9	49,1
Pressione fiscale apparente	43,6	43,5	42,9	42,5
Pressione fiscale effettiva	49,3	49,1	48,4	48,0
Indebitamento netto	3,0	2,6	2,5	2,3
Indebitamento netto strutturale	1,1	1,0	1,6	1,6
Saldo primario	1,6	1,6	1,5	1,6
Saldo primario strutturale	3,5	3,2	2,4	2,3
Debito pubblico	132,5	132,7	133,4	134,0
Debito pubblico (netto sostegni)*	128,8	129,2	130,0	130,5
<i>Per memoria, al netto del bonus 80 euro:</i>				
Entrate totali	47,8	47,3	46,8	46,2
Uscite totali	50,8	49,9	49,3	48,6
Pressione fiscale apparente	43,1	42,9	42,3	41,9
Pressione fiscale effettiva	48,8	48,5	47,8	47,3

\* Prestiti diretti a paesi euro e quota di pertinenza dell'ESM.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

La pressione fiscale apparente cala al 42,9% del PIL nel 2016 (43,5% nel 2015) e al 42,5% nel 2017, il livello più basso dal 2011 (41,6% del PIL). Tenendo conto del bonus di 80 euro previsto dalla Legge di stabilità 2015, la pressione fiscale scende al 42,3% del PIL nel 2016 e al 41,9% nel 2017. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso è del 48,4% quest'anno e del 48,0% nel 2017; al netto del bonus di 80 euro scende al 47,8% nel 2016 e al 47,3% il prossimo anno.

**Allentata la restrizione nel 2017** La politica di bilancio disegnata dal DEF è volta, al tempo stesso, a favorire la crescita e ad assicurare un graduale ma robusto consolidamento delle finanze pubbliche, per far scendere il rapporto tra debito e PIL. Il Governo ha corretto gli obiettivi di bilancio e il nuovo scenario programmatico, rispetto a quello di settembre scorso, presenta un allungamento del sentiero di rientro del deficit (Tabella 1.3). In particolare, il pareggio strutturale viene spostato al 2019 dal 2018. A livello tendenziale il pareggio strutturale sarebbe raggiunto nel 2018. Il rinvio risponde a una scelta precisa del Governo che, in deroga ai vincoli previsti dal Patto di stabilità e crescita, ritiene "inopportuno e controproducente" operare una restrizione di bilancio così consistente nei prossimi due anni (1,2 punti di PIL tra 2017 e 2018).

Nello scenario programmatico il miglioramento strutturale del deficit sarà dello 0,1% nel 2017, anziché dello 0,5% tendenziale (0,4% indicato a settembre scorso), dello 0,3% nel 2018, invece dello 0,7% tendenziale necessario a raggiungere il pareggio strutturale di bilancio in quell'anno

Tabella 1.3

<b>Più graduale il rientro del deficit pubblico previsto dal Governo</b>					
(DEF aprile 2016; valori in % PIL)					
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Quadro programmatico</b>					
Deficit	2,6	2,3	1,8	0,9	-0,1
Saldo primario	1,6	1,7	2,0	2,7	3,6
Deficit strutturale	0,6	1,2	1,1	0,8	0,2
Variazione strutturale	0,2	-0,7	0,1	0,3	0,6
Debito pubblico (lordo sostegni)	132,7	132,4	130,9	128,0	123,8
Debito pubblico (netto sostegni)	129,1	129,0	127,5	124,7	120,6
Proventi da privatizzazioni	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3
Var % PIL reale	0,8	1,2	1,4	1,5	1,4
Var % PIL nominale	1,5	2,2	2,5	3,1	3,2
<b>Quadro tendenziale</b>					
Deficit	2,6	2,3	1,4	0,3	-0,4
Saldo primario	1,6	1,7	2,4	3,3	3,9
Deficit strutturale	0,6	1,3	0,8	0,1	-0,1
Variazione strutturale	0,2	-0,7	0,5	0,7	0,2
Debito pubblico (lordo sostegni)	132,7	132,4	130,3	127,3	123,5
Debito pubblico (netto sostegni)	129,1	129,0	126,9	124,0	120,3
<b>Per memoria: Nota agg. DEF (sett. 2015) integrata con effetti Legge di stabilità 2016</b>					
Deficit	2,6	2,4	1,1	0,2	-0,3
Saldo primario	1,7	1,8	3,0	3,9	4,3
Interessi	4,3	4,3	4,1	4,1	4,0
Deficit strutturale	0,3	1,0	0,3	0,0	0,0
Variazione strutturale	0,3	-0,7	0,4	0,3	0,0
Debito pubblico (lordo sostegni)	132,8	131,6	127,9	123,7	119,8
Var % PIL reale programmatico	0,9	1,6	1,6	1,5	1,3
Var % PIL nominale programmatico	1,2	2,6	3,3	3,4	3,1

Fonte: elaborazioni CSC su stime Governo.

(0,3% a settembre scorso), e salirà allo 0,6% nel 2019, superiore allo 0,2% tendenziale (0,0% a settembre scorso).

Il deficit effettivo nel 2016 è programmato al 2,3% del PIL, in linea con il livello tendenziale, e dello 0,1% inferiore a quello previsto con l'approvazione della Legge di stabilità 2016 a dicembre scorso.

Nel 2017 il deficit è programmato scendere all'1,8% del PIL, 0,4 punti di PIL più elevato del tendenziale. Come è noto, infatti, il Governo intende utilizzare risorse a deficit per circa 6,9 miliardi.

Nel 2018 il deficit è programmato scendere allo 0,9% del PIL, superiore di 0,6 punti di PIL al livello tendenziale. Il Governo intende quindi utilizzare circa 3,5 miliardi a deficit. Tali risorse saranno presumibilmente destinate (anche se non è precisato nel DEF) alla copertura delle clausole di salvaguardia che scatteranno nel 2018 (aliquote IVA e accise sui carburanti), che valgono circa 4,4 miliardi.

Nel 2019 oltre al pareggio strutturale è programmato un surplus di bilancio effettivo dello 0,1% del PIL (0,4% il valore tendenziale).

Il saldo primario è fissato nel 2016 all'1,7% del PIL, in aumento dall'1,6% del 2015 e in linea con il valore tendenziale; raggiungerà il 2,0% del PIL nel 2017, il 2,7% nel 2018 e il 3,6% nel 2019.

Il debito pubblico, al lordo dei sostegni agli altri paesi europei, è previsto dal Governo scendere quest'anno al 132,4% del PIL (dal 132,7% del 2015); il rientro continuerebbe nei prossimi anni: 130,9% del PIL nel 2017, 128,0% nel 2018 e 123,8% nel 2019.

Le dinamiche previste del debito pubblico si discostano dai vincoli previsti dal Patto di stabilità e crescita in tutti gli anni considerati dal DEF (2015-2019). Nel 2015 il *gap* rispetto al valore richiesto è stato di circa 2 punti di PIL e salirà a 3 punti nel 2016 (nello scenario programmatico, 2,5 nel tendenziale), per ridursi a 0,2 punti nel 2019 (nello scenario programmatico, 0,3 nel tendenziale). La Commissione europea ha però riconosciuto che sussistono "fattori rilevanti" in grado di giustificare tali deviazioni.

## Nell'industria le retribuzioni restano guidate dall'inflazione

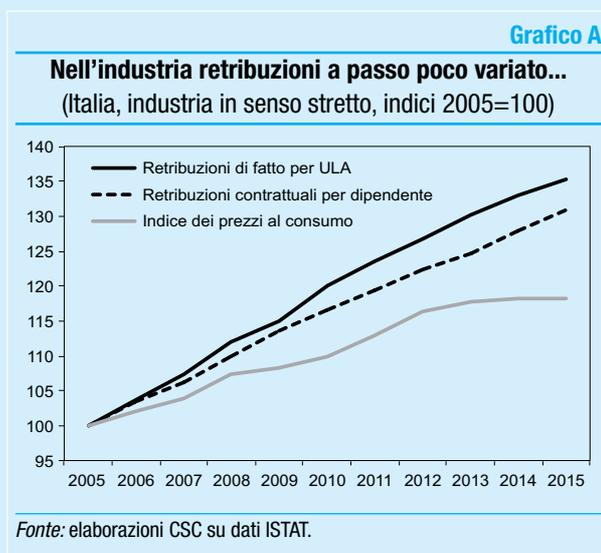
La dinamica delle retribuzioni in Italia durante la crisi è stata influenzata da numerosi fattori: il risanamento dei conti pubblici; il grado di sindacalizzazione e comunque il potere dei sindacati e la tradizione contrattuale nei diversi settori; la ricomposizione dell'occupazione per settore e per età e genere; la compressione media dei margini nel manifatturiero.

Al netto di tali fattori e delle loro ricadute, l'andamento delle retribuzioni appare ancora fortemente legato soprattutto (se non quasi esclusivamente) alla dinamica dell'inflazione, prevista ancor più che effettiva. Con una forte asimmetria: quando l'effettiva supera la prevista, scatta un quasi automatico rabbocco retributivo; viceversa, il recupero si dimostra problematico, se non impossibile, nel caso opposto.

Recenti analisi della Banca d'Italia stimano una reattività delle retribuzioni di fatto alla disoccupazione elevata e in progressivo aumento<sup>1</sup>. Tuttavia, soprattutto nell'industria in senso stretto, durante la crisi le retribuzioni sono apparse relativamente insensibili all'aumento del numero di persone in cerca di lavoro, all'incidenza del costo del lavoro sul valore aggiunto settoriale e, soprattutto, alle variazioni della produttività.

Al contrario, le retribuzioni di fatto sono state guidate da quelle contrattuali, le quali seguono l'andamento atteso dei prezzi al consumo, obbedendo alla antica e mai sradicata logica dell'indicizzazione (Grafico A), giocata ex-ante, quando, al tempo della scala mobile, era ex-post e automatica.

Nel 2013-15 l'effettiva crescita dei prezzi al consumo si è rivelata nettamente inferiore a quella prevista, in base alla quale sono stati determinati gli incrementi delle retribuzioni contrattuali, pur in anni di marcata recessione e di produttività stagnante se non in regressione. Con il risultato che le retribuzioni reali sono salite molto, sia quelle contrattuali sia quelle di fatto (Grafico B). A riprova della loro insensibilità alle condizioni del mercato del lavoro, nettamente peggiorate come ben rappresentato dal forte incremento della disoccupazione (specie giovanile) e dall'impennata delle persone cui, in tutto o in parte, manca lavoro (sono raddoppiate a quasi otto milioni, secondo le stime CSC).



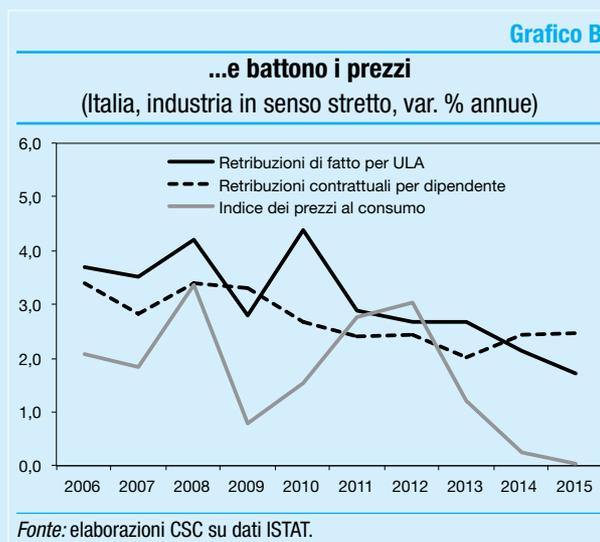
<sup>1</sup> Si vedano i riquadri *Dinamica delle retribuzioni, disoccupazione e aspettative di inflazione* nel Bollettino Economico 2/2016 e *Dinamiche e rigidità salariali: eterogeneità e impatto macroeconomico* nella Relazione annuale sul 2015.

Nei servizi privati, al contrario dell'industria in senso stretto, la dinamica salariale si è notevolmente ridotta dall'avvio della crisi: la variazione media annua delle retribuzioni di fatto nominali per ULA è scesa allo 0,5% medio annuo nel biennio 2014-2015, dal 3,0% nel 2006-2007. Il rallentamento delle retribuzioni di fatto è andato di pari passo con quello delle contrattuali, a loro volta in frenata dati i mancati rinnovi e una copertura che a inizio 2014 era scesa al 23%. Dal 2007 al 2015 le retribuzioni di fatto reali nei servizi privati sono arretrate del 2,0% cumulato (+12,3% quelle nell'industria in senso stretto). D'altronde l'occupazione nello stesso periodo è cresciuta del 2,3%, pari a +183mila ULA (-19,4% nell'industria in senso stretto, -746mila ULA).

Tra dicembre 2015 e giugno 2016 sono scaduti tutti i principali contratti collettivi nazionali dei comparti dell'industria. Il forte legame storico tra retribuzioni contrattuali e inflazione prevista è stato ribadito dai contratti collettivi che sono stati rinnovati a cavallo tra 2015 e 2016, con incrementi retributivi che hanno sostanzialmente continuato a basarsi sull'inflazione prevista (vi è stato un isolato caso di parziale recupero dello scarto tra questa e quella effettiva avvenuto nel 2013-15 e di annualizzazione dei tempi di verifica).

Si può notare che gli incrementi retributivi concessi in quei contratti, essendo fondati sulle previsioni sui prezzi rilasciate dall'ISTAT nel maggio 2015, già adesso risultano più alti di quelli che sarebbero stati necessari per tutelare il potere d'acquisto delle retribuzioni, stando alle previsioni sui prezzi diffuse nel maggio 2016.

Qualche settore appare impegnato a innovare in modo radicale i meccanismi contrattuali e le relazioni industriali nel loro complesso. Secondo principi condivisibili ai fini della modernizzazione della determinazione delle retribuzioni.



## 1.2 Il contesto internazionale

**Molto debole il commercio mondiale** Dopo un modesto aumento nel 2015, il commercio mondiale è arretrato nel primo trimestre del 2016 ed è rimasto debole nel secondo. Sarà rallentato anche dall'impatto negativo del voto per la Brexit sulla crescita delle economie avanzate, specie europee (fortemente integrate), e sulla dinamica degli investimenti (beni *trade intensive*; si veda il riquadro *Dalla Brexit gravi conseguenze politiche ed economiche*). Nello scenario del CSC la crescita degli scambi globali si stabilizzerà sui ritmi medi mensili registrati negli ultimi anni. Ciò comporta una forte revisione al ribasso della dinamica annua attesa nel 2016 e, in minore misura, nel 2017.

Il rallentamento del commercio mondiale riflette, in parte, quello del PIL (si veda il riquadro *Emergenti, Cina in testa, guidano la frenata del commercio mondiale*). Entrambi sono determinati soprattutto da fattori strutturali, strettamente connessi tra loro: il passaggio delle economie emergenti, Cina anzitutto, a un modello di crescita più sostenibile, incentrato meno sul manifatturiero e più sui servizi, con un minore contributo degli investimenti e uno maggiore – partendo da livelli molto bassi – dei consumi; il venir meno dell'allungamento (se non, addirittura, il materializzarsi dell'accorciamento) delle catene globali del valore, con il conseguente stop dell'incremento degli scambi con l'estero di semilavorati (che costituiscono i due terzi dell'import mondiale); la risalita molto lenta degli investimenti nei paesi avanzati, che frena anche il loro potenziale di crescita.

Altri venti contrari si sono intensificati a inizio 2016 e, nello scenario CSC, si affievoliranno nel corso dell'anno. Primo, la caduta delle quotazioni delle commodity, specie di quelle petrolifere (hanno raggiunto il punto minimo nel primo bimestre), che ha avuto un effetto netto negativo sulla domanda mondiale di beni, avendo penalizzato soprattutto le importazioni delle economie emergenti, che sono incentrate su beni manifatturieri, e che ha destabilizzato i mercati finanziari globali e accentuato le pressioni deflazionistiche; secondo il CSC il prezzo del petrolio risalirà gradualmente nell'orizzonte previsivo. Secondo, la frenata dell'economia USA e, in particolare, il calo dei suoi scambi con l'estero, con l'export penalizzato dal dollaro forte e l'import dal rallentamento della domanda interna, soprattutto di investimenti; il PIL statunitense è comunque atteso accelerare, seppure a un passo limitato dalla moderata crescita potenziale. Resta elevata, invece, dopo il voto pro-Brexit e la rinnovata assenza di una chiara maggioranza uscita

Tabella 1.4

Le esogene internazionali della previsione				
(Variazioni %)				
	2014	2015	2016	2017
Commercio mondiale	2,9	1,6	0,8	2,0
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	99,2	53,0	45,0	54,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	2,4	2,4	1,7	2,0
Area euro	0,9	1,6	1,6	1,2
Paesi emergenti	4,6	4,0	4,0	4,2
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,33	1,11	1,11	1,10
Tasso FED <sup>3</sup>	0,09	0,13	0,37	0,75
Tasso di interesse a 3 mesi USA <sup>3</sup>	0,23	0,32	0,52	0,90
Tasso BCE <sup>3</sup>	0,16	0,05	0,01	0,00
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro <sup>3</sup>	0,21	-0,02	-0,24	-0,28

<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.

dalle elezioni politiche spagnole, l'incertezza generata dai prossimi cruciali appuntamenti politici, dal lungo negoziato tra UE e UK e dalla probabile implosione di quest'ultimo, incertezza che inibisce gli investimenti e rallenta, dunque, l'attività economica (per l'elenco di tali appuntamenti si rinvia al paragrafo 1.1, pag. 9). Lo scenario CSC non incorpora esiti negativi di questi ulteriori delicati passaggi politici e resta quindi esposto a rischi al ribasso legati a essi.

