



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI



LE SFIDE DELLA POLITICA ECONOMICA

Settembre 2016
N. 27



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

**LE SFIDE
DELLA POLITICA
ECONOMICA**

**Settembre 2016
N. 27**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

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

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 12 settembre 2016.

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

INDICE

Premessa	pag. 5
1. Le previsioni	» 9
1.1 L'economia italiana	» 9
1.2 Il contesto internazionale	» 41

Riquadri

Nel PIL Italia peggio delle principali economie europee prima, durante e dopo la crisi.....	pag. 10
L'integrazione dei migranti per ragioni umanitarie: da emergenza a opportunità ..	» 15
Non basta l'ok dagli <i>stress test</i> per la ripartenza del credito in Italia	» 24
Lotta alla povertà: più efficace concentrare le risorse sul reddito di inclusione	» 30
La scarsa crescita del PIL amplia il deficit pubblico 2017	» 36
Il taglio dell'IRES avvicina l'Italia all'Europa.....	» 39
Le sanzioni azzoppo le prospettive di ripresa dell'export italiano in Russia.....	» 51
La Brexit sposta IDE dal Regno Unito all'Unione europea	» 64

*Democrazia, sovranità nazionale e integrazione economica globale
sono tra loro incompatibili:
si possono combinare due delle tre,
ma mai averle tutte e tre simultaneamente e pienamente.*

Dani Rodrik, *L'ineludibile trilemma dell'economia mondiale*, 2007

*Se ci aspettiamo grandi cambiamenti ma siamo molto incerti
su quale forma esattamente prenderanno,
allora la nostra fiducia sarà debole.
Lo stato della fiducia è rilevante
perché è uno dei fattori principali nel determinare gli investimenti.*

John M. Keynes, *Teoria generale*, 1936

Nel corso dell'estate lo **scenario** è ulteriormente **peggiorato**.

Le **tensioni geopolitiche** non si sono mitigate. Al contrario, sono state intensificate dal fallito golpe in Turchia, dal risultato shock delle elezioni politiche in un Land tedesco e dai nuovi attentati terroristici.

Sullo sfondo proseguono le **ondate migratorie**, con il ripetersi di tragici esiti e gli inediti affollamenti di piazze e parchi cittadini.

I movimenti nazionalistici e populistici ne traggono nuova linfa mentre la **voglia di spesa** si affievolisce.

Dopo la storica e clamorosa Brexit, che rimarrà a lungo una notevole fonte di insicurezza, e il fallito tentativo di formare un governo in Spagna, l'autunno rimane denso di appuntamenti che costituiscono altrettante **incognite**: il referendum xenofobo ungherese, la ripetizione delle presidenziali in Austria e l'elezione del futuro inquilino della Casa Bianca in USA, la consultazione popolare in Italia sulla nuova Costituzione. Nel 2017 ci saranno i passaggi cruciali delle presidenziali in Francia e delle politiche in Germania e nei Paesi Bassi¹.

L'**andamento dell'economia** non solo interagisce strettamente e nei due sensi con tale quadro politico incerto, ma di per sé si rivela più fragile dell'atteso.

Una serie di fattori sta concretizzando, anche nei paesi considerati più dinamici, la temuta **stagnazione secolare**: rallentamento e invecchiamento demografici, minori guadagni di produttività generati dalle attuali innovazioni, dispersione di capitale umano a causa dell'alta disoccupazione, ridotto tasso di accumulazione del capitale, rallentamento fisiologico della Cina, strisciante protezionismo.

La **crescita mondiale** di produzioni e commerci ne risente significativamente. Ante-crisi il PIL aumentava del 3,2% annuo e gli scambi di beni del 6,8%. Ora non vanno oltre il 2,4% il primo e l'1,8% i secondi².

¹ I rischi associati all'elevata incertezza politica sono stati evidenziati anche dalla BCE in luglio.

² Le variazioni sono calcolate, rispettivamente, sui periodi 1992-2007 e 2011-17.

Questo significa che **nessuno può far conto sul traino degli altri** per uscire dal proprio stallo e che tutti devono impegnarsi, in modo coordinato, a realizzare **nuove politiche** per la crescita. Ciò vale in particolare per l'Eurozona.

Nel contesto di accresciuta turbolenza globale l'**economia italiana** presenta una debolezza superiore all'atteso. La risalita del PIL si è arrestata già nella scorsa primavera. Gli ultimi indicatori congiunturali non puntano a un suo rapido riavvio, piuttosto confermano il profilo piatto.

Il CSC semplicemente incorpora nelle nuove previsioni i dati recenti. I **rischi** si mantengono verso il basso. La crescita indicata per il 2017, sebbene già del tutto insoddisfacente, non è scontata e va conquistata.

L'evoluzione recente fa riemergere con forza la questione del **divario di crescita** tra l'Italia e gli altri paesi europei, che pure in media non sono brillanti.

Prima, durante e dopo la Grande recessione (che nel Paese è stata più intensa e lunga) si è accumulato un **distacco** molto ampio: tra il 2000 e il 2015 il PIL è aumentato del 23,5% in Spagna, del 18,5% in Francia e del 18,2% in Germania, mentre è calato dello 0,5% in Italia. Le dinamiche in corso sentenziano che le distanze stanno aumentando ancor più rapidamente.

Sul piano dell'avanzamento economico, il Paese ha alle spalle un **quindicennio perduto**. Il tempo sperato si allunga notevolmente se si considera il prodotto per abitante, indicatore perfettibile ma significativo di benessere.

Ai ritmi attuali di incremento del prodotto, l'appuntamento con i livelli lasciati nel 2007 è **rinviiato al 2028** mentre non verrà mai riaggiuntato il sentiero di crescita che si sarebbe avuto proseguendo con il passo precedente, pur lento.

La crisi, infatti, ha comportato un netto abbassamento del **potenziale di crescita** italiano, che nelle stime dell'FMI è sceso dall'1,2% allo 0,7%. Oltre ad aver diminuito l'utilizzo della **capacità produttiva** ancora esistente.