Nel 2015 il commercio mondiale è cresciuto dell'1,6% (+0,5 punti percentuali rispetto alla stima CSC di dicembre 2015, interamente riconducibili alla revisione al rialzo dei dati storici). Nel 2016, per il terzo anno consecutivo, ha registrato una variazione congiunturale negativa nel primo trimestre (-0,4%), interamente spiegata dalla caduta degli scambi con l'estero dei paesi emergenti asiatici. In aprile è tornato a crescere (+0,3% l'acquisito sul primo trimestre).

Le prospettive per i mesi centrali dell'anno restano deboli. In maggio la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale ha registrato una riduzione (a 48,9 da 49,2 in aprile), segnalando contrazione per il quarto mese consecutivo e toccando il minimo da circa tre anni. Il Baltic index, che misura il costo di trasporto delle materie prime non liquide ed è quindi un indicatore degli scambi mondiali, è risalito dal minimo storico toccato in febbraio (in linea con il recupero dei prezzi delle commodity), attestandosi in giugno sui valori, storicamente bassi, dello scorso novembre.

Nello scenario CSC, anche per l'effetto Brexit, il commercio mondiale cresce a ritmi mensili modesti, analoghi a quelli registrati, in media, negli ultimi sei anni, nonostante il progressivo allentamento dei freni in azione a inizio anno, specie con la risalita già in atto delle quotazioni *oil*. La caduta nel primo trimestre riduce fortemente la variazione complessiva nell'anno in corso. Le previsioni CSC del commercio mondiale sono riviste nettamente all'ingiù rispetto a dicembre 2015 e restano le più basse tra quelle dei principali istituti: +0,8% nel 2016 (dal +2,5% stimato in dicembre) e +2,0% nel 2017 (dal +3,0%; si veda la Tabella 1.5).

Secondo il CSC, il PIL mondiale, valutato ai cambi di mercato (coerentemente con la misura del commercio estero), crescerà di appena il 2,2% quest'anno e del 2,3% il prossimo, poco sopra al limite del 2% interpretabile come soglia di stagnazione globale. Tale stima, costruita a partire dalle previsioni di crescita dei principali paesi, conferma la dinamica molto debole degli scambi mondiali, soprattutto nel 2016 (si veda, di nuovo, il riquadro *Emergenti, Cina in testa, guidano la frenata del commercio mondiale*).

Tabella 1.5

Nettamente le più basse le previsioni CSC sugli scambi mondiali (PIL e scambi di beni, prezzi costanti, variazioni %)						
	PIL mondiale			Commercio mondiale		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>CSC</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>
Citi	2,6	2,4	2,8	1,9	0,6	3,9
Prometeia	3,0	2,6	3,1	1,7	1,9	3,2
OCSE	3,0	3,0	3,3	2,6	2,1	3,2
REF	3,1	3,0	3,2	1,9	3,3	3,2
Commissione UE	3,0	3,1	3,4	2,5	2,5	3,6
IHS	2,6	2,5	3,1	2,3	1,9	4,5
FMI	2,4	2,5	2,9	2,4	2,8	3,6
WTO	2,4	2,4	2,7	2,8	2,8	3,6

Le stime degli altri previsori sono antecedenti all'esito del referendum sulla Brexit. Dati in ordine crescente per variazioni cumulate del commercio. PIL mondiale a cambi di mercato: CSC, Citi, IHS, FMI, WTO. PIL mondiale a parità di potere d'acquisto: Prometeia, REF, OCSE e Commissione europea. Le stime del commercio mondiale della Commissione europea comprendono anche i servizi.

## Dalla Brexit gravi conseguenze politiche ed economiche

Il 23 giugno i cittadini del Regno Unito hanno votato, con una maggioranza del 51,9% dei partecipanti al voto (33 milioni di britannici, il 72,2% degli elettori), per l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

### L'analisi del voto a favore dell'uscita dall'UE

Si tratta di un voto che ha diviso la Gran Bretagna. Le nazioni componenti il Regno hanno espresso posizioni chiaramente divergenti: il *Remain* (rimanere nell'UE) ha prevalso in Scozia (62,0%) e Irlanda del Nord (55,8%), mentre il fronte del *Leave* (lasciare l'UE) ha ottenuto la maggioranza dei voti in Galles (52,5%) e in Inghilterra (53,4%), a sua volta divisa tra la vittoria del *Remain* a Londra (59,9%) e del *Leave* al di fuori della capitale (55,4%).

Non è possibile conoscere come hanno votato i singoli elettori, ma alcuni tratti demografici che hanno guidato il voto per la Brexit (da *Britain exit*) sono stati estratti dai sondaggi e dalla correlazione tra le caratteristiche della popolazione nelle 382 circoscrizioni elettorali e le percentuali di voti a favore del *Leave*. Il fattore "età" ha giocato un ruolo importante: il *Leave* è stato preferito dal 60% degli *over 65* e dal 56% dei 45-64enni, mentre hanno scelto il *Remain* il 73% dei 18-24enni, il 62% dei 25-34enni e il 52% dei 35-44enni. Tuttavia, i giovani hanno partecipato meno al voto: le aree dove l'età mediana è più bassa hanno presentato tassi di affluenza più bassi. Inoltre, una percentuale più elevata di voti a favore del *Leave* è stata registrata nelle aree con una più alta quota di: cittadini con bassa istruzione, lavoratori con mansioni che non richiedono *skills* elevate, persone che non hanno un passaporto (e quindi non sono state all'estero recentemente). Infine, anche se la relazione è meno forte, le aree a più basso reddito hanno registrato percentuali più elevate a favore del *Leave*.

### Le conseguenze politiche della Brexit

Ora che il rischio Brexit si è realizzato, si moltiplicano le analisi sugli effetti economici dell'uscita dall'UE, con risultati concordi sul loro segno negativo per l'andamento del PIL nel Regno Unito e nei principali partner, ma molto variabili nella dimensione. È molto difficile stimare l'effettiva grandezza di tali effetti, perché le conseguenze economiche dipenderanno fortemente da quelle politiche e dal modo in cui le istituzioni britanniche ed europee sapranno gestire il processo di uscita del paese dall'UE.

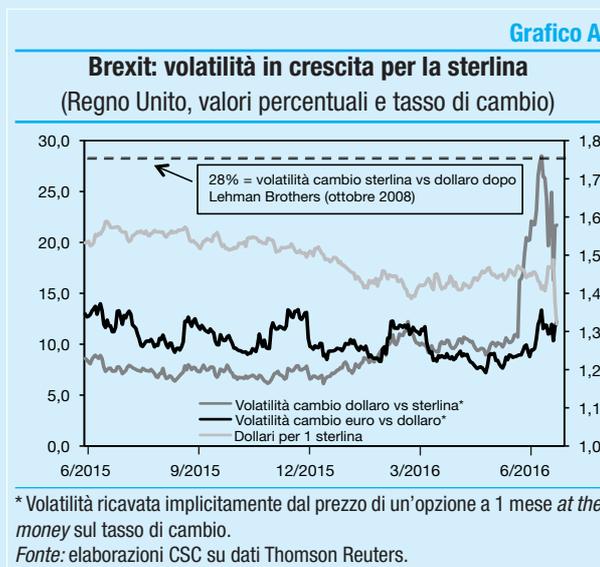
Alcune conseguenze si erano fatte sentire già prima del voto stesso. L'incertezza ha disincentivato gli investimenti nella prima metà del 2016, provocando il rallentamento dell'economia, in particolare del settore immobiliare. Sul fronte della finanza, molti investitori si sono coperti puntando su attività meno rischiose: il Bund tedesco decennale ha registrato un rendimento negativo per la prima volta in giugno e la quotazione dell'oro è salita del 21% da inizio anno fino al voto.

I mercati finanziari sono in fibrillazione da mesi. Dal 10 novembre 2015, quando il premier inglese Cameron ha consegnato al presidente stabile del Consiglio UE, Donald Tusk, le sue quattro richieste di riforma ai Trattati per rimanere nell'UE e ha annunciato contestualmente

in maniera ufficiale il referendum sulla Brexit entro il 2017, fino al 17 giugno, quando l'omicidio della parlamentare laburista pro-Remain sembrava aver indirizzato definitivamente e cinicamente il referendum verso il Remain, il principale indice della Borsa londinese aveva registrato un -5,2% e la sterlina si era deprezzata dell'11,2% contro l'euro e del 5,7% nei confronti del dollaro. Nel frattempo franco svizzero e yen avevano calamitato l'attenzione quali valute rifugio. Nei tre giorni che hanno preceduto il voto i mercati hanno scommesso sulla vittoria del Remain: la sterlina è tornata a rafforzarsi e le borse europee hanno recuperato terreno.

Venerdì 24 giugno, alla sorpresa per l'esito favorevole all'uscita dall'UE ha fatto seguito un deprezzamento quasi immediato del 10% della sterlina (da 1,50 contro 1 dollaro a 1,35), che ha chiuso la settimana al livello più basso dalla primavera del 2009, dopo aver toccato i minimi dal 1985, e una caduta rovinosa dei mercati azionari europei. Questi hanno perso 411 miliardi di euro di capitalizzazione in un solo giorno, con i periferici particolarmente penalizzati (Atene -13,4%, Milano -12,5%, Madrid -12,4%), specialmente nei titoli bancari su cui si scarica il rischio paese, che da marzo 2015 viene schermato sui titoli pubblici dal Quantitative Easing della BCE. La piazza di Londra ha contenuto le perdite a 3 punti percentuali grazie ai titoli legati all'oro, a quelli difensivi come i farmaceutici e alla caduta della sterlina.

Al di là dell'inevitabile forte volatilità di brevissimo termine sui mercati, amplificata per quanto riguarda le Borse anche dal fatto che molti avevano assunto posizioni lunghe nei giorni precedenti il voto scommettendo sul Remain, i durevoli effetti economici della Brexit sono difficili da ponderare e lo scenario politico arduo da delineare. Nel breve termine la sterlina resta esposta a un ulteriore deprezzamento: la settimana successiva al voto si è riaperta con un cambio contro il dollaro sui livelli minimi da 30 anni (1,32). La volatilità implicita a un mese, tornata in giugno ai valori immediatamente successivi al fallimento di Lehman Brothers nel 2008, è risalita dopo il voto (Grafico A)<sup>1</sup>. La molto più contenuta, seppur crescente, volatilità per il cambio euro/dollaro suggerisce che l'ulteriore deprezzamento della sterlina non dovrebbe avere ripercussioni altrettanto forti su tale cambio. Ciò si è già verificato nel momento della comunicazione dei risultati del referendum, quando il valore della sterlina è crollato del 10%, mentre l'euro sul dollaro si è deprezzato di meno del 3%.



<sup>1</sup> La volatilità implicita della sterlina a un mese monitora la variabilità del costo che bisogna sostenere sul mercato dei derivati per coprirsi con scadenza a 1 mese da oscillazioni del cambio sterlina/dollaro.

L'incertezza non è destinata a diminuire, tutt'altro, ed è ulteriormente alimentata adesso dalla serie di passaggi politici che precedono l'attivazione della procedura di uscita dall'UE. Il premier Cameron si è dimesso pagando in prima persona il suo azzardo: dando voce al popolo e permettendogli di esprimere la propria opinione sull'UE per la prima volta dall'adesione nel 1975, pensava di placare gli euro-scettici e, invece, si è trovato a gestire divisioni non solo dentro al suo partito ma persino dentro al Governo<sup>2</sup>. Anche Jonathan Hill, commissario europeo ai servizi finanziari in quota Regno Unito, si è dimesso, ma dovrà essere sostituito perché l'UE resterà composta a tutti gli effetti da 28 membri fino al termine dei negoziati di recesso, una procedura il cui avvio potrebbe non essere immediato.

Questo punto è al momento il più critico. Per poter attivare l'articolo 50 del Trattato di Lisbona, relativo al recesso volontario e unilaterale di un paese dall'UE, il parlamento britannico deve innanzitutto ratificare il risultato del referendum, che ha valenza solo consultiva. Cosa non di facile attuazione perché l'assemblea ha una maggioranza teoricamente pro-*Remain*, anche se i due principali partiti sono spaccati al loro interno. Con i conservatori alla ricerca di una nuova leadership, che non è scontato verrà trovata nel leader *tory* all'interno del fronte *Leave* ed ex-sindaco di Londra, Boris Johnson, e i laburisti in aperta contestazione del segretario Jeremy Corbyn, accusato di aver condotto male la campagna a favore del *Remain* e abbandonato da undici ministri del suo governo ombra. La premier scozzese Nicola Sturgeon ha dichiarato che chiederà ai suoi parlamentari di negare il consenso legislativo alla ratifica dell'esito referendario e la filo-europeista Scozia potrebbe chiedere un nuovo referendum per l'indipendenza dalla Gran Bretagna. Lo stesso potrebbe accadere nell'Irlanda del Nord, dove il vicepremier aveva già dichiarato in maggio che «il posto dell'Irlanda, Nord e Sud, è in Europa».

La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che nel 2011 è stata approvata una legge (*Fixed-term Parliaments Act*) che impone elezioni a scadenza fissa ogni cinque anni (dopo quelle del 2015 le prossime sarebbero nel 2020) e impedisce di sciogliere anticipatamente il parlamento per indire nuove elezioni che portino a una maggioranza a favore della Brexit. Quindi l'attuale parlamento dovrà cambiare questa legge prima di indire nuove elezioni o votare l'atto formale di attivazione del recesso volontario dall'UE.

Supponendo che il parlamento rispetti il voto popolare e voti a favore della Brexit, il passo successivo è la comunicazione all'UE della volontà di uscire e l'attivazione dell'articolo 50 dei Trattati. Tale momento non dovrebbe arrivare prima di ottobre, quando si terrà il congresso del Partito conservatore, dato che Cameron ha espressamente detto che dovrà essere il nuovo leader ad attivare la procedura di uscita. Questa situazione alimenta molto l'incertezza intorno al processo di uscita: se il Regno Unito cerca di prendere tempo, gli altri membri dell'UE, soprattutto i paesi periferici che soffrono maggiormente lo stallo, hanno tutto l'interesse che inizi il prima possibile il periodo di due anni per la negoziazione dell'uscita dall'UE.

<sup>2</sup> L'adesione del Regno Unito all'Unione europea è avvenuta nel 1975 con un referendum in cui il "Sì" ha prevalso con una maggioranza del 67%.

Indipendentemente dal momento in cui partiranno, i negoziati necessari per sancire il divorzio verosimilmente potrebbero durare ben oltre i due anni rinnovabili, stabiliti cioè come requisito minimo dal Trattato di Lisbona. Nell'unico precedente, quello della Groenlandia nel 1983, furono necessari tre anni per trattare l'uscita su una questione relativa sostanzialmente al solo settore della pesca.

Il Regno Unito rimarrà, dunque, membro dell'UE a tutti gli effetti fino alla conclusione dei negoziati di recesso, i deputati britannici e gli impiegati britannici nelle istituzioni europee potranno mantenere il proprio posto e il Governo britannico eserciterà la Presidenza semestrale del Consiglio dell'Unione europea, prevista per il secondo semestre del 2017. Una situazione molto problematica, perché in base allo stesso articolo 50 del Trattato di Lisbona lo Stato membro che intende recedere non può partecipare alle decisioni che lo riguardano e, quindi, la Gran Bretagna non potrebbe presiedere le riunioni del Consiglio dedicate al negoziato di recesso.

Qualunque sarà il nuovo accordo tra UE e Regno Unito, quest'ultimo avrà una posizione meno forte all'interno del mercato unico. Anche nel caso di adesione all'Area Economica Europea, insieme a Norvegia, Islanda e Liechtenstein, come auspicato da molti *Leavers*, si ridurrebbe il contributo britannico al bilancio comunitario e il Regno Unito avrebbe un accesso quasi pieno al mercato unico, ma ciò avverrebbe al costo di dover accettare tutte le decisioni, direttive e regolamenti comunitari senza possibilità di intervenire nelle delibere comunitarie. Inoltre, poiché gli accordi stipulati a livello europeo coprono le relazioni commerciali britanniche con più di 60 paesi all'interno del WTO (mentre con altri 67 gli accordi sono attualmente in discussione), il Regno Unito dovrebbe ricontrattare simultaneamente non solo il proprio accesso al mercato unico europeo, ma anche gli accordi con tutti i singoli partner commerciali, il tutto seguendo le regole del WTO.

Anche il ruolo di Londra come centro finanziario globale ne esce compromesso, perché le istituzioni con base nella capitale perderanno il passaporto europeo, che consente di accedere al mutuo riconoscimento delle attività di investimento e ai servizi finanziari in ambito europeo e che dovrà essere rinegoziato. A tale proposito alcune grandi banche come HSBC, JP Morgan Chase e Goldman Sachs hanno già iniziato i preparativi per lo spostamento di alcune attività operative a Dublino, Parigi e Francoforte. Come ulteriore probabile conseguenza della Brexit potrebbe saltare l'accordo di fusione tra le Borse di Londra (*London Stock Exchange*, LSE), di cui fa parte anche Borsa italiana, e di Francoforte (*Deutsche Boerse*); il progetto di fusione, già approvato dal lato tedesco, era ancora in attesa di approvazione da parte degli azionisti della LSE.

Le prospettive future e la solidità dell'economia britannica iniziano a essere messe in dubbio anche dagli osservatori esterni. In seguito al voto referendario Standard & Poor's e Fitch hanno tagliato il *rating* del Regno Unito da tripla A a doppia A; il *downgrade* riflette il rischio di un marcato deterioramento delle condizioni di finanziamento esterno. Inoltre, nell'ambito delle relazioni internazionali il Regno Unito al di fuori dall'UE potrebbe rappresentare per gli Stati Uniti un partner meno efficace e affidabile e il segretario di Stato statunitense, John

Kerry, si è subito recato a Londra in visita diplomatica.

Oltre alla circolazione di merci e servizi, anche quella delle persone risulterà penalizzata dalla Brexit. Premesso che già oggi il Regno Unito non fa parte dell'area Schengen<sup>3</sup>, nell'immediato e fino a quando durerà il periodo di transizione e verranno stabilite nuove regole, poco cambierà per i cittadini comunitari che hanno già la residenza nel Regno Unito.

Nel lungo periodo, le conseguenze dipenderanno da quale accordo verrà contrattato: se dovesse prevalere la linea più dura dei sostenitori dell'uscita dall'UE, verrebbero imposte restrizioni alla circolazione dei cittadini UE, che potrebbero essere omologati a quelli extra-UE e quindi essere soggetti alla richiesta di un visto per vivere e lavorare in Gran Bretagna. Questa ipotesi è, tuttavia, poco probabile perché porterebbe a ripercussioni negative anche per i due milioni di cittadini britannici che vivono sul continente europeo. Inoltre, se il Regno Unito vorrà aderire al mercato unico e ottenere la libera circolazione di beni, servizi e capitali, dovrà accettare anche la libera circolazione delle persone, così come successo nel caso della Svizzera. Il timore per l'immigrazione senza controllo e per i suoi costi è stato uno dei cavalli di battaglia dei *Leavers*; in questo senso, un assist al fronte del *Remain* era stato fornito dalla Corte di Giustizia europea che, pochi giorni prima del voto, aveva dichiarato legittima la richiesta del Regno Unito di limitare le prestazioni sociali (soprattutto assegni familiari e credito di imposta per figli a carico) ai cittadini comunitari che vivono nel Regno Unito, ma sono inattivi e, quindi, non hanno diritto al permesso di soggiorno in territorio britannico.

### Le pesanti ricadute economiche della Brexit

La caduta della fiducia delle imprese e quella degli investimenti diretti e di portafoglio, che deriveranno dal prolungato clima di incertezza, colpiranno i settori più *capital-intensive* (costruzioni, industria petrolifera e mineraria, aeronautica) e la fuga di capitali, in presenza di un ampio deficit nei conti con l'estero, porterà a un'ulteriore perdita di valore della sterlina che potrebbe arrivare, secondo alcuni analisti, fino alla parità contro il dollaro.

La *Bank of England* (BoE), che aveva predisposto tre aste straordinarie (il 14, 21 e 28 giugno) per far fronte alla domanda di liquidità dei mercati, ha comunicato immediatamente dopo l'annuncio della vittoria del *Leave* che farà tutti i passi necessari per far fronte alle proprie responsabilità relative alla stabilità monetaria e finanziaria, che metterà a disposizione 250 miliardi di sterline attraverso i tradizionali canali di rifinanziamento e nelle settimane successive valuterà le condizioni economiche prendendo ogni ulteriore decisione di politica monetaria che risulterà necessaria.

Pur non facendo stime numeriche sull'impatto per l'economia, l'autorità monetaria britannica aveva da tempo messo in guardia sul fatto che un voto a favore dell'uscita dall'UE avrebbe portato a uno scenario di: ulteriore, anche violento, deprezzamento della sterlina,

<sup>3</sup> Lo spazio Schengen rappresenta un territorio dove è garantita la libera circolazione delle persone e comprende 26 stati europei che hanno abolito i controlli doganali alle loro frontiere comuni, sostituendole con un'unica frontiera esterna e funzionando quindi, dal punto di vista dei viaggi internazionali, come un unico paese.

con ripercussioni sull'inflazione (attraverso i prezzi delle importazioni) che potrebbe superare l'obiettivo del 2%; domanda interna in decisa contrazione, perché le famiglie frenerebbero i consumi e le imprese gli investimenti; e ricadute negative sull'occupazione. Tutto ciò determinerebbe una recessione perché il sostegno all'export della sterlina deprezzata compenserebbe solo in parte la contrazione del mercato interno<sup>4</sup>. Il dilemma di politica monetaria tra aumentare i tassi di interesse per sostenere la valuta e frenare l'inflazione o diminuirli per spingere l'economia e l'occupazione vedrebbe, secondo molti analisti esterni alla BoE, prevalere la seconda strategia.

Il Direttore generale del Fondo Monetario Internazionale (FMI), Christine Lagarde, aveva dichiarato in maggio che dall'analisi di tutti i modelli e scenari possibili non esisteva un solo elemento a favore della Brexit, le cui conseguenze potranno essere «cattive o pessime».

Quantificazioni degli effetti di breve e lungo periodo sull'economia britannica sono state fornite da molti istituti di previsione. Il CSC non ha elaborato un proprio scenario, per l'alto numero delle assunzioni più o meno arbitrarie, e per la necessità di avere un modello econometrico dell'economia mondiale (quello del CSC è dell'economia italiana). Ribadendo la difficoltà nell'attuale stato delle cose di poter calcolare le conseguenze economiche di una situazione che dipende in gran parte da decisioni politiche, l'analisi dell'OCSE appare la più completa perché prende in considerazione gli effetti nel medio e lungo periodo della Brexit sia sull'economia inglese sia sui principali partner.

Secondo l'OCSE, l'impatto negativo della Brexit sulla crescita del PIL del Regno Unito sarà pari a mezzo punto percentuale nel 2016, 2017 e 2018 e di 1,5 punti nel 2019, con una perdita di 3 punti percentuali entro il 2020 e di 6 punti entro il 2030. Con un costo medio per ciascuna famiglia entro il 2030 che va da un minimo di 3.200 sterline all'anno nello scenario base fino a un massimo di 5.000 sterline<sup>5</sup>.

Anche il già pesante deficit pubblico del Regno ne risentirà: secondo il Fondo Monetario Internazionale le minori entrate fiscali derivanti da una perdita annua di PIL superiore all'1% più che compenserebbero il risparmio derivante dall'eliminazione del contributo netto britannico al budget europeo, pari a un terzo di punto percentuale di PIL.

<sup>4</sup> Per queste affermazioni rilasciate il 12 maggio in occasione della presentazione del rapporto trimestrale sull'inflazione il governatore Carney è stato accusato di prendere posizione a favore del *Remain* e la BoE ha deciso di sospendere le dichiarazioni relative al referendum con una settimana di anticipo rispetto all'inizio del periodo di silenzio pre-elettorale, che usualmente comincia quattro settimane prima del voto.

<sup>5</sup> Cifre ancora più negative sono state prodotte dal Governo. Il Cancelliere dello Scacchiere, George Osborne, ha affermato che la combinazione degli effetti della transizione, dell'incertezza e dell'aumento della volatilità dei mercati finanziari porterebbe a una perdita di 3,6 punti percentuali di PIL e di 500mila posti di lavoro dopo due anni dal Brexit rispetto allo scenario di prosecuzione della crescita, che si realizzerebbe in caso di vittoria del fronte *Remain*. Il costo entro il 2030 sarebbe pari a: 20 miliardi di sterline (2.600 sterline per famiglia) nello scenario migliore, quello in cui il Regno Unito entra a far parte dello spazio economico europeo con un accordo simile a quello della Norvegia; 36 miliardi (4.300 sterline per famiglia) nel caso di un accordo bilaterale con la UE come nel caso di Canada e Svizzera; 45 miliardi (5.200 sterline per famiglia) nel caso in cui il Regno Unito ricontratti solo la partecipazione al WTO senza accordi specifici con la UE.

Le conseguenze economiche della Brexit non saranno circoscritte all'economia britannica, ma si estenderanno anche all'Europa e all'economia mondiale. Sempre secondo l'OCSE, rispetto al punto e mezzo percentuale di perdita di PIL entro il 2018 per il Regno Unito, le economie europee subiranno un calo di un punto percentuale di PIL, di cui 0,4 derivanti direttamente dagli shock finanziari trasmessi dal Regno Unito (incluso il deprezzamento della sterlina) e il resto da shock interni che si innescherebbero a cascata. La perdita entro il 2018 sarebbe un poco superiore a mezzo punto percentuale di PIL per i BRIICS e inferiore a mezzo punto per Giappone e Stati Uniti.

L'intensità delle ricadute sulle singole economie europee dipenderà dalla forza dei legami in essere con il Regno Unito. L'indice di sensibilità alla Brexit elaborato da Standard & Poor's tiene conto dei nessi commerciali e finanziari, degli investimenti diretti e dei flussi bilaterali di migrazione tra Regno Unito e venti paesi europei. Irlanda, Malta, Lussemburgo, Cipro e Svizzera occupano le prime cinque posizioni nella classifica delle economie più esposte.

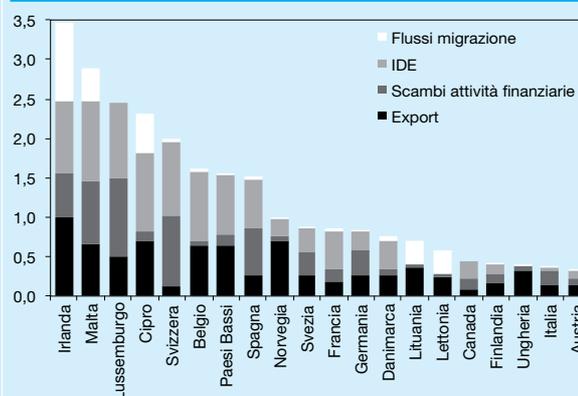
L'Italia risulta penultima con un'esposizione soprattutto commerciale: il Regno Unito rappresenta, infatti, il quarto paese di destinazione per i prodotti italiani, con 23 miliardi di export nel 2015 che potrebbero risentire dell'uscita del Regno Unito dall'area di libero scambio, ma che rappresentano solo il 5,4% delle vendite italiane all'estero (Grafico B).

Tuttavia, è necessario sottolineare che l'Italia, indipendentemente dai legami commerciali e finanziari con il Regno Unito, risentirà in particolar modo, come gli altri paesi periferici dell'Eurozona, del clima di incertezza creato dalla Brexit. Le conseguenze politiche al di fuori dei confini britannici sono, infatti, altrettanto importanti dei costi economici. Nelle elezioni in Francia, Paesi Bassi e Germania nel 2017 i partiti euro-sceettici potrebbero cavalcare l'onda della Brexit e ottenere un consenso tale da spingere anche altri paesi europei a imitare i passi della Gran Bretagna. Anche il referendum italiano di conferma della riforma costituzionale sarà inevitabilmente influenzato.

Ciò che si prospetta nel lungo termine è un'Europa a due velocità, con un gruppo di paesi nell'Unione monetaria che va verso l'unione di bilancio e politica e un gruppo di paesi interessato solo alla libera circolazione di beni, servizi e capitali. Una reazione a catena innescata dalla Brexit potrebbe far perdere pezzi al gruppo dei paesi che vogliono un'Unione con una

Grafico B

### L'Italia tra le meno penalizzate dalla Brexit (Indice di sensibilità alla Brexit\*)



\* Somma degli indici normalizzati relativi a: export verso Regno Unito (% del PIL), attività finanziarie con controparte nel Regno Unito (% del PIL), flussi di investimenti diretti esteri in entrata nel Regno Unito (% del PIL), flussi bilaterali di migrazione con il Regno Unito (% della popolazione).  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Standard & Poor's Financial Services.

maggiore integrazione. Questo pericolo va fermato con una rapida e decisa risoluzione della questione dell'uscita del Regno Unito dall'UE. Questo momento, che non è eccessivo definire storico, diviene un'occasione da cogliere per tutti i paesi dell'Eurozona; una nuova importante pagina dell'UE va scritta verso l'unione politica.

Per saperne di più

Bank of England, *Inflation Report*, maggio 2016.

Fondo Monetario Internazionale, *United Kingdom - 2016 Article IV Consultation Concluding Statement of the Mission*, maggio 2016.

OCSE, *The economic consequences of Brexit: a taxing decision*, aprile 2016.

OCSE, *Financial market shocks from Brexit*, in *OECD Economic outlook*, giugno 2016.

Servizi Studi del Senato, *Dopo la Brexit: l'art. 50 del Trattato di Lisbona e i negoziati per il recesso dall'Unione*, nota n. 57, 2016.

Standard & Poor's, *Who Has The Most To Lose From Brexit? Introducing The Brexit Sensitivity Index*, giugno 2016.

Di conseguenza, l'elasticità del commercio mondiale al PIL, definita come il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali, dopo avere toccato nel 2015 il minimo dal 2001, si ridurrà ancora nel 2016 e tornerà nel 2017 vicino all'unità, cioè sui valori medi registrati negli ultimi quattro anni. Il livello del commercio mondiale in rapporto al PIL si ridurrà nel 2016 e si stabilizzerà nel 2017 ampiamente sotto al picco pre-crisi, confermando la rottura del trend ascendente registrato nei precedenti trent'anni (-3,0 punti percentuali rispetto al 2007; Grafico 1.13).

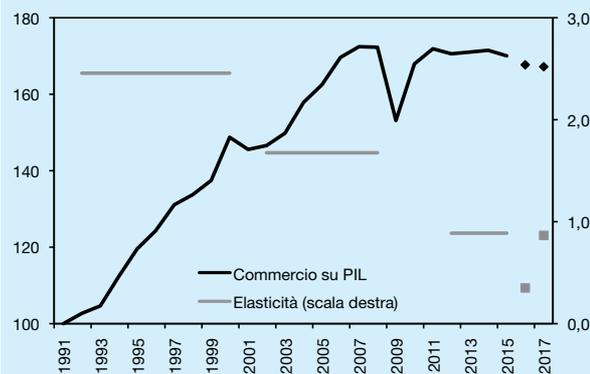
**Aumenta il protezionismo**

Resta elevato il rischio di nuove misure protezionistiche, che sono aumentate

nel 2015, secondo il rapporto Global Trade Alert. I paesi del G-20, seppure ufficialmente impegnati dal 2009 contro il protezionismo, sono responsabili dell'82% di tali restrizioni. La forma più utilizzata è il sussidio, concentrato soprattutto nei settori con una maggiore capacità inutilizzata (come quello metallurgico). Aumenta il ricorso a misure non tariffarie, più difficili da rilevare, anche perché si differenziano per tipologie di prodotti e sono per la maggior parte temporanee. Per esempio, negli Stati Uniti sono cresciute fortemente le restrizioni all'import attuate dalla FDA (Food and Drug Administration) con un'interpretazione più restrittiva degli standard qualitativi dei prodotti.

Grafico 1.13

**Il commercio globale torna al passo del PIL**  
(Scambi di beni; in rapporto al PIL, indice 1991=100; elasticità medie sul PIL)



Dati aggregati a cambi di mercato 2005.

2016 e 2017: previsioni CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB e FMI.

In questo scenario aumenta la rilevanza dei grandi Free Trade Agreement (FTA) per la centralità in senso geografico, politico e strategico e per la portata effettiva delle liberalizzazioni che essi comportano. Il negoziato tra Unione europea e Stati Uniti sul Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP), dopo un'accelerazione che ha permesso di definire una riduzione tariffaria che copre il 97% dei prodotti scambiati e un'apertura di dialogo sulle regole per gli appalti pubblici (che pure restano un tema molto delicato), sembra essersi arenato, anche in seguito alla maggiore diffidenza dell'opinione pubblica nei principali paesi europei. Appare sfumato l'obiettivo di raggiungere un'intesa consolidata sulla maggior parte dei capitoli entro luglio 2016, per arrivare alla conclusione in novembre, cioè prima del voto USA.

**Maggiore squilibrio nei conti esteri** Nel 2015 si è accentuata la divaricazione dei saldi dei conti con l'estero delle principali economie mondiali. Questa divaricazione è attesa consolidarsi nell'anno in corso. Da una parte, infatti, ha raggiunto livelli record il surplus di parte corrente dell'Eurozona nel suo complesso e della Germania in particolare e si sono rafforzati quelli della Cina e, soprattutto, del Giappone. Dall'altra, è tornato ad ampliarsi il deficit degli Stati Uniti ed è significativamente aumentato quello dei paesi emergenti, Cina esclusa (Grafico 1.14).

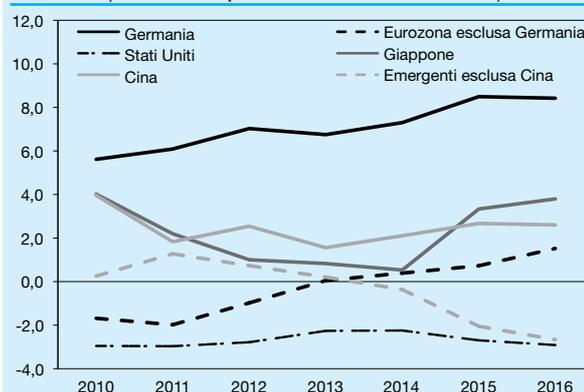
Ha giocato un ruolo importante la caduta dei prezzi delle commodity, che ha favorito le ragioni di scambio dei paesi importatori netti di petrolio e materie prime, cioè i principali avanzati e la Cina, sostenendo le loro bilance commerciali, mentre ha simmetricamente penalizzato le ragioni di scambio e i saldi commerciali degli esportatori netti, soprattutto emergenti (Russia, Brasile e paesi OPEC).