Per ottenere una crescita maggiore, dunque, occorre lavorare su **due fronti**: quello della rimozione degli ostacoli che intralciano il pieno sfruttamento del potenziale che c'è e quello dell'ampliamento di questo potenziale.

L'elenco degli **ostacoli** comprende il credito (la cui contrazione sta proseguendo), l'edilizia (ancora in stallo) e la minore competitività (causata dallo sganciamento del costo del lavoro dalla produttività).

L'ampliamento del potenziale parte dall'individuazione delle cause del suo restringimento: **produttività ferma** e declino della popolazione in età di lavoro.

L'una e l'altra richiedono più **investimenti**, in capitale fisico e capitale umano. Nei beni strumentali, nell'innovazione e nelle persone (specie giovani e povere).

Gli investimenti privati, in particolare, sono **penalizzati in Italia**. Alla ragione comune in questa fase a tutti i paesi (le scarse prospettive della domanda) si sommano quelle tipiche del Paese: burocrazia, norme complesse e poco chiare, giustizia lunga, tassazione elevata, infrastrutture carenti, istituzioni del mercato del lavoro, concorrenza frenata.

Su molte di esse sono intervenute **importanti riforme** nell'ultimo biennio. In gran parte attendono piena attuazione e la trasformazione in comportamenti.

Quando vengono attuate, i risultati non tardano a concretizzarsi. Un chiaro esempio è fornito dal **Jobs Act** accompagnato dalla temporanea riduzione della contribuzione sociale a carico delle imprese. Quasi i quattro quinti degli oltre 370mila posti di lavoro aggiuntivi creati dall'inizio del 2015 a metà 2016 sono con contratti a tempo indeterminato.

È vitale proseguire e anzi approfondire il processo riformista. Ciò dipende dall'esito del **referendum** sulle modifiche alla Costituzione, le quali migliorerebbero la governabilità del Paese e aiuterebbero a far cadere alcuni degli impedimenti agli investimenti elencati sopra³.

Infine, gli investimenti sono penalizzati dalla **bassa redditività**. Che è ai minimi storici, mentre è ai massimi la quota del lavoro sul valore aggiunto per effetto di una dinamica salariale che nel settore privato (e soprattutto nel manifatturiero) fino al 2015 è stata indifferente all'intensa recessione e al grave aumento della disoccupazione. Al contrario, in Spagna dal 2012 si è iniziato a considerare nella contrattazione le condizioni occupazionali.

Tutto ciò avvilisce la **propensione** a investire e a innovare delle imprese italiane, propensione che spicca nel confronto europeo⁴.

L'urgenza di misure a favore degli investimenti e che spronino la produttività è ribadita dalla sostanziale conferma delle **previsioni CSC** di bassa crescita: +0,7% il PIL nel 2016 e +0,5% nel 2017⁵.

Tanto più che si sta esaurendo l'effetto favorevole dei **fattori esterni** una tantum (svalutazione dell'euro, dimezzamento del prezzo del petrolio, calo dei tassi); anzi, quei fattori stanno in parte tornando indietro.

Il deterioramento della performance dell'economia italiana rispetto alle stime della scorsa primavera riduce ulteriormente gli **spazi di manovra** per la politica di bilancio. Ciò impone che le poche risorse disponibili siano concentrate sulle voci che hanno maggiore efficacia nel rilanciare la crescita: sostegno agli investimenti pubblici e privati, scambio salario-produttività, patrimonializzazione delle imprese.

La **flessibilità europea**, che necessariamente e correttamente va rafforzata per supportare gli sforzi sul piano delle riforme⁶ ed evitare una stretta insopportabile, va oculatamente impiegata. Solo così la crescita può essere effettivamente rilanciata, la fiducia rinsaldata e il cammino verso la sostenibilità dei conti pubblici prontamente ripreso.

³ Sulle probabili conseguenze economiche negative di una bocciatura popolare della riforma della Costituzione si rimanda a CSC, *Scenari economici* n. 26, giugno 2016.

⁴ Nota dal CSC n. 15-7, *Industria italiana con alta propensione ad investire e innovare*.

⁵ Per il dettaglio delle previsioni e del contesto internazionale si rinvia ai capitoli a essi dedicati.

⁶ Nota dal CSC n. 16-3, *Conti pubblici più flessibili per sostenere le riforme*.

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

Rimane lento il recupero Il CSC stima una variazione del PIL italiano di +0,7% quest'anno e di +0,5% nel 2017.

Il recupero nel biennio di previsione prosegue, dunque, perfino più lentamente che nel 2015, quando il PIL era aumentato dello 0,8% (dopo tre cali annuali consecutivi; -4,8% cumulato).

La risalita del PIL è iniziata nel primo trimestre 2015 ed è proseguita fino al primo trimestre 2016, con un incremento dell'1,4% cumulato. Tale modesto progresso stride con la caduta del 9,7% che si era avuta rispetto all'inizio del 2008. Compreso il secondo trimestre 2016, è stato di appena lo 0,24% il ritmo medio trimestrale, con una evidente decelerazione. Un incedere incerto e inferiore a quello delle altre principali economie europee (si veda il riquadro *Nel PIL Italia peggio delle principali economie europee prima, durante e dopo la crisi*).

Il recupero si è addirittura arrestato nel secondo trimestre del 2016, quando la variazione del PIL rilevata dall'ISTAT è stata nulla, per effetto del calo degli investimenti e del rallentamento della spesa delle famiglie, mentre è stato positivo il contributo dell'interscambio con l'estero. Dal lato dell'offerta, nel secondo trimestre è risultato negativo l'apporto dell'industria, che aveva invece sostenuto l'incremento nel primo: il valore aggiunto è diminuito dello 0,6%, compensato da un progresso dello 0,2% di quello dei servizi e dello 0,5% dell'agricoltura.