I conti con l'estero dei paesi dell'Area euro sono stati anche sostenuti dall'euro debole, che ha favorito l'export, e dalla modesta risalita della domanda interna, che ha limitato l'import. Il surplus delle partite correnti nel complesso dell'Area ha raggiunto il livello record del 3,0% del PIL nel 2015 ed è atteso superarlo nel 2016 (+3,5% secondo l'FMI). Quello della Germania ha toccato il massimo storico, all'8,5% del PIL, nel 2015, molto sopra (per il quarto anno consecutivo) al tetto stabilito dalla Commissione europea (+6,0% del PIL in media negli ultimi tre anni), e resterà su questi livelli nell'anno in corso. È rientrato il deficit della Francia (-0,1% del PIL nel 2015 e +0,6% nel 2016), mentre si sono rafforzati i surplus dell'Italia (+2,2% e +2,3%, rispettivamente) e della Spagna (+1,4% e +1,9%).

Negli Stati Uniti le esportazioni sono state e continueranno a essere penalizzate dal dollaro forte e dal calo della domanda asiatica e sudamericana, mentre le importazioni sono state fre-

Grafico 1.14

### Si ampliano gli squilibri nei conti con l'estero (Saldo delle partite correnti in % del PIL)



2016: previsioni FMI.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

nate da una debole dinamica della domanda interna, specie di investimenti. Ne risulta un modesto peggioramento del deficit corrente al -2,7% del PIL nel 2015 e al -2,9% nel 2016, nonostante il miglioramento delle ragioni di scambio.

Infine, l'ampliamento dei surplus del Giappone (+3,3% del PIL nel 2015, ben 2,8 punti percentuali in più rispetto al 2014) e della Cina (+2,7% del PIL nel 2015, +0,6 punti sul 2014) è stato determinato soprattutto dalla caduta delle loro importazioni, a fronte di una dinamica debole delle esportazioni. Secondo l'FMI nel 2016 il surplus si rafforzerà ulteriormente in Giappone (+3,8% del PIL) e si stabilizzerà in Cina (+2,6%).

### Area euro a passo lento

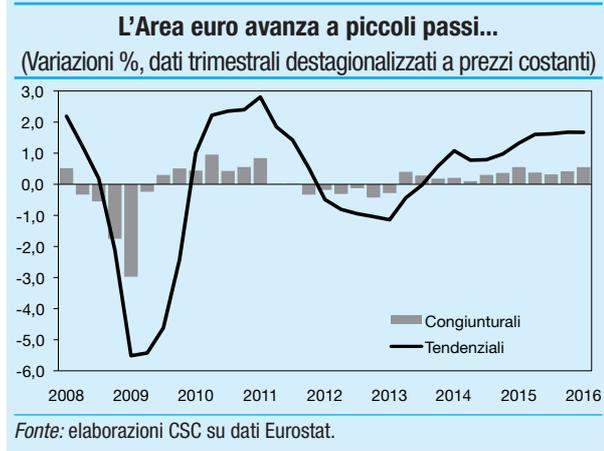
Il ritmo di espansione dell'economia dell'Area euro è atteso rallentare già a partire dal secondo trimestre 2016, quando verrà meno l'effetto straordinario ma temporaneo del bel tempo sull'attività nelle costruzioni in vari paesi, in particolare in Germania. Si intensificano, invece, le incertezze politiche legate alla Brexit, al riemergere della crisi del debito greco, alla questione dei migranti, alle minacce terroristiche, alle elezioni politiche in Spagna e al referendum costituzionale in Italia. Ciò deprimerà la fiducia e indurrà imprese e famiglie a posporre investimenti e consumi in un periodo già caratterizzato da un forte rallentamento della domanda estera. Grazie anche alla crescita (+1,1%) acquisita con il buon risultato del 1° trimestre, il PIL dell'Area euro è previsto aumentare dell'1,6% nel 2016, per poi, però, rallentare a +1,2% nel 2017.

L'economia dell'Area è cresciuta dello 0,6% congiunturale nel primo trimestre 2016 (+1,7% tendenziale), il ritmo più elevato da 12 mesi, trainata dai consumi delle famiglie (+0,6%) e dagli investimenti (+0,8%). Negativo è, invece, risultato, per il terzo trimestre consecutivo, il contributo alla crescita del settore estero (-0,1%), con le importazioni che hanno continuato a crescere a ritmi pressoché doppi rispetto alle esportazioni (Grafico 1.15). Rispetto al trimestre precedente, la crescita è stata pari a +0,7% in Germania, +0,6% in Francia, +0,8% in Spagna.

L'indice PMI composito di maggio (a 53,1 da 53,0 in aprile) indica che complessivamente l'attività nell'Area continua ad aumentare a ritmi moderati, pressoché simili a quelli di aprile, ma con un ampliamento dei divari tra paesi: in accelerazione in Germania (54,5 da 53,6) e in Francia (50,9 da 50,2), invariata su alti livelli in Spagna, si è avvicinata alla stagnazione in Italia. Allungano, seppur leggermente, il passo i servizi (53,3 da 53,1), ma rallenta il manifatturiero (51,5 da 51,7).

Il livello medio dei PMI di aprile e maggio è compatibile con una crescita del PIL tra +0,3% e +0,4% nel secondo trimestre, in netto rallentamento rispetto al +0,6% del primo. Preoccupano,

Grafico 1.15



in particolare, per gli effetti sull'attività futura, le diminuzioni della componente ordini, di 0,4 punti nel manifatturiero e 0,8 punti nei servizi. Inoltre, come ormai fatto ripetutamente negli ultimi cinque anni, le imprese sono state di nuovo costrette a tagliare i prezzi di vendita (PMI a 49,3 da 48,3) nel tentativo di stimolare la domanda. Visto il forte aumento dei prezzi degli input (55,6 da 52,7), ciò contribuisce a ridurre i margini.

Seppur modesti, i miglioramenti sul mercato del lavoro (10,2% il tasso di disoccupazione in aprile dall'11,0% di un anno prima) hanno finora contribuito a rafforzare la fiducia di imprese e famiglie e sostenuto investimenti e consumi. A maggio l'indice che misura il sentimento economico nell'Area è salito per il secondo mese consecutivo (a 104,7 da 104,0 in aprile), in particolare, tra i consumatori (+2,3 punti) e tra le imprese del commercio al dettaglio (+1,9) e delle costruzioni (+1,7; Grafico 1.16).

### Crescita USA moderata

Dopo una fine 2015 e un inizio 2016 piuttosto fiacchi, il PIL USA ha riaccelerato nel secondo trimestre. L'espansione dell'economia americana proseguirà su ritmi moderati anche nel corso dei prossimi due anni, sostenuta da solidi fondamentali. Il PIL è atteso crescere dell'1,7% nel 2016 e accelerare al 2,0% nel 2017.

I consistenti aumenti dei redditi, condizioni finanziarie favorevoli e solidi bilanci familiari sosterranno i consumi e l'attività immobiliare. Si attenueranno, inoltre, gradualmente, gli effetti negativi sulla crescita della correzione degli stock di magazzino e dei tagli alla produzione nel settore energetico ed estrattivo, fattori che l'hanno fortemente condizionata per gran parte del 2015 e a inizio 2016. Il dollaro forte e il rallentamento delle economie emergenti continueranno, però, a penalizzare le esportazioni.

Nel 1° trimestre 2016 la crescita del PIL USA è risultata molto lenta (+1,1% congiunturale annualizzato; Grafico 1.17). Già

Grafico 1.16

**...grazie alla tenuta della fiducia**  
(Area euro, PIL, var. % trimestrali; sentimento economico: indice, medie trimestrali di dati mensili)

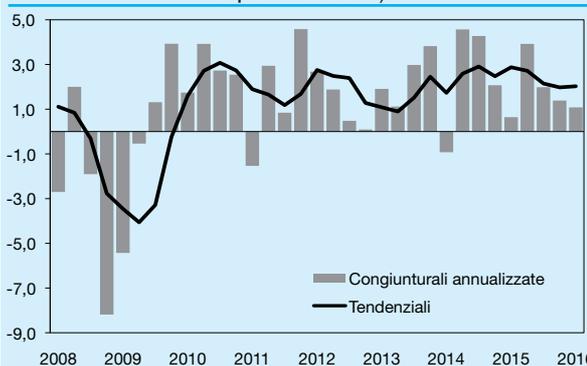


\* Media di aprile e maggio per il 2° trimestre 2016.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Commissione europea.

Grafico 1.17

**Rallenta la crescita negli USA**  
(Variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

a partire dal 2° trimestre, tuttavia, è tornata a salire. La ripresa delle Borse (+8,0% sul 1° trimestre in media da inizio aprile il Dow Jones) ha diradato i timori sollevati nel 1° trimestre dalle turbolenze finanziarie, che avevano spinto il tasso di risparmio al 5,9% in marzo (dal 5,3% lo scorso dicembre), e rafforzato la fiducia (a 94,7 a maggio, da 89,0 in aprile l'indice UM). In aprile, i consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,6% rispetto a marzo.

A maggio l'occupazione non agricola è cresciuta di appena 38mila unità, l'aumento più basso dal settembre 2010. Ciononostante, il tasso di disoccupazione è

sceso al 4,7% per il contemporaneo forte calo della forza lavoro, con il preoccupante ritorno del fenomeno dei disoccupati scoraggiati: il tasso di partecipazione è sceso al 62,6% (dal 62,8%).

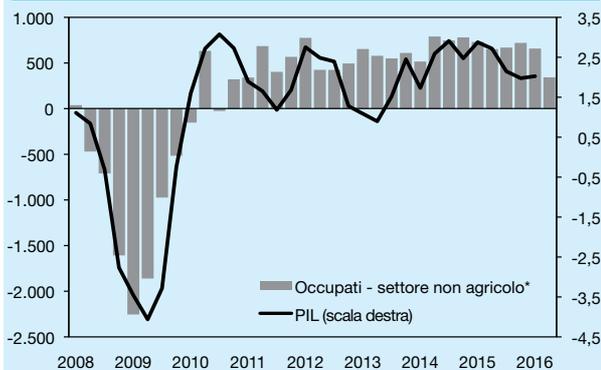
Sebbene in parte spiegato da fattori temporanei, il dato sull'occupazione di maggio conferma il forte rallentamento nella creazione di nuovi posti di lavoro negli ultimi mesi (+115mila in media al mese negli ultimi tre rispetto a +228mila in media nel corso del 2015). L'andamento dell'occupazione segue quello del PIL con uno/due trimestri di ritardo (Grafico 1.18); nella misura in cui si riflettesse in maggiori profitti e produttività, rafforzerebbe le potenzialità di crescita dell'economia nel medio-lungo periodo.

In linea con i dati sull'occupazione, è rallentato a maggio il ritmo di espansione nel terziario. L'indice di attività ISM, sceso a 52,9 (da 55,7 in aprile), resta, tuttavia, saldamente in territorio espansivo. Importanti segnali di risveglio provengono dal manifatturiero, dove il progressivo recupero degli ordini (ISM da 48,8 in dicembre a 55,7 in maggio) lascia prevedere ulteriori progressi della produzione industriale, salita dello 0,7% in aprile dopo due mesi di cali consecutivi.

**Giappone: rinviato l'aumento dell'IVA** L'altalena dell'economia nipponica è proseguita nei primi tre mesi del 2016: +1,9% annualizzato il PIL, dopo il -1,8% nel quarto trimestre 2015 (Grafico 1.19). Il rimbalzo sopra le attese è stato guidato dai contributi positivi dei consumi e delle esportazioni nette; nel secondo caso più per il persistente

Grafico 1.18

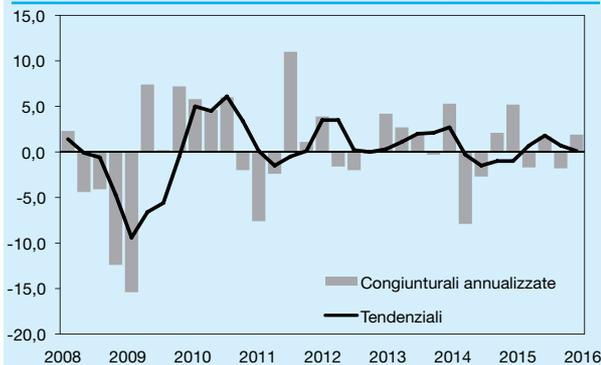
**L'occupazione americana segue il PIL**  
(Migliaia di unità e variazioni % tendenziali)



\* Media di aprile e maggio per il 2° trimestre.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Grafico 1.19

**In altalena la crescita in Giappone**  
(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Cabinet Office.

calo dell'import, causato dalla debolezza della domanda interna, che per il timido ritorno alla crescita delle esportazioni.

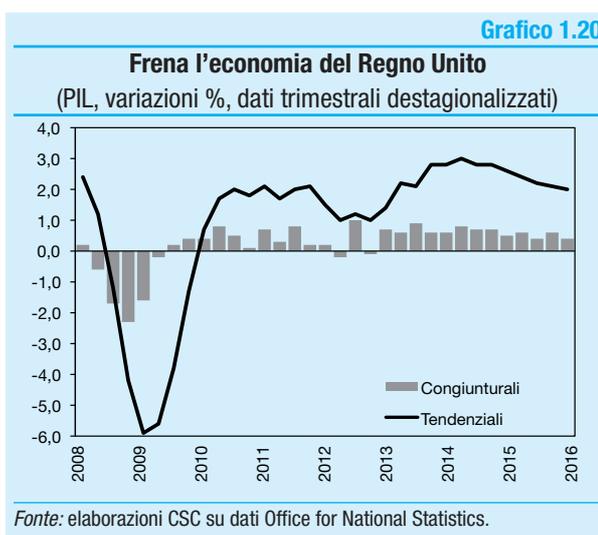
Il secondo trimestre è iniziato con segnali contrastanti: l'output industriale è cresciuto in aprile per il secondo mese consecutivo (+0,3% su marzo, dopo +3,8%), ma il PMI manifatturiero in maggio ha segnalato la contrazione dell'attività più forte da dicembre 2012. Il recupero dell'economia dalla recessione provocata dal rialzo dell'IVA nell'aprile 2014 non è ritenuto ancora abbastanza solido e il Governo ha deciso di rinviare a ottobre 2019 il secondo aumento della tassa sui consumi, dall'8% al 10%, previsto per aprile 2017. La debolezza della domanda estera, soprattutto cinese, e l'apprezzamento dello yen (+18% sul dollaro da inizio anno) rappresentano rischi per la crescita nel 2016: il PIL salirà al di sotto dell'1% nell'orizzonte di previsione.

Il rinvio della stretta di bilancio e l'annuncio di un nuovo piano di stimolo in autunno sono collegati alla volontà del Governo di assicurarsi un largo consenso nelle elezioni del 10 luglio per la Camera alta del parlamento. Il conseguimento di un rinnovato e forte sostegno permetterà una ripartenza con slancio del processo di riforme strutturali dell'*Abenomics*. Dubbi emergono sulla compatibilità delle misure di politica economica con gli obiettivi di avanzo primario entro il 2020 e riduzione del debito pubblico (attualmente pari al 240% del PIL), il cui raggiungimento non è favorito da un'inflazione lontana dall'obiettivo del 2% (indice *core* a -0,3% annuo in aprile, come in marzo), nonostante i numerosi tentativi della *Bank of Japan* di riaccendere la dinamica dei prezzi.

**Sul Regno Unito peserà l'uscita dall'UE**

Nella prima parte del 2016 l'economia britannica ha risentito degli effetti sugli investimenti dell'incertezza in vista del referendum sulla Brexit, tenutosi il 23 giugno. Il PIL nel primo trimestre 2016 ha rallentato al +0,4% congiunturale, rispetto al +0,6 nel quarto 2015, per il nuovo calo degli investimenti delle imprese e per il contributo negativo delle esportazioni nette, che hanno risentito dell'apprezzamento protrattosi fino a novembre della sterlina (Grafico 1.20). La crescita del settore dei servizi, seppure in frenata (+0,6% dopo +0,8%), ha compensato la caduta della produzione industriale (-0,4%, come nel quarto 2015) e delle costruzioni (-1,0% dopo +0,3%). Gli indici PMI in maggio hanno segnalato un'attività ai minimi dal 2013 in tutti i settori e fanno pensare che l'economia abbia ulteriormente frenato nel secondo trimestre.

La vittoria del *Leave* prolungherà il clima di incertezza per tutto il periodo di transizione verso l'uscita dall'UE e fino alla firma di nuovi accordi di partecipazione al mercato unico europeo



(si veda il riquadro *Dalla Brexit gravi conseguenze politiche ed economiche*). Le dinamiche degli investimenti e dei consumi ne risentiranno negativamente nell'orizzonte di previsione e gli effetti benefici sulla domanda estera del deprezzamento della sterlina non saranno sufficienti a compensare la caduta del mercato interno. Il PIL, cresciuto del +2,2% nel 2015, salirà di poco più dell'1% nel 2016 frenando ulteriormente nel 2017. La perdita di valore della sterlina favorirà il riaccendersi dell'inflazione (+0,3% in maggio), verosimilmente anche al di sopra dell'obiettivo del 2%, e la Banca d'Inghilterra dovrà affrontare il dilemma di politica monetaria tra tagliare il tasso di riferimento (fermo allo 0,50% dal 2009) per sostenere l'economia e alzarlo per contenere la crescita dei prezzi, con la prima strategia molto più probabile della seconda.

### Gli emergenti decelerano ancora

La crescita dei paesi emergenti ha decelerato nel 2015 per il quinto anno consecutivo, attestandosi al 4,0%, un ritmo inferiore al 4,9% medio degli ultimi trent'anni. Il CSC prevede che il loro PIL aumenterà del 4,0% anche quest'anno e del 4,2% il prossimo; stime inferiori a quelle elaborate in dicembre (+4,2% e +4,7%), principalmente a causa di recessioni più intense delle attese in Russia e Brasile, solo in parte controbilanciate da una crescita della Cina superiore alle stime di dicembre (Grafico 1.21).

I mercati emergenti continueranno a essere un motore importante del PIL mondiale, contribuendo per almeno tre quarti alla sua crescita nell'orizzonte di previsione. Dai BRIC proviene oltre la metà del loro prodotto e quindi l'andamento dell'aggregato dipende anzitutto da essi, con la Cina in testa, che rappresenta da sola il 30% del PIL degli emergenti.

I BRIC sono anche mercati importanti per l'export italiano; la Cina è il secondo mercato di destinazione delle vendite negli emergenti (con 11 miliardi di euro nel 2015; preceduta dalla Polonia, con un ammontare di poco superiore), la Russia è il quarto, il Brasile il decimo e l'India il dodicesimo.

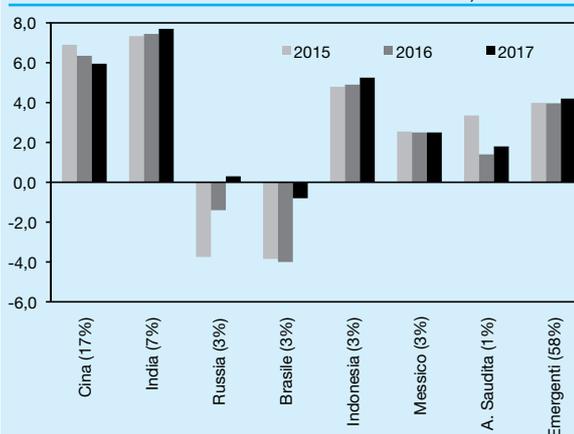
Le previsioni del CSC, rispetto a dicembre, sono riviste al rialzo per la Cina, abbassate per Brasile e Russia e invariate, in via cautelativa, per l'India.

### In Cina il rallentamento è strutturale

La Cina crescerà del 6,3% nel 2016 e del 6,0% nel 2017, dal 6,9% nel 2015. Il paese si sta assestando su ritmi di crescita più bassi e maggiormente basati sul supporto dei consumi privati e del settore dei servizi. Nel 2015 ha registrato un PIL pro-capite di 14mila dollari (espressi in PPA); la Corea del Sud alla fine degli anni 90 sperimentava livelli ana-

Grafico 1.21

**Ritmi più lenti per gli emergenti**  
(PIL reale, var %, primi 7 paesi emergenti per peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2015)



Tra parentesi il peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2015.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

loghi di PIL pro-capite e ritmi simili di crescita del PIL, a dimostrazione del fatto che il rallentamento cinese è parte del suo stesso percorso di sviluppo (Grafico 1.22). Un percorso che è anche denso di ostacoli.

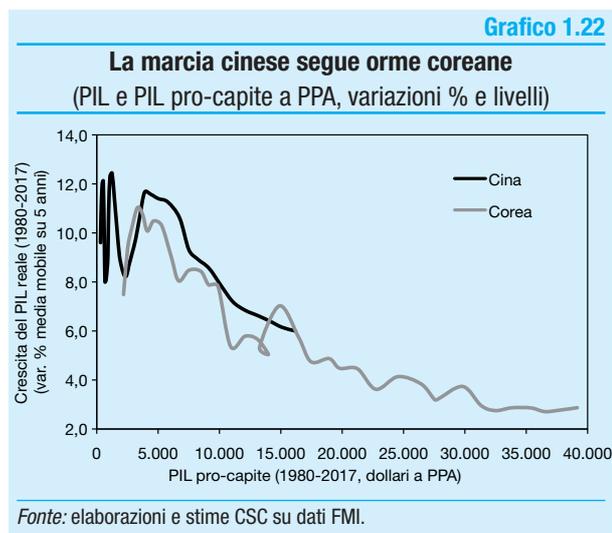
Il tallone di Achille è rappresentato, anzitutto, dagli eccessi di capacità produttiva delle grandi imprese di stato dell'industria pesante, finanziati quasi a fondo perduto dalle grandi banche statali. Questa è la principale e più ingombrante fonte di squilibri nel mercato del credito. Anche il mercato immobiliare è fragile: ci sono regioni e grandi metropoli in cui il settore è in grave difficoltà in quanto i nuovi immobili invenduti sono molti e mancano i finanziamenti per concludere progetti edilizi che non incontrano domanda; come testimoniano i quartieri fantasma costruiti solo in parte. Per assorbire questi squilibri sono necessari interventi che avranno effetti visibili solo nel medio periodo. Anche perciò il CSC ritiene che la crescita sarà più bassa nel 2017 rispetto al 2016.

Le priorità politiche che emergono dal diciassettesimo Piano quinquennale presentato dal governo lo scorso marzo sono sintetizzate nella stabilizzazione della crescita nel 2016-20, auspicabilmente su ritmi intorno al 6,5% annuo, con i servizi che aumentano a un passo doppio di quello dell'industria, fornendo il 70% della crescita fino al 2020, dal 60% dei cinque anni scorsi. Il Piano (che è un documento aspirazionale e non previsivo) rafforza tendenze esistenti, non ne definisce di nuove, com'è normale che sia dato che la transizione della Cina è appena cominciata.

### Crescita vivace in India, servono più investimenti

Le previsioni del CSC per l'India restano invariate rispetto a quelle formulate in dicembre: +7,4% il PIL nel 2016 e +7,7% nel 2017<sup>1</sup>. Nel 2015 è cresciuta del 7,6%, il ritmo più elevato dal 2010 e tra i G-20. L'aumento del PIL è stato favorito dai bassi prezzi del petrolio e ha ricevuto impulso dai consumi delle famiglie, motore dello sviluppo del paese, e dall'ottimismo degli operatori sulle riforme strutturali in agenda. Tuttavia, la crescita è stata disomogenea e il risultato finale nasconde debolezze negli investimenti privati, specie nel manifatturiero. Il governo sta riformando il settore bancario, tuttavia i benefici di queste politiche avranno effetti diluiti sulla ripartenza degli investimenti.

Il CSC si aspetta un rallentamento della crescita quest'anno rispetto allo scorso a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, del contesto internazionale poco favorevole e della lentezza del governo nell'attuare le riforme previste.



<sup>1</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).

Nel 2017, l'agricoltura darà una grande spinta all'aumento del PIL poiché si prevede quest'estate un monzone molto favorevole, dopo due anni di siccità; il settore agricolo ha un ruolo rilevante nel sistema economico indiano in quanto rappresenta il 35% del PIL e il 70% degli occupati, inoltre il 50% dei consumi nazionali proviene da famiglie rurali.

Per sostenere ritmi di crescita intorno al 7% annuo nel medio periodo servono maggiori investimenti e più rapidità nell'attuazione delle riforme annunciate dal governo Modi; molto resta ancora da fare in termini di apertura del mercato, ammodernamento delle infrastrutture e aumento della produttività.

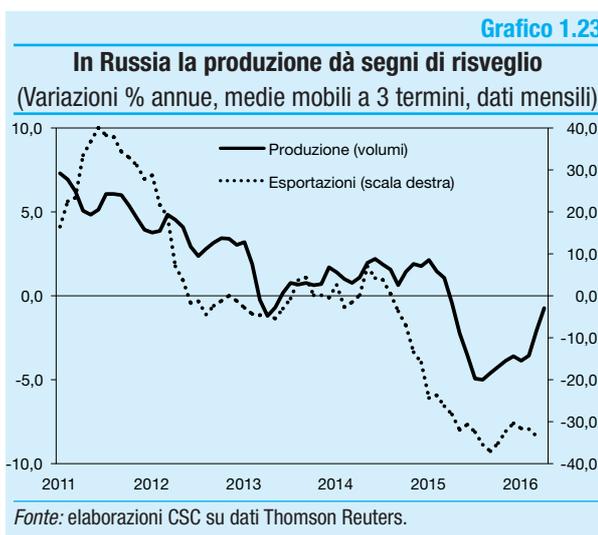
### Russia ancora in recessione

Le nuove previsioni del CSC per la Russia sono peggiori di quelle rilasciate in dicembre: -1,4% il PIL nel 2016 e +0,3% nel 2017, dopo il -3,7% nel 2015 (in dicembre si stimava un -0,8% nel 2016 e un +1,4% nel 2017). La recessione è continuata a ritmi più intensi del previsto a causa dei minori prezzi del petrolio e di un contesto internazionale più debole delle attese. Ciò si è inserito in un quadro già fosco di dissesto finanziario, causato dalle sanzioni che hanno bloccato i fondi alle banche russe dai mercati dei capitali occidentali e provocato la fuga di capitali. Nel 2015 il

governo russo ha salvato 27 banche, drenando le risorse dal suo fondo di riserva che alla fine dello scorso anno ammontava a 46 miliardi di euro, da 81 prima dei salvataggi.

L'economia russa resta fragile e oltremodo basata sulla produzione ed esportazione di materie prime energetiche (Grafico 1.23). Tuttavia, emergono segnali che si sta adattando al nuovo contesto di prezzi del petrolio più bassi (il budget del governo si basa su un prezzo medio di 50 dollari) e di limitato accesso al finanziamento sui mercati dei capitali occidentali. S'intravede anche un inizio di sostituzione dei beni prima importati dall'Occidente con prodotti nazionali; ciò sta accadendo nei settori dei macchinari, del pellame, delle calzature e degli alimentari, nei quali la produzione industriale è tornata a crescere lievemente da alcuni mesi.

Lo scorso marzo è stato varato un piano anti-crisi rivolto all'industria automobilistica, falciata dalla crisi, e al settore ferroviario pari a 8,6 miliardi di euro. I salari reali sono ancora in calo (-9,5% nel 2015) e le vendite al dettaglio hanno segnato un +3,1% annuo nominale da gennaio ad aprile, ma bisogna considerare un'inflazione media dell'8,0% nello stesso periodo. Per tutti questi motivi la Russia resterà in recessione nel 2016 e ci si aspetta un'inversione di tendenza solo a partire dalla seconda metà del 2017.



Una novità degli anni recenti è stata l'intensificarsi dei rapporti tra Russia e Cina, sul piano sia commerciale sia finanziario, tanto che banche e imprese russe cominciano a cercare fondi sui mercati cinesi. Resta il fatto che la crescita potenziale russa è ostacolata dalla sfavorevole dinamica demografica e dalla limitata industria manifatturiera e da infrastrutture obsolete.

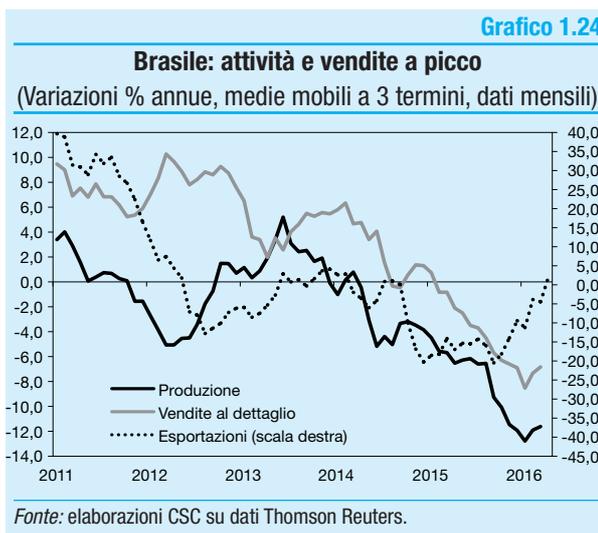
### Brasile in pieno caos politico

Le previsioni del CSC sono riviste all'ingiù anche per il Brasile: -4,0% nel 2016 e -0,8% nel 2017, dopo il -3,8% del 2015 (in dicembre si stimava -2,1% e +1,2%). Crisi economica e caos politico continuano ad alimentarsi a vicenda. Dopo l'impeachment del Presidente, Dilma Rousseff, a distanza di una settimana si è dimesso il secondo ministro del governo ad interim guidato da Michel Temer; Fabiano Silveria, Ministro della trasparenza, ha lasciato l'incarico in seguito alla pubblicazione di intercettazioni in cui fornisce indicazioni legali al presidente del senato Renan Calheiros su come sviare le indagini che lo riguardano relative allo scandalo Petrobras. Sempre le intercettazioni legate all'inchiesta sull'azienda petrolifera pubblica avevano costretto Romero Jucá, Ministro della pianificazione, a dimettersi.

In questo contesto, la produzione industriale è in caduta libera (-10,5% medio annuo da gennaio ad aprile; Grafico 1.24), la spesa dei consumatori è in continua contrazione (consumi privati -6,3% annuo nel 1° trimestre, dopo -6,8% nel 4° 2015) e gli investimenti colano a picco (-17,5%, dopo -18,5%). I bassi prezzi del petrolio e gli scandali di corruzione stanno danneggiando pesantemente Petrobras e i settori energetico, delle costruzioni e finanziario. Per contrastare l'inflazione (+9,3% in maggio) la banca centrale sta mantenendo i tassi al 14,25%; l'inflazione è prevista diminuire per effetto della domanda interna debole e per il recupero nel tasso di cambio (+18,6% dal minimo del 21 gennaio). A ciò si aggiunge che la tassazione, elevata e complessa, i regolamenti locali, i prezzi amministrati e i problemi infrastrutturali minano la competitività nel medio termine.

### Nell'Europa emergente si rafforza la domanda

Gli emergenti europei sono importanti partner commerciali dell'Italia. La Polonia è il primo paese emergente di destinazione con 11 miliardi di acquisti nel 2015, la Turchia è il terzo e la Romania è il quinto. La regione ha beneficiato del graduale recupero dell'Eurozona e dei bassi prezzi del petrolio e si è assestata su una domanda estera meno vivace; le principali economie dell'area possono, oggi rispetto a un quinquennio fa, contare di più sulla propria domanda interna. Polonia e Turchia hanno chiuso il 2015 meglio delle attese, segnando rispettivamente +3,6% e +3,8% di aumento del PIL e si prevede che mantengano gli stessi ritmi di crescita nell'orizzonte previsivo. In Turchia permangono i rischi de-



rivanti dall'elevato deficit di parte corrente finanziato da capitali di breve termine, un problema strutturale che la rende molto esposta agli shock esogeni.

### **In Medio Oriente bene l'Iran**

I mercati mediorientali con cui l'Italia ha legami commerciali più intensi sono Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita e, a tendere, l'Iran (rispettivamente sesto, settimo e ventunesimo mercato emergente di destinazione dell'export italiano nel 2015). La loro crescita è frenata dall'abbassamento del prezzo del petrolio e dall'instabilità politica nella regione; tuttavia, Emirati e Arabia hanno accumulato ingenti riserve negli anni di prezzi elevati. Nel 2015 il PIL degli Emirati ha segnato un +3,9% e quello dell'Arabia un +3,4%; in entrambi i paesi la crescita del 2016 sarà più debole, ma nei primi i processi di diversificazione dell'economia conterranno il rallentamento (ci si aspetta una crescita superiore al 2%, mentre per l'Arabia sarà intorno all'1%). In Iran l'economia è ripartita grazie alla fine delle sanzioni internazionali: il paese è tornato sul mercato globale sia come venditore di materie prime sia come acquirente di manufatti; i legami tra Italia e Iran erano intensi prima dell'inizio delle sanzioni e le prospettive di aumento d'interscambio sono molto elevate. Da una crescita del PIL inferiore all'1% nel 2015 (dato ancora non definitivo), si prevede un +4% sia per quest'anno sia per il prossimo.

### **Basso ma in risalita il prezzo del petrolio**

Nello scenario CSC la quotazione del Brent è attesa poco sopra i valori correnti nella seconda metà del 2016, a 52 dollari a barile a fine anno. Ciò sulla scia del graduale riequilibrio del mercato mondiale, che sta avvenendo tramite la frenata dell'offerta e l'aumento della domanda. Su quest'ultima, tuttavia, peserà il rallentamento di molte economie che sarà causato dalla Brexit nei prossimi mesi. Il lento incremento del prezzo prosegue nel 2017, a 58 dollari a fine anno. Questo profilo colloca il prezzo, in media, a 45 dollari nel 2016 (da 53 nel 2015) e 54 nel 2017.