La variazione prevista dal CSC per il 2016 è interamente acquisita nei mesi primaverili. L'andamento del prodotto nella seconda metà dell'anno è infatti atteso sostanzialmente piatto, come

Tabella 1.1

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

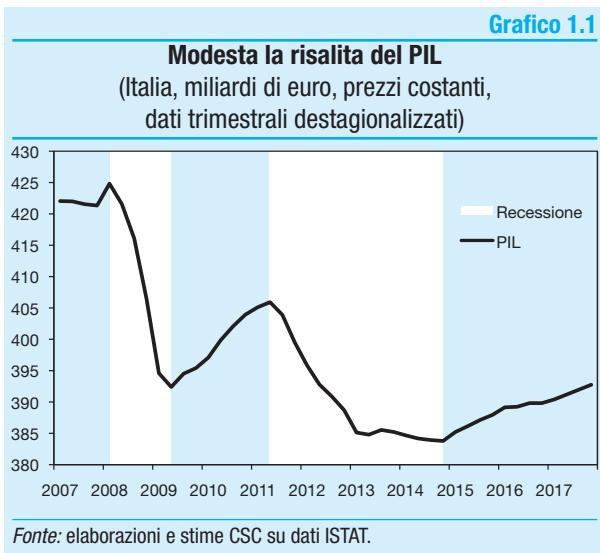
¹ Fob-fob, valori in percentuale del PIL; ² valori percentuali; ³ per ULA; ⁴ valori in percentuale del PIL.

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

già nello scenario disegnato a giugno. Invariato rispetto alle previsioni dello scorso giugno anche il profilo nel 2017 (+0,20% medio trimestrale). I rischi di mancata concretizzazione di tali aumenti sono elevati.

Crescita più lenta nel 2016 La revisione al ribasso della crescita quest'anno, in confronto alla previsione elaborata in giugno (+0,7% da +0,8%), è spiegata esclusivamente dall'andamento del PIL nel secondo trimestre, che è risultato inferiore a quanto stimato precedentemente (+0,02% da +0,25%).

Il profilo trimestrale delineato dal CSC per la seconda parte del 2016, invece, non è cambiato rispetto alle precedenti valutazioni, essendo rimaste sostanzialmente invariate le condizioni (esterne e interne) già definite in giugno. Si conferma un moderato incremento del PIL nei mesi estivi (+0,15%), in forza di un andamento peggiore dell'atteso nell'industria e delle informazioni positive circa la stagione turistica, e una sostanziale stagnazione nell'ultimo quarto (Grafico 1.1). A causa del trascinamento statistico leggermente più basso, anche la dinamica del PIL prevista per il 2017 è ritoccata all'ingiù di un decimo di punto. Rispetto a giugno va evidenziato, tuttavia, che si sono rivelate meno gravi di quanto temuto le conseguenze immediate della Brexit. Quelle sull'economia reale, che secondo il CSC si faranno sentire nel medio periodo, risentiranno dell'incertezza derivante dai tempi e dai modi dell'uscita del Regno Unito dall'UE.



Nel PIL Italia peggio delle principali economie europee prima, durante e dopo la crisi

La risalita dell'economia italiana si è fermata nei mesi primaverili. Quando anche la dinamica dell'Euroarea e delle altre principali economie europee ha rallentato. Tuttavia, l'Italia ha confermato nella recente fase di recupero (iniziata nel 2015) la scarsa capacità di crescita già evidenziata prima della crisi: Germania, Francia e Spagna, infatti, allora erano cresciute molto di più, sono arretrate meno durante la Grande recessione e hanno recuperato più velocemente i livelli persi di PIL. Il gap di crescita, addirittura, si è ampliato dal 2007 in poi e le previsioni per quest'anno e il prossimo non lasciano intravedere una sua riduzione. Neanche nel medio periodo l'evoluzione si presenta migliore: l'Italia, infatti, ha visto ridursi non solo il livello ma anche la dinamica del PIL potenziale. Ciò rende ancora più urgente e necessario varare misure in grado di riportare il PIL italiano su ritmi di crescita significativamente più robusti, così da ridurre e possibilmente chiudere il differenziale rispetto alle altre principali economie europee.

A partire dal 2000 la dinamica del PIL in Italia è risultata inferiore a quella degli altri principali paesi dell'Euroarea. Fino al 2007 la forbice nella crescita cumulata è stata del 15,1% verso la Spagna, del 4,7% rispetto alla Francia e dell'1,5% nei confronti della Germania (Grafico A). Rispetto alla media degli altri paesi dell'Eurozona il gap annuo è stato del 10,3%.

Durante la crisi la divaricazione si è accentuata. L'Italia, insieme alla Spagna, ha subito una doppia recessione (nel 2008-2009 e nel 2012-2014). Il PIL italiano è diminuito del 9,0% tra il 2007 e il 2014 e quello spagnolo del 7,6% (fino al 2013). Germania e

Francia hanno, invece, continuato il recupero iniziato nel 2010, tant'è che nel 2014 i livelli di PIL delle due economie erano già superiori ai massimi pre-crisi, del 5,6% il tedesco e del 2,6% il francese. Nel 2015 la crescita italiana si è fermata allo 0,8%, circa due terzi di quella francese (+1,3%), meno della metà di quella tedesca (+1,7%) e un quarto di quella spagnola (+3,2%); nel secondo trimestre 2016 la variazione annua del PIL ribadisce gli stessi divari.

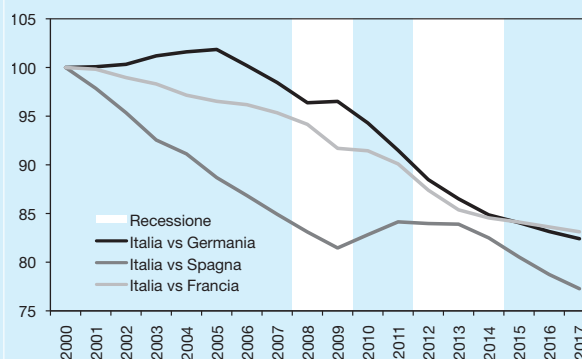
In tutti i sottoperiodi considerati l'Italia ha, dunque, mostrato una performance peggiore di quella registrata dalle altre grandi economie dell'Eurozona: il PIL cresceva meno già prima della crisi, è caduto di più durante la Grande recessione ed è aumentato in misura inferiore nella successiva fase di recupero. Questa debole performance viene confermata anche nelle previsioni per il 2016 e il 2017 (Tabella A).

Secondo il CSC il PIL italiano aumenterà dello 0,7% quest'anno e dello 0,5%

il prossimo, tornando a livelli di poco superiori ai valori del 2000. Si può parlare, a ragione, di oltre un quindicennio perduto per l'economia italiana. Una perdita che risulta ancora più grave se si raffronta tale deludente andamento con quello delle altre economie europee considerate, i cui livelli di PIL saranno l'anno prossimo saliti rispetto a quelli di inizio millennio di oltre il 20% (il 30% in Spagna).

Grafico A

Nella crescita l'Italia perde la sfida
(Indici 2000=100, rapporto PIL italiano/PIL altri paesi, dati annuali, prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

Tabella A

Italia fanalino di coda
(PIL, variazioni % cumulate)

	2000/ 2007	2007/ 2014	2015	2016	2017	2014/ 2017	2000/ 2017
Euroarea	14,8	-0,9	1,7	1,5	1,2	4,4	18,9
Germania	10,2	5,6	1,7	1,8	1,4	5,0	22,1
Spagna	27,7	-6,3	3,2	3,0	2,4	8,9	30,3
Francia	13,8	2,6	1,3	1,3	1,1	3,7	21,1
Italia	8,5	-9,0	0,8	0,7	0,5	2,0	0,7

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

Il negativo differenziale di crescita accumulato dall'Italia a partire dal 2000 raggiungerà così nel 2017 il 22,7% rispetto alla Spagna, il 17,6% nei confronti della Germania e il 16,9% verso la Francia. Ciò è spiegato in larga parte dall'andamento della produttività, che nello stesso periodo e per l'intera economia è aumentata del 10,9% in Germania, del 12,6% in Francia e del 17,4% in Spagna, contro il +0,2% dell'Italia. Già nel 2000-2007 si riscontravano dinamiche molto differenziate: +9,0% in Germania, +7,1% in Francia, +2,6% in Spagna e +1,6% in Italia.

Nel corso della crisi, naturalmente, la performance della produttività italiana ha risentito della caduta della domanda e dell'attività economica. Caduta così violenta da comportare perdita di capacità produttiva e abbassamento della crescita potenziale del PIL.

La crescita del PIL potenziale¹ italiano era già molto bassa prima della crisi. La doppia recessione l'ha ulteriormente e notevolmente intaccata. La sua dinamica è così passata dall'1,1% nel 2000-2007 (allora era in linea con quella tedesca, ma molto inferiore a quella del resto dell'Euroarea) al -0,5% tra 2008 e 2015 (Tabella B).

L'erosione della crescita potenziale nel corso della crisi si riflette anche nelle proiezioni sull'andamento del PIL italiano nel lungo periodo fatte dal Fondo monetario internazionale prima e dopo la crisi: nel *World economic outlook* del 2007 era prevista una variazione dell'1,2%; quest'anno si ferma al +0,7%.

Secondo il CSC circa la metà della riduzione del PIL effettivo registrata nella crisi è strutturale, cioè ha comportato perdita di capacità produttiva, attraverso: la chiusura di impianti e imprese e l'innalzamento della disoccupazione di lungo periodo; il maggiore disallineamento tra richiesta e offerta di competenze dei lavoratori, essendo quelli che hanno perso l'occupazione più difficilmente impiegabili in altre attività (e tanto più lo diventano quanto più a lungo non sono impegnati in attività produttive); il minor livello degli investimenti, che riduce l'innovazione incorporata negli impianti e accelera il loro invecchiamento tecnologico².

Tutto ciò limita le potenzialità di crescita nel medio-lungo periodo. E rende estremamente urgenti misure e riforme che contrastino le cause primarie della bassa crescita potenziale dell'Italia, che ruotano attorno e possono essere ricondotte alla scarsa dinamica della produttività, e delle conseguenze della crisi sul capitale umano e sugli investimenti.

¹ Il PIL potenziale misura il livello di attività che un sistema economico può raggiungere nel medio/lungo termine nel caso utilizzi appieno tutti i fattori di produzione disponibili, senza creare pressioni sui prezzi.

² Si veda la Nota dal CSC (2014), *Italia, PIL più basso e lento. Accelerare con le riforme*, n. 4.

Tabella B

Le recessioni hanno intaccato la crescita potenziale
(PIL potenziale, variazioni %)

	2000/ 2007	2008/ 2015	2014	2015	2016	2017
Euroarea	1,9	0,5	0,5	0,8	1,0	1,1
Germania	1,3	1,1	1,5	1,7	1,9	1,6
Spagna	3,6	0,1	-0,3	0,0	0,4	0,7
Francia	1,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,1
Italia	1,1	-0,5	-0,7	-0,3	-0,2	0,1

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

In loro assenza, l'economia italiana anche nei prossimi anni tenderà ad avanzare a ritmi molto bassi e inferiori a quelli dei partner europei, rispetto ai quali si amplierà il divario di reddito. Cosicché sarà impossibile ritrovare in tempi ragionevoli i livelli di benessere, reddito e occupazione perduti.

Indicatori in ripiegamento

Gli indicatori congiunturali qualitativi, seppure con un andamento oscillante, hanno mostrato negli ultimi mesi un ripiegamento dai valori raggiunti tra fine 2015 e inizio 2016. I livelli loro e di quelli quantitativi sono coerenti con una dinamica fiacca del PIL nei mesi estivi, mentre gli anticipatori non lasciano intravedere per i mesi autunnali alcuna accelerazione.

L'indice composito di sentimento economico delle imprese (ISTAT) è diminuito di 3,6 punti in agosto su luglio (a 99,4) quando era rimbalzato di 1,9 punti sul mese precedente. Il livello nel bimestre è inferiore a quello medio del secondo trimestre e più basso di 5 punti rispetto al picco pluriennale toccato a fine 2015. La fiducia è diminuita in tutti i comparti, in particolare nei servizi di mercato e nel commercio al dettaglio. Nelle costruzioni, invece, nonostante il calo di agosto, la fiducia nell'ultimo bimestre è su livelli superiori rispetto a quelli registrati nel secondo trimestre, per effetto di valutazioni più favorevoli sull'attività corrente e sull'occupazione.