Il prezzo del Brent è salito a 50,0 dollari al barile in media a giugno, da 47,7 a maggio (minimo a 32,1 dollari a gennaio; contro i 99,2 della media 2014). L'impatto immediato della Brexit è stato di -3 dollari dal 23 al 27 giugno (da 50,6 a 47,6), una variazione contenuta vista l'elevata volatilità dei prezzi, ma che ne ha interrotto bruscamente la risalita. La quotazione resta molto al di sotto dei valori del 2014 (99,2 in media). Il rialzo della quotazione negli ultimi mesi ha incorporato vari elementi.

Primo, le diffuse tensioni geopolitiche riducono l'estrazione in vari paesi e alimentano incertezza: la capacità estrattiva OPEC indisponibile a causa dei conflitti bellici in atto è ai massimi (2,6 mbg a maggio, in buona parte in Libia). Questa capacità non sfruttabile rappresenta anche un rischio al ribasso per il prezzo, qualora le vicende politiche evolvessero favorevolmente. L'offerta è esposta non solo a tensioni geopolitiche: gli stop produttivi nei paesi non-OPEC hanno sottratto 1,1 mbg a maggio (da 0,4 nei mesi precedenti), a causa di vasti incendi in Canada, che freneranno per alcuni mesi la produzione nel paese.

Secondo, la produzione di greggio USA, che ha maggiori costi di estrazione (*shale oil*) e che era stata il motore dell'espansione dell'offerta mondiale negli ultimi anni, è scesa in misura marcata, a causa dei prezzi bassi (8,7 mbg a giugno, da 9,6 un anno prima). Ciò segnala che il riequilibrio del mercato mondiale sta avvenendo, sebbene con lentezza.

Terzo, le indicazioni secondo cui l'espansione dei consumi di petrolio sta accelerando come atteso, dopo che nei mesi precedenti si erano invece diffusi dubbi, legati soprattutto alla tenuta della crescita in varie economie emergenti.

Inoltre, la capacità inutilizzata OPEC rimane ai minimi (1,4 mbg a maggio, 3,7 a inizio 2011). La carenza del "cuscinetto" indica che il mercato mondiale è esposto a shock di offerta, giacché i paesi del Cartello hanno poco spazio per aumenti della produzione. Tuttavia, questo conta meno in un mercato in cui è ancora presente un notevole eccesso di offerta.

Ci sono varie ragioni per attendersi, comunque, che i prezzi nei prossimi anni resteranno bassi, su valori molto inferiori rispetto a quelli del 2011-2014.

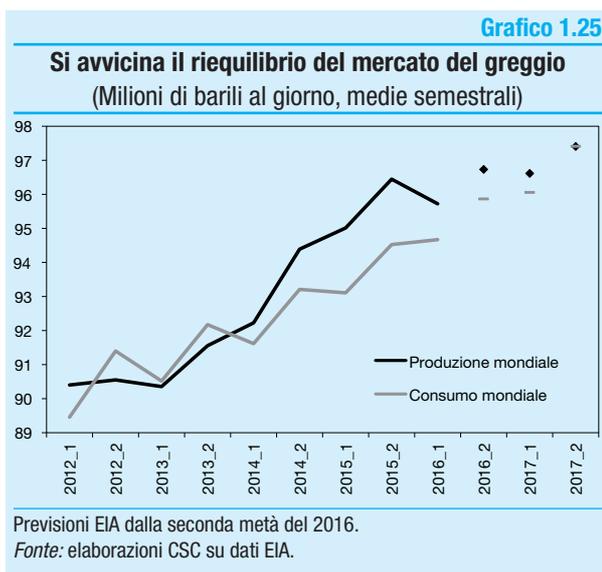
In particolare, l'accordo sul nucleare tra nazioni occidentali e Iran e la successiva eliminazione delle sanzioni stanno facendo salire verso i livelli passati l'estrazione di greggio iraniana: 3,6 mbg a maggio, da 2,8 a fine 2015 (3,7 nella prima metà del 2011). Un incremento ottenuto prima dell'atteso, che mantiene abbondante l'offerta nel mercato.

Inoltre, il vertice OPEC in aprile a Doha non ha sancito neanche un congelamento della produzione del Cartello, da alcuni ritenuto necessario per favorire un più rapido riassorbimento dell'eccesso di offerta presente sul mercato mondiale. Vari paesi OPEC (e la Russia) stanno, al contrario, accrescendo l'estrazione, mostrando che il Cartello è poco coeso nel limitare l'offerta.

Le quotazioni del Brent rimangono molto volatili: 6,5 la deviazione standard dei valori giornalieri nella prima metà del 2016 (8,0 nel 2015; 4,2 nel 2000-2006). Quest'anno il prezzo ha oscillato in una fascia di 13 dollari intorno alla media (16 l'anno scorso), contro i circa 8 dollari pre-crisi. Le attese sui prezzi sono debolmente rialziste: i *future* sul greggio indicano un rincaro di 2 dollari entro fine 2016 e di altri 2 dollari entro fine 2017. Alla luce della volatilità recente, il rincaro atteso dal CSC di 8 dollari in un anno e mezzo rappresenta una variazione limitata.

**Domanda vicina all'offerta nel 2017** Nel mercato mondiale del greggio si registra ancora una notevole abbondanza di offerta rispetto alla domanda: l'estrazione supera le richieste di 1,0 mbg in media nel 2016 (da 1,9 mbg nel 2015; stime EIA, Grafico 1.25). Le scorte di greggio nei paesi OCSE crescono in misura marcata (+102 milioni di barili a fine 2016 rispetto a fine 2015, per un totale di 3,1 miliardi di barili, pari a 67 giorni di consumi dei paesi avanzati).

La produzione mondiale cresce poco nel 2016: +0,5 mbg in media. Nei paesi non-OPEC si registra un calo (-0,6 mbg), quasi



interamente concentrato negli USA. La produzione OPEC, invece, è in forte aumento: +1,1 mbg atteso nella media dell'anno. A maggio è già arrivata a 38,9 mbg (inclusi NGL e altri liquidi), +1,0 rispetto a 12 mesi prima. In particolare, l'estrazione è ai massimi in Iraq (4,4 mbg) e in Arabia Saudita (10,3 mbg), che sta perseverando nella strategia di riconquista di quote di mercato. Viceversa, è molto bassa in Libia (0,3 mbg, da 1,5 a metà del 2013).

La domanda mondiale di greggio cresce più dell'offerta nel 2016 (+1,5 mbg). L'incremento si realizza in gran parte nei paesi emergenti (+1,3 mbg), ma una crescita si registra anche negli avanzati, dove i prezzi bassi stimolano i consumi.

Per il prossimo anno si prevede il completamento del percorso di avvicinamento della domanda all'offerta. Secondo lo scenario EIA, i consumi di greggio sono previsti crescere di ulteriori 1,5 mbg nel 2017. La produzione mondiale, invece, di soli 0,8 mbg, incorporando una nuova flessione negli USA (-0,1 mbg). Nella media del 2017 la produzione supererà comunque di 0,3 mbg la domanda, ma nella seconda metà dell'anno il mercato sarà ormai in equilibrio. Perciò, l'accumulo di scorte nei paesi OCSE tenderà a fermarsi (+12 milioni di barili a fine 2017).

#### **Prezzi non-oil in recupero**

Gran parte delle quotazioni *non-oil* sono in aumento negli ultimi mesi, dopo le riduzioni degli scorsi anni. Prevalgono, infatti, attese di una crescita sostenuta della domanda e di un indebolimento relativo della produzione, in particolare per gli input di origine agricola (alimentari e non). Questo tipo di scenario caratterizzerà in generale il prossimo anno, con un lento recupero dei prezzi delle commodity. Tuttavia, al momento, in alcuni mercati, specie i metalliferi, proseguono i ribassi, sintomo di un'offerta mondiale ancora forte rispetto alla domanda, sulla quale pesa la minor richiesta proveniente da vari paesi emergenti.

Il prezzo del mais è cresciuto del 4,5% al mese tra aprile e giugno, quello del cotone del 4,1%. L'ascesa della quotazione del ferro si è fermata a giugno, ma nei quattro mesi precedenti era stata dell'11,0% in media al mese. Viceversa, si sta riducendo il prezzo del rame (-2,4% al mese tra aprile e giugno). Tutte le quotazioni sono sopra le medie di lungo periodo, sia quelle in aumento (il cotone è dell'8% oltre i livelli medi del 1990-2009, il mais del 56%, il ferro del 71%), sia quelle in calo (rame +50%).

Per varie commodity, l'aumento dei prezzi negli ultimi mesi e l'attesa del proseguimento dei rincari nel prossimo anno sono spiegati dalla previsione di un mercato fisico appena in equilibrio o in deficit di offerta nella stagione 2016-17. Ad esempio, per il mais, il raccolto mondiale è atteso in recupero ma a fatica è sufficiente a soddisfare la domanda (stime *United States Department for Agriculture, USDA*); le scorte sono in flessione e su valori contenuti: 20,5% del consumo mondiale (21,6% nel 2014-15). Per il cotone, la domanda supererà ancora di molto la produzione nel 2016-17, nonostante questa recuperi dopo un calo durato quattro anni; gli stock scendono in misura marcata, pur restando elevati: 87,1% del consumo annuo (da 102,1% nel 2014-15).

Nella media del 2016 le quotazioni delle commodity registreranno in generale modesti ribassi, aritmeticamente dovuti alle riduzioni avutesi tra la seconda metà del 2015 e i primi mesi di quest'anno (previsioni Banca Mondiale). Quelle *food* scenderanno poco (-3,4%) e il ribasso sarà ana-

logo per le materie prime non alimentari di origine agricola (-2,9%). Più marcata la riduzione dei prezzi dei metalli non ferrosi (-8,0% nel 2016), proprio perché alcuni di essi sono ancora in calo.

Nel 2017 si vedrà anche nelle medie annue l'inversione di tendenza dei prezzi, con una lenta risalita (Grafico 1.26). Una previsione basata, in generale, sull'ipotesi di accelerazione del consumo mondiale di materie prime. Le quotazioni alimentari cresceranno poco (+2,1%), un po' di più quelle delle commodity agricole non alimentari (+2,4%). Un rincaro maggiore è atteso per i metalli non ferrosi (+3,8%).

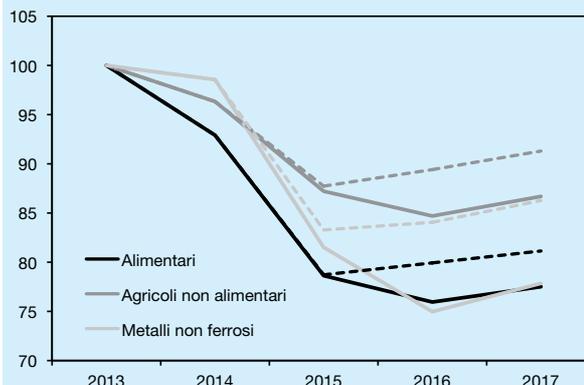
**BCE** La BCE, a fronte di un'iper-espansiva flazione troppo bassa nell'Eurozona (-0,1% annuo a maggio l'indice totale; +0,8% l'indice *core*, esclusi energetici e alimentari) e del rischio che si radichino attese al ribasso sui prezzi, ha deciso a marzo una serie di ulteriori misure espansive. Interventi pensati per stimolare il credito e, quindi, la domanda interna e la dinamica dei prezzi. A giugno, inglobando tali misure, la BCE ha previsto un'inflazione al +0,2% nel 2016 e in aumento al +1,3% nel 2017. Sottolineando che, se sarà necessario, è pronta ad altri interventi.

A marzo ha tagliato il tasso principale a zero (da 0,05%) e quello sui depositi delle banche a -0,40% (da -0,30%; Grafico 1.27). Gli istituti, cioè, devono pagare ancora di più per tenere liquidità presso Francoforte. L'obiettivo è indurli a limitare il parcheggio di fondi (984 miliardi) e a utilizzarli per fare prestiti. Inoltre, la Banca ha sottolineato che i tassi resteranno a lungo su tali livelli o più bassi, sicuramente molto dopo la fine del *Quantitative Easing*.

Inoltre, ha alzato il ritmo degli acquisti di titoli a 80 miliardi mensili (da 60). Hanno iniziato a essere comprati in giugno anche bond emessi da imprese non bancarie, con rating almeno *investment grade*. Insieme all'estensione di 6 mesi della durata fino a marzo 2017, decisa a dicembre, ciò ha portato la dimensione del QE a 1.740 miliardi in 25 mesi (dagli iniziali 1.140 in 19

Grafico 1.26

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

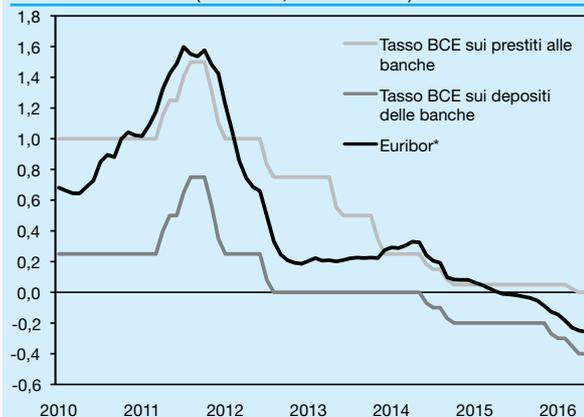


2016-2017: previsioni Banca Mondiale, aprile 2016; linee tratteggiate: previsioni Banca Mondiale, ottobre 2015.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca Mondiale.

Grafico 1.27

### Tassi di interesse negativi grazie alla BCE (Valori %, dati mensili)



\* Tasso interbancario a 3 mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

mesi). La politica di reinvestimento in titoli delle somme che incassa da quelli che giungono a scadenza consentirà alla BCE, una volta cessati gli acquisti addizionali, di continuare a detenere un ampio portafoglio.

Ancora, la BCE ha annunciato un nuovo round di prestiti alle banche, condizionati all'erogazione di credito. Le nuove aste (T-LTRO 2) saranno quattro, ogni tre mesi, con durata di quattro anni (l'ultima scadrà a marzo 2021), senza obblighi di restituzione anticipata. Le banche potranno ottenere fondi pari fino al 30% dei loro prestiti all'economia e il tasso base sarà pari a quello sulle operazioni principali di rifinanziamento (al momento, zero), ma c'è un forte incentivo a prestare: se i nuovi crediti supereranno determinate soglie, si beneficerà di tassi più bassi, fino a scendere al livello di quello sui depositi (ora a -0,40%). La prima (effettuata il 24 giugno ma che diventa operativa il 29 giugno) ha erogato 399 miliardi, nettamente più delle ultime T-LTRO.

Nello scenario CSC la BCE manterrà i tassi ufficiali ai livelli attuali. Anche se resta elevata la probabilità che tagli ancora quello sui depositi. Per sostenere la crescita dell'Area, deve tenere giù i tassi di mercato. L'Euribor a tre mesi è sceso lentamente in territorio negativo, posizionandosi tra il tasso sui depositi e quello nullo sui prestiti: -0,28% a giugno, da -0,13% a dicembre. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, è a -1,1%, da -0,6% nella primavera 2015. Resterà stabile: -0,24% in media nel 2016 e -0,28% nel 2017. Dopo la Brexit i *future* lo segnalano in marginale flessione (-0,34% a fine 2016 e -0,39% a fine 2017), mentre fino al giorno prima lo indicavano stabile.

**Prestiti BCE in flessione prima delle T-LTRO 2**

L'ultima T-LTRO effettuata dalla BCE il 23 giugno, con durata di

2 anni e 3 mesi, ha fornito appena 7 miliardi alle banche dell'Eurozona (come quella di marzo; 18 miliardi a dicembre). Queste operazioni fanno parte delle sei aste, tra marzo 2015 e giugno 2016, che contenevano già incentivi e sanzioni affinché le banche utilizzassero i fondi BCE per erogare prestiti a famiglie e imprese: l'importo disponibile per ogni banca era pari al triplo dei nuovi prestiti erogati in eccesso rispetto a specifici benchmark fissati dalla BCE; più una banca presta, più poteva finanziarsi a costo nullo (ma non negativo).

Le T-LTRO hanno favorito in vari paesi la riduzione dei tassi praticati dalle banche, ma in Italia non hanno fermato la caduta del credito. Il totale prestato con le T-LTRO è pari a 432 miliardi, molto sotto le attese, a stento sufficienti a rimpiazzare il residuo delle LTRO triennali (definitivamente rimborsate a febbraio 2015). Il limite di tutte queste aste resta 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 all'economia.

Grafico 1.28



I prestiti totali della BCE alle banche (in base ai dati che arrivano al 24 giugno e non includono la prima T-LTRO 2) si erano addirittura ridotti negli ultimi mesi: 501 miliardi a giugno, da 540 a inizio 2016 (Grafico 1.28). Sono formati dalle operazioni tradizionali a breve (MRO) per 50 miliardi, e dalle LTRO e T-LTRO, per 451. Restano importanti per le banche in vari paesi, a causa del persistere di difficoltà ad attingere ad altre forme di raccolta o per scelta di convenienza, in quanto hanno un costo nullo. Le banche italiane avevano in bilancio in aprile 150 miliardi di prestiti BCE (3,8% delle loro passività), valore in lenta discesa (166 a metà 2015, 4,2%). Le banche greche restano quelle che vi fanno maggior ricorso, in proporzione: 100 miliardi (26,2% del passivo), da 127 a metà 2015 (32,8%). In alcuni paesi la liquidità ottenuta da vari istituti sul mercato interbancario di Eurolandia resta inferiore ai valori pre-crisi, nonostante i progressi degli ultimi anni.