Nel manifatturiero il calo della fiducia in agosto (-1,8 punti) è il primo dopo due marginali incrementi e il più intenso da agosto 2014. Tra le componenti, sono peggiorati i giudizi sulla produzione corrente (-3,0 punti) e sugli ordini totali (-4,0), per l'arretramento sia della domanda interna sia di quella estera. Sono migliorate le attese sugli ordini mentre sono più pessimistiche le valutazioni sull'andamento della produzione e dell'economia italiana nei prossimi mesi. Da ottobre scorso, massimo precedente, l'indice è diminuito di 4,4 punti; il livello medio nei mesi estivi è poco inferiore (-0,4 punti) a quello registrato nel secondo trimestre.

Tra i consumatori l'indice di fiducia è tornato a diminuire (-2,0 punti in agosto dopo +1,0), raggiungendo il livello più basso dallo stesso mese del 2015 (109,2). È stato trainato all'ingiù soprattutto dal peggioramento delle componenti relative al clima economico (in arretramento da cinque mesi) e al clima futuro; sono meno favorevoli anche giudizi e attese sulla situazione economica dell'Italia e della famiglia, mentre sono più positive le valutazioni sui bilanci familiari. Le crescenti tensioni geopolitiche e la crisi migratoria che ha investito l'Italia e l'Europa aumentano l'incertezza e concorrono a deprimere la fiducia delle famiglie (si veda il riquadro *L'integrazione dei migranti per ragioni umanitarie: da emergenza a opportunità*).

Il peggioramento della fiducia di famiglie e imprese nei mesi estivi, se non invertirà rapidamente la rotta, porterà ad atteggiamenti più prudenti nella gestione dei rispettivi bilanci (con conseguente aumento del risparmio) e potrà frenare gli investimenti nella seconda metà di quest'anno.

Evidenziano una tendenza meno favorevole anche le indagini qualitative condotte presso i direttori degli acquisti delle imprese (IHS-Markit). In agosto il PMI composito per l'Italia (che sintetizza la dinamica complessiva nel manifatturiero e nel terziario) segnala espansione del-

l'attività a un ritmo più lento rispetto a quello rilevato in luglio (-0,3 punti, a 51,9). Il valore dell'indice nella media del bimestre è poco inferiore rispetto a quello registrato nel secondo trimestre (52,0 da 52,3).

Il dettaglio settoriale per l'Italia indica un marcato peggioramento nel manifatturiero e una buona tenuta nei servizi (Grafico 1.2). L'indice PMI manifatturiero, in area di espansione da febbraio 2015, segnala in agosto il secondo netto calo mensile (-1,4 punti dopo -2,3 in luglio), raggiungendo il livello più basso da dicembre 2014 e attestandosi al di sotto della soglia di 50 (49,8). L'indice della componente produzione è sceso a 50,5 (da 52,8), quello

degli ordini totali è calato a 48,8 (-2,4 punti, minimo da un anno e mezzo). Tra questi ultimi, la componente interna è entrata in zona flessione; mentre quella estera indica ancora marginale espansione, seppure a un ritmo più lento rispetto a quello rilevato in luglio (indice a 50,5 da 51,1, minimo da ottobre 2014). Restano positive le valutazioni sull'andamento dell'occupazione ma la creazione di posti di lavoro si è ulteriormente indebolita rispetto al mese precedente (a 51,3 da 52,8).

Si consolida, invece, l'espansione dell'attività nei servizi: l'indice PMI terziario è salito per il terzo mese consecutivo raggiungendo 52,3 (+0,3 punti su luglio, massimo da sei mesi), trainato dai nuovi ordini, che mostrano la dinamica congiunturale più forte da febbraio (52,7); risultano meno positive le valutazioni sull'andamento occupazionale, dopo il massimo da quasi nove anni raggiunto in luglio (51,4 da 53,5); migliorano invece le attese sull'andamento futuro dell'attività.

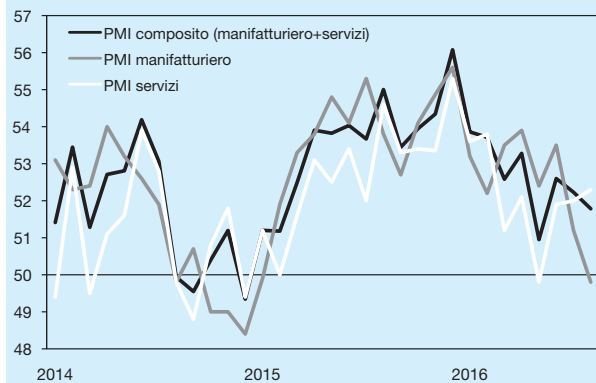
La buona performance dei servizi trova conferma nelle rilevazioni condotte da Federturismo sui flussi turistici nella stagione estiva: il numero degli arrivi (italiani e stranieri) è aumentato del 10% rispetto al 2015 (che è stato l'anno di Expo), con un deciso incremento della presenza di italiani.

È aumentato in luglio e agosto anche il trasporto merci su strada (+0,3% medio mensile).

Preannuncia una debolezza più accentuata tra fine 2016 e inizio 2017 l'anticipatore OCSE, che precorre le svolte del ciclo di due/tre trimestri: l'indice si è attestato in luglio a 100,2, in calo per il settimo mese consecutivo (-0,22% su giugno, -0,54% annuo).

Grafico 1.2

Tengono il passo i servizi, si ferma il manifatturiero
(Italia, PMI, 50=nessuna variazione congiunturale, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati IHS-Markit.