**Portafoglio titoli BCE in rapida espansione** Lo stock di titoli nel bilancio BCE è già salito a 1.213 miliardi di euro al 24 giugno, da 191 nell'ottobre 2014. Gran parte di tale crescita è avvenuta a partire dal 9 marzo 2015, con l'inizio degli acquisti di titoli pubblici: 869 miliardi (di cui 152 in titoli italiani). Il piano di acquisto di *covered bond* emessi da banche dell'Area euro ammonta a 183 miliardi, gli acquisti di titoli cartolarizzati ABS (*Asset Backed Securities*) appena a 20 miliardi.

Tali acquisti tendono ad abbassare i tassi a lungo termine, in particolare sui titoli sovrani, e indeboliscono l'euro, favorendo credito e ripresa. I rendimenti dei titoli pubblici nell'Eurozona sono storicamente molto bassi. Grazie all'intervento della BCE, anche la Brexit ha avuto un impatto contenuto e i rendimenti a fine giugno erano 1,40% per il BTP decennale, e -0,12% per il Bund.

Il QE dell'Eurozona è un programma "aperto": se a marzo 2017 la BCE non troverà evidenza di una dinamica dell'inflazione che stia tornando in linea con l'obiettivo, prolungherà ulteriormente gli acquisti. Inoltre, la BCE ha ripetuto, anche dopo l'espansione di dicembre-marzo che, se necessario, aumenterà ancora la dimensione del QE.

**Depositi in BCE ai massimi** Gli acquisti di titoli sono il canale attraverso cui la BCE è attiva nell'ampliare il proprio bilancio. L'espansione è già stata notevole: a giugno +1.101 miliardi dai minimi dell'ottobre 2014. E proseguirà grazie al prolungamento del QE (ancora 9 mesi, per altri 720 miliardi) e alle T-LTRO 2. La dimensione del bilancio BCE ha superato i massimi toccati a metà 2012 (3.131 miliardi a giugno, rispetto a 3.102), ma resta inferiore a quella del bilancio FED (4.474 miliardi di dollari).

I depositi degli istituti creditizi dell'Eurozona presso la BCE sono in crescita, nonostante il tasso negativo. I dati al 24 giugno indicano 298 miliardi nella *deposit facility* (da 24 nel settembre 2014) e 613 nel *current account* (da 186), per un totale di 911 miliardi (da 210). Questo parcheggio di fondi non è stato scoraggiato finora neanche dalla sostituzione delle precedenti LTRO con le T-LTRO, con le quali le banche avrebbero dovuto prendere a prestito in BCE solo le risorse necessarie a erogare credito.

La risalita dei depositi presso Francoforte, infatti, sta avvenendo da oltre un anno in parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE. Una possibile spiegazione di questi andamenti è che le banche colgono l'opportunità degli acquisti BCE per alleggerire il proprio portafoglio ti-

toli e che la liquidità che ne ricavano sia parcheggiata, in buona parte, presso la BCE stessa. Ciò riduce molto l'efficacia della politica di quest'ultima nel favorire il credito.

Per misurare le risorse effettivamente immesse nel sistema bancario dalla Banca Centrale, perciò, è necessario utilizzare la somma algebrica dei prestiti BCE, dei titoli nel suo portafoglio e, con segno negativo, dei depositi delle banche. Il risultato dell'azione BCE è meno brillante, ma comunque positivo: 803 miliardi a giugno, da 468 nel settembre 2014 (+335 miliardi).

**Rinviato il rialzo dei tassi FED** Il tasso di riferimento della FED è stato alzato nel dicembre 2015 nella forchetta 0,25-0,50% (0,37% il tasso effettivo a giugno). La crescita USA ha abbassato la disoccupazione (4,7% a maggio), in linea con il valore di lungo periodo indicato dai membri della FED (4,7%-5,0%) e corrispondente al pieno impiego. La dinamica dei prezzi resta bassa, ma ha iniziato a risalire (+1,0% annuo a maggio) e nasce in larga misura dal calo delle quotazioni petrolifere (+2,2% al netto di energia e alimentari, in linea con l'obiettivo del +2,0%; Grafico 1.29). Le attese di inflazione, misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi, sono su valori poco più bassi di quelli desiderati (+1,5% a giugno).

Dalla riunione FOMC di giugno, come già a marzo, è risultato che tutti i 17 membri ritenevano opportuno alzare i tassi quest'anno almeno una volta. Il proseguire dei rialzi, però, è stato posticipato negli ultimi mesi, a causa della turbolenza di inizio anno sui mercati finanziari mondiali e di alcuni dati deboli sulla crescita USA. Le indicazioni aggiornate a dopo la Brexit saranno diffuse a settembre.

Nelle minute della riunione FOMC di aprile è stato confermato l'approccio contingente ai dati. Segnalando che i miglioramenti sul mercato del lavoro e l'inizio di risalita della dinamica dei prezzi sono quasi sufficienti a giustificare il proseguire della normalizzazione. Tuttavia, un rialzo il 15 giugno, indicato come possibile nelle minute di aprile, non è invece stato deciso. Era condizionato al fatto che i nuovi dati in uscita avessero confermato l'atteso ulteriore miglioramento economico. Molti membri del FOMC, in effetti, già in aprile lo ritenevano poco probabile. Peraltro, il quadro ancora incerto delineato dal Presidente FED, Janet Yellen, a inizio giugno aveva già ridotto molto la probabilità di tale rialzo.

La FED ha puntualizzato che, durante la normalizzazione, manterrà la forchetta per il tasso ufficiale con un'ampiezza invariata di 0,25 punti. E ha più volte chiarito che il sentiero di aumenti sarà



molto graduale, rispetto a precedenti fasi di rialzo (+4,25 punti in 2 anni nel 2004-2006). Il FOMC, inoltre, continua a sottolineare che il tasso ufficiale dovrà rimanere sotto i livelli “di lungo periodo” per qualche tempo. Valori “normali” che, intanto, secondo la FED sono sempre più bassi: nella riunione di giugno è stato indicato un 3,00% di lungo periodo (da 3,75% suggerito a giugno 2015). Se il rialzo sarà graduale come atteso, a fine 2017 tale valore sarà ancora molto lontano.

I mercati sono diventati molto prudenti sui rialzi FED: si attendono un tasso interbancario a tre mesi USA a 0,66% a fine 2016 e a 0,81% a fine 2017 (è a 0,65% a giugno, poco sopra la parte alta della forchetta FED). Un sentiero coerente con tassi fermi quest’anno e un solo rialzo di un quarto di punto il prossimo. Molto meno di quanto indicato dal FOMC, i cui membri hanno segnalato nella riunione del 15 giugno un livello desiderato del tasso ufficiale pari a 0,75%-1,00% a fine 2016 e a 1,50%-1,75% a fine 2017, ovvero due rialzi quest’anno e tre il prossimo, confermando il previsto ulteriore ribasso del sentiero “desiderato” dei tassi (rispetto ai 4 rialzi attesi nel 2017 indicati a marzo).

Nello scenario CSC la FED lascia invariato il tasso di riferimento nella seconda metà del 2016, rinviando l’atteso rialzo a causa dell’incertezza generata dalla Brexit. Il rialzo proseguirà con due interventi da 0,25% ciascuno nel 2017 (0,75-1,00% a fine anno). Il CSC prevede che il tasso interbancario USA si attesterà in media allo 0,52% nel 2016 (da 0,32% nel 2015) e salirà allo 0,90% nel 2017.

Il tasso FED si allontanerà quindi da quello BCE, contribuendo a indebolire l’euro rispetto al dollaro. Il differenziale BCE-FED è pari a -0,37 punti percentuali a giugno (considerando il tasso effettivo negli USA). Nello scenario CSC si attesterà a -0,36 punti in media nel 2016 (da -0,08 nel 2015) e a -0,75 punti nel 2017.

#### **Stock FED di titoli sempre più a breve**

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 nel 2014, è stabile: 2.462 miliardi di dollari in titoli pubblici a maggio (55% dell’attivo della Banca) e 1.755 miliardi di *Mortgage Backed Securities* (cartolarizzazioni di mutui, 39%). La composizione di tale stock, con più bond pubblici che privati, è simile a quella che sta realizzando la BCE. Ma la dimensione totale del portafoglio FED è molto maggiore. Il reinvestimento FED è più in titoli con durate brevi: a maggio la quota dei *Treasury* con scadenza sotto i 3 mesi è salita al 2,3% (da 0,3% a novembre 2015), mentre quelli tra 3 e 12 mesi sono scesi al 5,5% (dal 7,6%). Inoltre, la quota dei titoli che maturano tra 1 e 5 anni è salita al 48,5% (da 45,9%) ed è scesa quella di titoli a 5-10 anni (17,9%, da 20,3%). La ricomposizione verso il breve termine favorirà una più veloce riduzione automatica dello stock, con la sospensione del reinvestimento. La FED ha chiarito che smetterà di reinvestire in titoli solo quando la normalizzazione dei tassi sarà in fase avanzata. Perciò, l’inizio della fase di *exit* sullo stock di titoli dovrebbe essere rimandato al prossimo anno.

#### **Tassi USA in calo, in difficoltà le Borse**

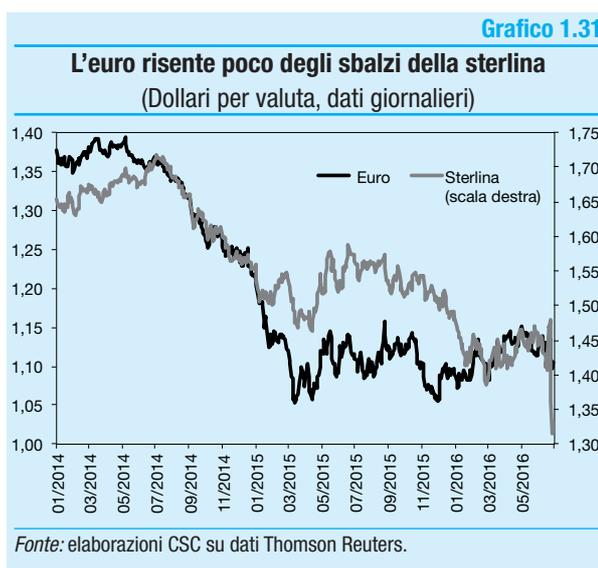
I tassi a lungo termine USA sono scesi dai livelli di fine 2015, nonostante il proseguimento della crescita economica. Una tendenza rafforzata dalla Brexit. L’ampio stock di titoli in mano alla FED e il continuo rinvio di ulteriori rialzi del tasso ufficiale hanno contribuito ancora a tenerli a freno e ciò sostiene investimenti e consumi. La

Brexit ha indotto gli investitori a puntare sui titoli sicuri: il rendimento del *Treasury* trentennale è crollato al 2,27% dal 2,5% medio di giugno (3,0% a novembre), quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA è caduto al 3,55% (da 4,1% a novembre). Il rendimento del *Treasury* decennale è sceso all'1,46% (dal 2,3% a novembre; Grafico 1.30). Il tasso a lunga in termini reali, calcolato sui *Treasury* decennali indicizzati all'inflazione, è tornato ai minimi (0,1% a giugno, da 0,7% a dicembre; 2,4% nella prima metà del 2007).



La Brexit ha avuto un impatto particolarmente violento sulle Borse. Le quotazioni azionarie USA sono scese del 3,1% (indice Standard & Poor's 500) rispetto al giorno prima del referendum; non sono comunque lontane dai livelli di novembre 2015 (-2,9%) dopo aver toccato il minimo a febbraio. La volatilità, che si era quasi normalizzata negli ultimi mesi, è tornata a salire: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è balzato a 23,9 dopo essere sceso a 13,5 a inizio giugno (28,1 il picco a febbraio; 13,1 nella prima metà del 2007). Anche in Germania i prezzi delle azioni sono caduti, del 6,2%, e sono del 14,0% sotto i livelli di novembre. In Italia si è accentuata la discesa: -9,6% con la Brexit e -28,5% da novembre. Le quotazioni in Italia sono pari a meno della metà dei valori pre-crisi (-59% da inizio 2007), mentre in Germania sono superiori del 41% (negli USA +42%).

**L'euro resta debole** Dopo il voto a favore della Brexit, il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro USA è sceso intorno a 1,10 dollari a fine giugno, sotto il livello medio degli ultimi tre mesi (1,13; Grafico 1.31). Rispetto ai massimi del 2014, l'euro è ampiamente svalutato: era a 1,38 dollari nel marzo di quell'anno (-20,0%).



La valuta europea, finora, ha risentito relativamente poco dell'elevata volatilità della sterlina dovuta alla Brexit. Già con l'avvio delle procedure per arrivare al referendum del 23 giugno, infatti, la sterlina si era deprezzata del 10,9% sul dollaro da inizio novembre a fine febbraio. Ha poi re-

cuperato parzialmente fino alla vigilia del voto (+6,2%) ed è, infine, caduta del 10,0% dopo la vittoria della Brexit. La forte svalutazione della sterlina spiega il marginale apprezzamento del cambio effettivo dell'euro.

L'allentamento monetario che sta realizzando la BCE è straordinario e rappresenta il principale fattore che tiene basso il cambio dell'euro. La Banca, infatti, ha allungato ulteriormente e ampliato i suoi acquisti di titoli (*Quantitative Easing*) e spinto più in negativo i tassi. All'opposto, la FED ha chiuso fin dall'ottobre 2014 il suo QE e ha realizzato a dicembre 2015 il primo rialzo dei tassi.

Inoltre, vari fattori tendono ad attrarre capitali verso la divisa USA. Primo, le migliori prospettive per la crescita americana rispetto all'Eurozona. Secondo, l'ampio spread sui tassi a lunga: 0,1% i decennali sovrani tripla A in Eurolandia, contro l'1,7% dei *Treasury* americani. Infine, il divario che si accentuerà gradualmente sui tassi a breve: nello scenario CSC la FED realizzerà un altro rialzo quest'anno e tre il prossimo, mentre la BCE li terrà a zero.

Gli squilibri nei conti con l'estero, al contrario, rafforzano l'euro e indeboliscono il dollaro. L'Eurozona ha un surplus record di bilancia corrente, previsto in aumento a 448 miliardi di dollari nel 2016, pari al 3,8% del PIL (stime OCSE). Gli USA, invece, hanno un ampio passivo corrente, atteso nel 2016 a 454 miliardi di dollari (-2,5% del PIL).

Nel complesso questi fattori in gran parte si compensano e tendono a mantenere l'euro intorno ai valori correnti rispetto al dollaro. Il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume un cambio dollaro/euro a 1,11 in media nel 2016, stesso livello del 2015, e a 1,10 nel 2017 (nello scenario di dicembre si assumeva 1,10 nel biennio). Nello scenario CSC, quindi, nel 2017 c'è un marginale deprezzamento aritmetico del cambio rispetto al dollaro, pari al -0,7% sui dati medi annui (dopo il -16,5% tra 2014 e 2015).

Esiste un rischio al ribasso per l'euro costituito dalle rinnovate incertezze politiche in alcuni paesi dell'Area, alimentate anche dal risultato inatteso del referendum nel Regno Unito: crisi greca irrisolta, referendum confermativo a ottobre in Italia. Gli esiti di tali eventi e situazioni possono riaccendere le spinte disgregatrici, sebbene la rete di sicurezza tesa dalla BCE impedirà che giungano alla forza osservata nel 2010-11. Nella stessa direzione muove la pressione migratoria, che alimenta i movimenti populistici e nazionalistici che avranno un ruolo chiave negli appuntamenti elettorali in Francia (presidenziali nella primavera 2017) e Germania (politiche in autunno 2017). Ulteriore incertezza è alimentata dalle prossime elezioni presidenziali USA, il cui risultato è diventato sempre più in bilico.

## Emergenti, Cina in testa, guidano la frenata del commercio mondiale

La crescita del commercio mondiale ha fortemente decelerato. Gran parte della frenata è dovuta a fattori strutturali: normalizzazione della crescita cinese e degli altri emergenti, minori investimenti, stop all'espansione delle catene globali del valore. Tutto ciò rallenta la crescita nei paesi avanzati, come l'Italia, perché penalizza l'export. Per uscire dall'impasse occorre puntare su investimenti pubblici e rilancio del manifatturiero<sup>1</sup>.

Rispetto al ventennio pre-crisi, il ritmo d'aumento degli scambi con l'estero, misurati dalla somma delle importazioni di tutti i paesi (o, specularmente, delle esportazioni), negli ultimi quattro anni si è ridotto di circa tre volte. In base ai dati FMI, che permettono una scomposizione per paese dell'aggregato mondiale, l'import globale è infatti cresciuto, in media, del 7,5% annuo nel 1988-2007 e solo del 2,7% medio annuo nel 2012-2015 (più bassa, ma con un andamento simile nel tempo, la dinamica stimata dal CPB: +6,8% medio annuo pre-crisi e +2,0% negli ultimi quattro anni). Il ritmo di espansione degli acquisti dall'estero dei paesi avanzati è diminuito, nello stesso periodo di tempo, dal +6,9% al +2,3% medio annuo e quello dei paesi emergenti dal +9,6% al +3,4% (registrando appena +0,4% nel 2015).