L'integrazione dei migranti per ragioni umanitarie: da emergenza a opportunità

Nel 2015 i rifugiati e richiedenti asilo in Italia erano 118mila, il doppio rispetto a quelli presenti nel 2012, ma comunque una quota ridotta (pari al 2,5%) dei 5 milioni di stranieri residenti nel Paese. Nell'immediato, però, gli immigrati per ragioni umanitarie sono un importante costo per lo Stato: la spesa pubblica per soccorso in mare, accoglienza, sanità e istruzione è stata pari a 2,6 miliardi di euro nel 2015 ed è stimata salire a 3,3 miliardi nel 2016. I benefici economici dell'immigrazione ottenibili nel medio-lungo periodo dipendono dall'integrazione degli stranieri, specialmente nel mercato del lavoro. L'inserimento occupazionale risulta tuttavia più problematico per i rifugiati che per altre tipologie di immigrati: secondo stime Banca d'Italia essi hanno ancora, a cinque anni dall'arrivo in Italia, una probabilità di impiego inferiore di 12 punti percentuali rispetto a quella di altri immigrati¹. Non solo per ragioni di equità, quindi, ma anche di efficienza economica è urgente in Italia potenziare le politiche volte all'integrazione dei rifugiati.

Il grave deterioramento del quadro geopolitico in Medio Oriente ha molto accelerato l'afflusso di migranti verso l'Europa. In Italia negli ultimi anni si è infatti registrato un marcato aumento degli arrivi via mare, pari a 170mila nel 2014 e 154mila nel 2015, da poco più di 55mila complessivamente nel biennio precedente. Gli arrivi nel 2016 sono stati finora pressoché in linea con quelli registrati nello stesso periodo dell'anno scorso e di due anni fa (124mila da gennaio all'8 settembre), ma potrebbero a fine anno superare il picco del 2014, data la chiusura della via balcanica, che passa per la Grecia, in conseguenza dell'accordo tra la Commissione europea e la Turchia. Dal 20 marzo, quando è entrato in vigore tale accordo, gli arrivi in Italia si sono intensificati: sono stati 112mila, dai 13mila dal 1° gennaio e fino al 19 marzo, e il 79,0% degli arrivi totali nei quattro paesi mediterranei di primo ingresso nell'Unione europea (Italia, Spagna, Grecia e Malta). Una quota ben al di sopra di quella registrata nei primi tre mesi del 2016 (8,6%) e nel 2015 (15,2%), l'anno del boom degli sbarchi in Grecia (857mila; Tabella A).

Tabella A

Tanti nuovi sbarchi in Italia nel 2016 dopo l'accordo con la Turchia

	Migliaia di persone					In % del totale degli arrivi				
	Italia	Grecia	Spagna	Malta	Totale	Italia	Grecia	Spagna	Malta	Totale
2014	170,1	41,0	4,3	0,6	216,1	78,7	19,0	2,0	0,3	100,0
2015	153,8	856,7	4,4	0,1	1.015,1	15,2	84,4	0,4	0,0	100,0
2016*	124,5	164,7	2,9	-	262,2	42,6	56,4	1,0	0,0	100,0
1gen-19mar 2016	13,0	137,1	0,9	-	151,0	8,6	90,8	0,6	0,0	100,0
20mar-8set 2016	111,5	27,6	2,0	-	111,1	79,0	19,5	1,4	0,0	100,0

* I dati per il 2016 conteggiano gli sbarchi avvenuti fino all'8 settembre 2016, tranne per Spagna (fino al 31 luglio 2016) e Malta (30 giugno 2016). Il 20 marzo 2016 è la data di entrata in vigore dell'accordo tra Commissione Europea e Turchia.

Fonte: elaborazioni CSC su dati UNHCR.

¹ Si veda R. M. Ballatore, A. Grompone, L. Lucci, P. Passiglia e A. Sechi, "I rifugiati e i richiedenti asilo in Italia nel confronto europeo", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione e come citato nella relazione annuale 2015.

Anche le richieste di asilo in Italia hanno registrato un netto aumento negli ultimi anni: 83.535 nel 2015, oltre tre volte quelle ricevute nel 2013; e già oltre 72mila nei primi otto mesi del 2016. Esse, tuttavia, sono ben al di sotto degli arrivi via mare: 54,3% nel 2015 e 64,6% sui dati parziali del 2016. La quota rimanente di migranti non ha avanzato la richiesta di asilo, evidentemente perché non in possesso dei requisiti per ottenere lo status di rifugiato oppure perché intenzionati a raggiungere altri paesi. D'altronde nel 2015 i primi quattro paesi dell'Unione Europea per numero di richieste di asilo ricevute appartengono tutti all'Europa continentale: la Germania (477mila), l'Ungheria (117mila), la Svezia (162mila) e l'Austria (88mila). L'Italia era al quinto posto, la Grecia al quindicesimo, con poco più di 13mila domande, pari a meno del 2% dei quasi 900mila arrivi sulle sue coste registrati quell'anno.

Con la diminuzione dei flussi attraverso la rotta balcanica, per via dell'accordo con la Turchia ma anche delle crescenti limitazioni che alcuni paesi (tra i quali proprio l'Ungheria e l'Austria) hanno posto agli attraversamenti, nei primi sette mesi del 2016 Italia e Francia sono salite rispettivamente al terzo e quarto posto nella classifica del numero di domande di asilo ricevute, dopo Germania e Svezia, mentre Ungheria e Austria sono scese al quinto e sesto posto.

A fronte del crescente afflusso di stranieri via mare l'Italia ha fortemente potenziato il sistema di accoglienza: rispetto ai 22mila di fine 2013, a inizio settembre 2016 erano 156mila gli stranieri ospitati, di cui oltre il 75% in strutture temporanee e quasi un altro 10% nei centri di prima accoglienza. Solo poco più del 14% sono attualmente accolti nelle strutture del Sistema di Protezione per Richiedenti Asilo e Rifugiati (SPRAR), finalizzate alla seconda accoglienza, dove, oltre a essere garantiti servizi minimi materiali, sono previsti percorsi di integrazione (*in primis* linguistica).

Le spese sostenute dall'Italia per far fronte all'emergenza migranti si sono impennate negli ultimi anni: 3,3 miliardi di euro previsti dal DEF per il 2016 a copertura di interventi di soccorso in mare, accoglienza, sanità e istruzione; 600 milioni in più rispetto al 2015 e ben 3,4 volte la spesa media sostenuta nel triennio 2011-2013. Per questo la flessibilità di bilancio accordata dall'Unione Europea limitatamente all'incremento della spesa da un anno all'altro non è sufficiente per paesi come l'Italia che hanno registrato crescenti afflussi migratori in tutti gli ultimi anni.

A fronte dei costi di breve periodo, gli effetti di medio/lungo termine della presenza dei rifugiati, così come di ogni altra tipologia di immigrati, dipendono dal grado di integrazione (specialmente sul mercato del lavoro) che l'Italia saprà offrire ai richiedenti asilo: una maggiore integrazione produce maggiori benefici. D'altronde in Italia, dove la popolazione straniera ha una partecipazione attiva al mercato del lavoro più elevata di quella degli autoctoni, il contributo dell'immigrazione su crescita e conti pubblici è complessivamente positivo, e di molto².

² Si veda l'approfondimento "Immigrati: da emergenza a opportunità. Dimensione, effetti economici, politiche" in CSC, *Scenari economici* n. 26, giugno 2016.

Molteplici sono i fattori che influenzano l'inserimento al lavoro dei richiedenti asilo, primo fra tutti l'apprendimento della lingua. L'Italia è tra i paesi che prevede la possibilità di poter accedere a corsi di lingua (sia elementari sia per il perfezionamento di lungo periodo), oltre a corsi di educazione civica, ma il fatto che l'accoglienza sia concentrata in strutture temporanee complica il processo di fornitura dei servizi. Manca, invece, un meccanismo per la valutazione delle capacità professionali dei richiedenti asilo e ciò rende difficoltoso l'inquadramento in posizioni lavorative che richiedono qualifiche specifiche. A ciò si unisce la carenza di servizi per favorire l'inserimento e lo sviluppo professionale, come ad esempio l'assistenza all'infanzia, la possibilità di frequentare corsi serali e il rimborso dei trasporti, tutti servizi già introdotti in Germania³.

L'emergenza umanitaria, con un afflusso senza precedenti di richiedenti asilo, rende urgente per l'Italia mettere a punto politiche efficaci volte a facilitarne l'integrazione sociale e sul mercato del lavoro. Serve anche una revisione delle politiche di protezione internazionale a livello europeo, non solo per la distribuzione dei richiedenti asilo tra i paesi membri ma anche per il controllo dei flussi in arrivo.

Con il piano di azione presentato lo scorso giugno la Commissione europea è intenzionata ad avviare in alcuni paesi africani progetti di assistenza e sviluppo economico diretti a favorire la crescita economica, a patto che questi paesi controllino i flussi di popolazione in uscita e reprimano il traffico illegale dei migranti. Il piano della Commissione presenta molti punti di contatto con la proposta di *Migration compact* elaborata dal Governo italiano. Quest'ultima ha il pregio di prevedere risorse certe, suggerendo di finanziare i progetti di sviluppo e assistenza economica nei paesi interessati anche con l'emissione di obbligazioni europee.

³ Si veda il rapporto OCSE 2016, *Making integration work: refugees and others in need of protection*.

Su i consumi... Nello scenario CSC la domanda finale interna (al netto delle scorte) farà da traino alla crescita nel biennio di previsione, contribuendo quest'anno per l'1,0% e il prossimo per lo 0,5%; il contributo della domanda estera netta, invece, sarà negativo di 2 decimi nel 2016 e nullo nel 2017.

Secondo il CSC la spesa delle famiglie aumenterà dell'1,2% nel 2016 e dello 0,7% nel 2017. Gran parte della variazione prevista per quest'anno è già acquisita al secondo trimestre (+1,0%).

I consumi delle famiglie sono in crescita quasi ininterrotta (unica eccezione: -0,1% congiunturale a inizio 2015) dall'estate del 2013. Da allora sono aumentati del 2,8%, recuperando nemmeno un terzo della caduta registrata nel corso della seconda recessione (-7,1% in due anni dal secondo trimestre del 2011). Gli acquisti di beni non durevoli (che pesano per il 30% del totale) hanno mostrato gli incrementi più sostenuti durante il recupero (+14,8%); quelli in servizi (che contano per circa la metà del totale) sono cresciuti del 2,3%.

Nel secondo trimestre del 2016 l'incremento della spesa è sceso al +0,1% congiunturale, dopo il +0,4% nel precedente, frenato dal calo degli acquisti di beni non durevoli e dal forte rallentamento della spesa in servizi. Nei successivi trimestri è previsto rimanere debole.

Gli indicatori congiunturali quantitativi disponibili per il terzo trimestre confermano che è in corso un indebolimento della dinamica dei consumi delle famiglie, guidata dal calo della fiducia e da una maggiore prudenza nella gestione dei bilanci famigliari. Le immatricolazioni di auto in Italia sono cresciute in agosto del 2,5% congiunturale, dopo il -1,7% registrato in luglio (stime CSC). La variazione acquisita nel terzo trimestre 2016 è di -1,6% (da +0,6% nel secondo); si tratta del primo calo trimestrale da fine 2013. Tale andamento è coerente con le intenzioni di acquisto di autovetture rilevate dall'ISTAT; le quali dicono che il recupero in atto dal 2014 si va esaurendo. In luglio l'indicatore ICC (Confcommercio) in volume è cresciuto dello 0,2% (dopo il -0,1% in giugno) e gli acquisti di carburante per autotrazione del 7,0% su giugno. I giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo, che anticipano di un trimestre l'andamento della spesa delle famiglie, sono in lieve peggioramento nei mesi estivi (-17 nel bimestre luglio-agosto da -16 nel secondo trimestre e -14 nel primo) e preannunciano un rallentamento nell'ultimo quarto dell'anno.

L'aumento dei consumi nel biennio di previsione sarà sostenuto dall'incremento del reddito disponibile delle famiglie (+2,3% in termini reali nel 2016 e +0,8% nel 2017).