Il CSC ha ricostruito serie comparabili della crescita del PIL e delle importazioni, a cambi di mercato, per il gruppo dei paesi avanzati, quello degli emergenti e il totale<sup>2</sup>. La dinamica del PIL mondiale (a cambi di mercato) ha rallentato più gradualmente, dal +3,2% medio annuo nel periodo 1988-2007 al +2,6% medio negli ultimi quattro anni. Combinato disposto di una minore crescita sia degli avanzati (da +2,7% a +1,5%, seppure in risalita a +1,9% nel 2015) sia degli emergenti (da +4,7% a +4,4% e in rallentamento a +3,6% nel 2015).

Si delinea quindi un quadro in cui gli scambi mondiali, negli ultimi quattro anni, sono cresciuti allo stesso ritmo del PIL. In altre parole, l'elasticità del commercio globale sul PIL, definita come il rapporto tra la variazione percentuale dell'import e quella del PIL, è stata pari a 1,0 (secondo i dati FMI). Nei venti anni pre-crisi era stata, invece, pari a 2,3, cioè gli scambi erano cresciuti a una velocità più che doppia rispetto al PIL. Si è ridotta, soprattutto, l'elasticità delle importazioni dei paesi emergenti, da 2,0 a 0,7; mentre quella degli avanzati è scesa da 2,5 a 1,8 (escludendo dal calcolo il 2012, anno in cui la recessione nell'Area euro ha fortemente penalizzato l'import dei paesi avanzati).

<sup>1</sup> Si veda anche CSC, "La persistente frenata del commercio mondiale: un *new normal*", in *Scenari economici* n. 24, settembre 2015.

<sup>2</sup> Nella maggioranza delle pubblicazioni la crescita del PIL mondiale è calcolata utilizzando non i cambi di mercato, bensì le parità di potere d'acquisto (PPA). Il cambio in PPA è definito come il tasso di conversione in base al quale due valute andrebbero scambiate per comprare la stessa quantità di beni e servizi nei due paesi; dipende, cioè, dalla differenza del livello dei prezzi tra i paesi. La misura del PIL in PPA è necessaria per confrontare il livello di benessere raggiunto nei diversi paesi, ma non è quella corretta per comparare la stazza delle rispettive economie, in particolare per quanto riguarda i prodotti che possono essere scambiati a livello internazionale. Per fare ciò, invece, occorre utilizzare il valore del PIL a cambi di mercato. La differenza è quantitativamente molto rilevante: i paesi emergenti, infatti, hanno prodotto nel 2015 il 57,6% del PIL mondiale in PPA, ma solo il 39,4% a cambi di mercato; una quota simile a quella detenuta nelle importazioni globali (37,1%).

Il CSC ha scomposto l'elasticità degli scambi mondiali sul PIL in tre componenti, che dipendono, rispettivamente, dallo spostamento del baricentro dell'import globale, dalla crescita del PIL in tre diverse macroaree (avanzati, Cina e altri emergenti) e da uno shock specifico sulla dinamica dell'import in queste macroaree. Ne risulta che il calo dell'elasticità del commercio mondiale è spiegato in parte dallo stesso rallentamento del PIL e dal maggiore peso assunto dagli emergenti, ma il contributo negativo maggiore viene dallo shock sulla domanda di importazioni.

In primo luogo, infatti, nelle economie emergenti l'elasticità dell'import era relativamente più bassa già prima della crisi e, quindi, il loro acquistare quota di import mondiale spinge meccanicamente all'ingiù l'elasticità complessiva. Si tratta, insomma, di un effetto negativo dovuto alla ricomposizione degli scambi globali<sup>3</sup>.

Secondo, l'evidenza empirica mostra che l'elasticità dell'import di quasi tutti i paesi emergenti si riduce al diminuire della crescita del PIL; mentre in molti paesi avanzati (ma non in tutti) l'elasticità è una costante. In altre parole, nella grande maggioranza dei paesi emergenti, e in qualche avanzato, la dinamica degli acquisti dall'estero tende a essere nulla in corrispondenza di una crescita positiva del PIL. Ciò accade perché le economie, in particolare quelle emergenti, possono essere sostenute da settori che attivano poca domanda dall'estero, come quello primario (agricoltura e attività estrattive), le costruzioni di abitazioni e infrastrutture e, in alcuni casi, la spesa pubblica e i servizi. Di conseguenza, la relazione di lungo periodo tra PIL e import mondiali (che risulta da casi diversi per i singoli paesi) suggerisce che la dinamica degli scambi con l'estero si avvicina a zero per tassi di crescita del PIL ancora nettamente positivi ma più bassi. Anche per questo motivo, si parla di recessione globale quando il ritmo di crescita del Mondo, a cambi di mercato, scende sotto il 2% circa.

Tuttavia, questi fattori sono in grado di spiegare solo parte della discesa dell'elasticità dell'import. C'è, insomma, uno shock negativo che ha colpito in modo specifico il commercio con l'estero.

Il CSC ha calcolato il contributo di ognuno dei precedenti fattori, scomposto anche per gruppi di paesi, alla variazione dell'elasticità dell'import mondiale, che è stata di -1,3 punti percentuali nel 2013-2015 rispetto alla media pre-crisi.

Allo spostamento del baricentro della crescita verso i paesi emergenti sono attribuiti -0,27 punti di elasticità. Al rallentamento del PIL sono associati altri -0,25 punti, dovuti in parti simili alla minore crescita sia dei paesi avanzati sia di quelli emergenti; in particolare, è quasi nullo l'effetto del PIL della Cina, la cui crescita ha rallentato molto poco (Grafico A).

Il contributo negativo maggiore, invece, proviene dallo shock specifico, al netto dell'effetto PIL, sulla domanda estera globale (-0,79 punti). Quasi la metà è dovuta al minore import cinese (-0,36), che pure rappresenta solo il 10,3% di quello mondiale; -0,29 punti sono assegnati agli altri paesi emergenti (che ne rappresentano il 26,9%) e solo -0,14 al gruppo dei paesi

<sup>3</sup> Si veda K. Stratford, *Why has world trade been so weak in recent years?*, Bank Underground, blog della Banca d'Inghilterra (ottobre 2015).

avanzati (62,8% dell'import mondiale).

In conclusione, gran parte dello shock negativo degli scambi con l'estero proviene dalla Cina e dagli altri paesi emergenti, molti dei quali sono strettamente legati all'economia cinese. D'altra parte, il rallentamento è diffuso anche alle economie avanzate. Ciò è naturale, perché l'economia globale è strettamente interconnessa attraverso gli scambi con l'estero. La minore domanda estera di un paese, in particolare della Cina, significa ridotte esportazioni degli altri paesi. Che, a loro volta, implicano minori importazioni di questi paesi perché i beni esportati hanno un alto contenuto di semilavorati acquistati dall'estero. Un circolo vizioso che si traduce in minore produzione di beni e servizi ad essi collegati e quindi ha un impatto negativo sulla stessa dinamica del PIL di tutti i paesi<sup>4</sup>. Ciò è vero, in particolare, per le economie più aperte con l'estero e orientate all'export, come quella italiana<sup>5</sup>.

La debolezza degli scambi mondiali e il rallentamento della crescita sono, insomma, due facce della stessa medaglia. Rappresentano il *new normal* dell'economia globale, in gran parte determinato da forze strutturali strettamente connesse tra loro, che colpiscono in modo particolare il commercio estero. Il minimo comune denominatore è il passaggio delle economie emergenti, in particolare quella cinese, a un modello di crescita più sostenibile, con conseguente rallentamento degli investimenti e stop alla frammentazione globale della produzione<sup>6</sup>. Il rapido catching up dei paesi emergenti prima della crisi, infatti, li ha fatti affermare come nuovi importanti player globali. La crescita degli emergenti è sempre più sostenuta dal terziario: in Cina, il suo contributo alla crescita, pari a circa il 40% nei primi anni Duemila, è balzato a circa il 60% nel 2015. Ciò implica che si sta riducendo progressivamente la loro specializzazione nella produzione di beni e, quindi, il loro apporto agli scambi con l'estero tende ad essere più contenuto. A questi cambiamenti si è associato, dal lato della domanda, un rallentamento degli investimenti delle imprese, che sono trainati, appunto, da quelle manifatturiere, e un lento rafforzamento, invece, dei consumi delle famiglie, a partire, però, da livelli molto bassi.

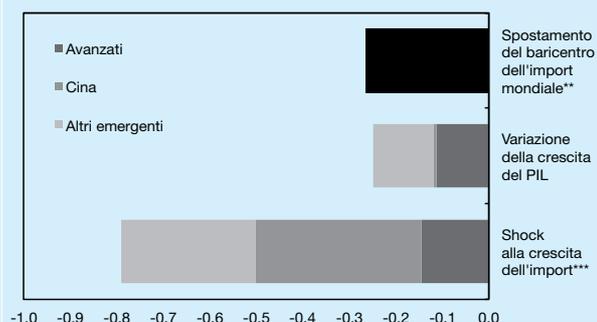
<sup>4</sup> Si veda CSC, "Crescita globale giù al 2,3% se la Cina cresce al 4%", in *Scenari economici* n. 24, pagg. 51-53 (settembre 2015).

<sup>5</sup> Si veda, per l'Italia, CSC, *Mercati esteri volano della crescita*, capitolo 2, in *Scenari economici* n. 17 (giugno 2013).

<sup>6</sup> Si vedano M. Pignatti, *L'economia mondiale a rischio stagnazione secolare. Un mix di politiche per accelerare la crescita*, Nota del CSC n. 15-12 (settembre 2015) e CSC, "Contro la frenata globale investimenti pubblici e riforme strutturali", in *Scenari economici* n. 25, pagg. 45-50 (dicembre 2015).

#### Grafico A

### Gli emergenti abbassano l'elasticità mondiale dell'import (Contributi alla variazione dell'elasticità mondiale dell'import al PIL\*, media 2013-2015 su 1988-2007)



\* Elasticità definita come rapporto tra la variazione % dell'import e quella del PIL.

\*\* Variazione della composizione geografica dell'import mondiale.

\*\*\* Variazione della crescita dell'import non spiegata dalla dinamica del PIL.

Fonte: stime CSC su dati FMI.

Inoltre, soprattutto in Cina, si è interrotto e poi invertito il trend di maggiore partecipazione alle catene globali del valore. Le imprese cinesi, infatti, erano entrate velocemente dentro il processo di produzione internazionale, specializzandosi a valle, cioè acquistando dall'estero semilavorati ad alto valore aggiunto e tecnologicamente avanzati e svolgendo attività di assemblaggio, a basso valore aggiunto, anche grazie alla grande disponibilità di manodopera a buon mercato. Recentemente, acquisite le necessarie conoscenze e competenze, hanno iniziato a spostarsi a monte lungo le catene globali del valore, producendo dentro i confini nazionali alcuni beni intermedi a maggiore valore aggiunto che prima erano importati.

Tutto ciò ha avuto un impatto significativo sul rallentamento del commercio mondiale e sulla sua ridotta elasticità al PIL. La maggiore frammentazione internazionale della produzione, cioè delle catene globali del valore, infatti, dalla metà degli anni Novanta agli inizi degli anni Duemila aveva incrementato di 0,45 punti l'elasticità degli scambi mondiali al PIL, secondo stime della Banca d'Italia<sup>7</sup>. Tale contributo è andato via via riducendosi fino a quasi annullarsi nel periodo 2006-2011 (ultimo per cui sono disponibili i dati input-output mondiali). Negli ultimi anni l'apporto è stato, probabilmente, addirittura negativo: dal 2011 al 2015 l'import mondiale di beni intermedi al netto dei combustibili (una misura della frammentazione internazionale della produzione) è diminuito del 7,3% cumulato in valore e di 1,9 punti percentuali in termini di PIL mondiale (dal 10,3% all'8,4%).

I prodotti intermedi hanno costituito quasi la metà degli scambi globali negli ultimi dieci anni e, insieme ai combustibili, ne hanno rappresentato il 65%. Dal 2011 al 2015 anche le importazioni in valore di combustibili si sono fortemente ridotte, di 1,8 punti percentuali di PIL (al 2,2%), soprattutto per la caduta delle quotazioni del petrolio, che sono in diminuzione dal 2012 e si sono quasi dimezzate nel 2015. La parte restante del calo dell'elasticità è da assegnare a quelle di beni di consumo (19% del totale) e di investimento (16%), che hanno entrambe registrato una dinamica piatta negli ultimi quattro anni: +0,1 punti percentuali di PIL i beni di consumo (al 4,0%) e zero punti quelli di investimento (al 3,3%).

Nell'analisi per paesi spicca il caso della Cina. Dove sono crollate le importazioni dei prodotti *trade intensive*, ossia intermedi e strumentali, già da prima della crisi: quelle di beni intermedi (che costituiscono i due terzi dell'import cinese) sono scese dal 17,6% del PIL nel 2004 al 13,0% nel 2011 e all'8,4% nel 2015; quelle di beni di investimento (circa il 17% del totale) dal 5,5% del PIL nel 2004 al 3,1% nel 2011 e all'1,9% nel 2015. Hanno tenuto solo gli acquisti dall'estero di beni di consumo, tornati sui livelli pre-crisi (0,9% del PIL), che rappresentano però meno del 5% dell'import totale (Grafico B).

Negli altri paesi emergenti e in quelli avanzati le dinamiche dell'import per tipologia di prodotto sono, invece, abbastanza simili. In percentuale del PIL sono debolmente aumentati gli acquisti dall'estero di beni di investimento, di 0,3 punti sia negli emergenti esclusa la Cina (al

<sup>7</sup> Si veda A. Borin e M. Mancini, *Follow the value added: bilateral gross exports accounting*, Banca d'Italia, *Temi di discussione* n. 1026 (luglio 2015).

4,1%) sia negli avanzati (al 3,5%), e quelli di beni di consumo, di 0,4 punti negli emergenti (al 3,5%) e di 0,2 negli avanzati (al 4,9%); gli acquisti di semilavorati sono saliti negli emergenti (+0,3 punti, al 12,4% del PIL) e scesi negli avanzati (-0,4 punti, all'8,9%), posizionandosi in entrambi i casi sotto i massimi pre-crisi.

Infine, le importazioni di combustibili sono crollate, in percentuale del PIL, in tutti i gruppi di paesi (Cina compresa) in seguito alla caduta dei prezzi del petrolio, dovuta sia alla bassa domanda sia alla robusta espansione dell'offerta da parte dei paesi produttori.

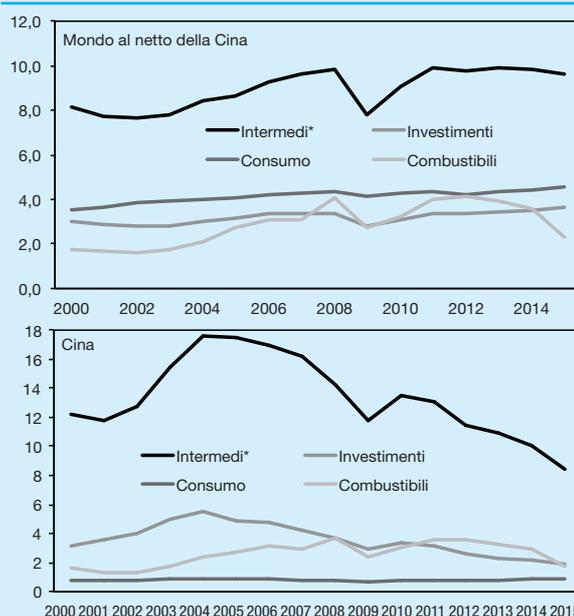
Di fronte a questa persistente carenza di domanda globale è forte la tentazione per molti paesi di attuare svalutazioni competitive per guadagnare quote di mercato. Una politica cosiddetta di *beggar thy neighbor*, cioè a scapito dei paesi concorrenti. Il rischio, però, è che si crei una corsa a chi svaluta di più, cioè una guerra delle valute. Senza vincitori, perché, quando più valute si deprezzano contemporaneamente, il loro valore relativo tende a rimanere inalterato. Ciò, anzi, produce incertezza circa l'evoluzione dei tassi di cambio e alimenta turbolenze finanziarie, anche per il rischio di repentine fughe di capitali dai paesi emergenti. L'effetto finale sugli scambi globali è quindi negativo. Perciò i ministri delle finanze, i governatori delle Banche centrali dei paesi del G-20 e il Presidente della BCE, Mario Draghi, hanno sottolineato in più occasioni che la svalutazione del cambio non può essere un target della politica economica.

Nei paesi avanzati occorre, invece, utilizzare al meglio e in modo coordinato la flessibilità delle politiche di bilancio, rafforzando la spesa pubblica in investimenti e infrastrutture. Secondo stime OCSE, infatti, un aumento degli investimenti pubblici, simultaneo in tutti i paesi membri, di mezzo punto di PIL avrebbe un impatto positivo di oltre lo 0,4% sul PIL mondiale e di più dell'1% sul commercio globale<sup>8</sup>. Infine, è necessario attuare decise politiche industriali, puntando sul manifatturiero, settore ad alta dinamica di produttività e innovazione, propulsore degli scambi con l'estero e motore della crescita del PIL.

<sup>8</sup> Si veda OCSE, *The impact of an increase of public investment in OECD economies*, Box 1.6, *Economic Outlook* n. 2015-2 (novembre 2015).

Grafico B

### È crollato l'import cinese dei semilavorati (Importazioni per categorie di beni, in % del PIL)



\* Al netto dei combustibili.

Fonte: elaborazione CSC su dati Nazioni Unite.