Un freno sarà costituito dalla ricostituzione di più alti livelli di risparmio a scopo precauzionale. La propensione al risparmio delle famiglie ha raggiunto l'8,8% nel primo trimestre di quest'anno (dall'8,0% nel quarto 2015), in risalita dal 6,5% nel secondo 2012 (minimo storico), colmando solo parzialmente il gap che si era accumulato rispetto alla media pre-crisi (12,0% tra 2000-2007).

...e gli investimenti Il CSC prevede che gli investimenti, che sono la componente più ciclica della domanda interna, quest'anno aumentino dell'1,8%, in accelerazione dal +0,8% nel 2015, e nel 2017 dell'1,3%. Il principale sostegno verrà dalla spesa in macchinari e mezzi di trasporto (+2,9% quest'anno e +2,0% il prossimo); anche quella in costruzioni è prevista crescere dopo otto anni consecutivi di arretramento (-36,1% cumulato): +0,7% nel 2016 e +0,6% nel 2017. Quest'ultima è guidata dagli interventi di riqualificazione del patrimonio abitativo (che contano per oltre un terzo del totale), favoriti dagli incentivi fiscali per le ristrutturazioni edilizie e per l'efficientamento energetico previsti dalla Legge di stabilità per il 2016. Questa misura dovrebbe essere confermata anche per il 2017 e continuerà a offrire un contributo importante all'ulteriore recupero previsto. Un sostegno al settore edilizio verrà anche dall'incremento delle risorse per le infrastrutture disposto dal Governo e dal superamento del Patto di stabilità interno che era uno degli ostacoli principali alla realizzazione degli investimenti da parte degli enti locali.

D'altro canto, però, il calo dei permessi di costruire, che è iniziato nel 2006 ed è proseguito fino al 2015 (quando ha toccato i livelli più bassi di sempre, escludendo gli anni della Seconda guerra mondiale), tende a frenare il settore. Così come il passaggio al nuovo codice degli appalti pubblici che, secondo l'ANCE, ha portato a una caduta molto rilevante degli appalti.

La dinamica trimestrale degli investimenti è stata positiva tra inizio 2015 (+0,8%) e inizio 2016 (+0,8%). Nel secondo trimestre del 2016, però, si è avuto un calo dello 0,3% interamente ascrivibile all'arretramento degli investimenti in macchinari (-0,8% da +0,8% nel primo), essendo rimasti invariati quelli in costruzioni e aumentati dell'1,4% quelli in mezzi di trasporto. Secondo le valutazioni dei produttori di beni di investimento, gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto nella seconda parte dell'anno dovrebbero rimanere fiacchi: il saldo dei giudizi sugli ordini interni, un buon indicatore anticipatore della dinamica degli investimenti,

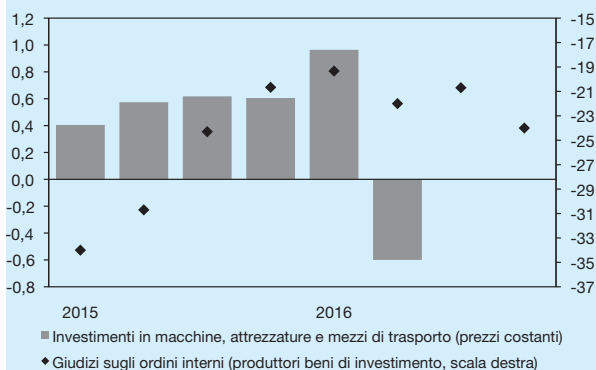
è calato a -24,0 in luglio-agosto da -20,7 nel secondo trimestre e -22,0 nel primo (Grafico 1.3). Dall'indagine trimestrale Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, condotta in giugno, emerge che le attese a tre mesi sulle condizioni economiche in cui operano le imprese sono lievemente peggiorate.

Il più basso costo del credito e gli incentivi fiscali per l'acquisto di macchinari potrebbero contribuire a sostenere i piani di investimento delle imprese nei prossimi trimestri. Il basso grado di utilizzo degli impianti, la redditività intorno ai minimi e l'incertezza, politica e non, tendono invece a far rinviare i piani delle imprese.

Produzione industriale ferma La dinamica dell'attività industriale in Italia è tornata positiva nel quarto trimestre del 2014 e, dopo una momentanea pausa a fine 2015, è salita nel primo trimestre 2016 (+0,4%). Nel secondo ha registrato un nuovo calo (-0,4%). In luglio, secondo il CSC, si è avuto un incremento dello 0,6% (da -0,5% in giugno) che ha portato la variazione acquisita per il terzo trimestre a +0,1%. In altri termini, il profilo è piatto sui valori di fine 2015. Le valutazioni degli operatori manifatturieri per i prossimi mesi sono caute sia nell'indagine ISTAT sulla fiducia e sia in quella IHS-Markit PMI e con il proseguimento della stagnazione anche nei mesi autunnali (Grafico 1.4).

Grafico 1.3

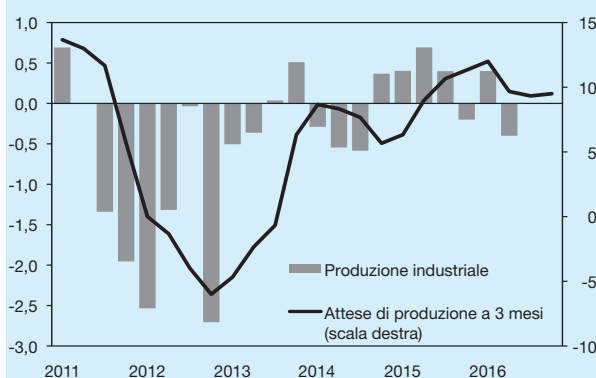
Gli ordini indicano una tenuta degli investimenti (Italia, variazioni % e saldi, dati trimestrali destagionalizzati)



Ordini spostati avanti di un periodo; 3° trimestre 2016: luglio-agosto.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.4

Le attese di produzione indicano frenata (Italia, var. % congiunturali e saldi delle risposte, dati trimestrali destagionalizzati)



Le attese sono spostate avanti di un periodo. 3° trimestre 2016: media luglio-agosto.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

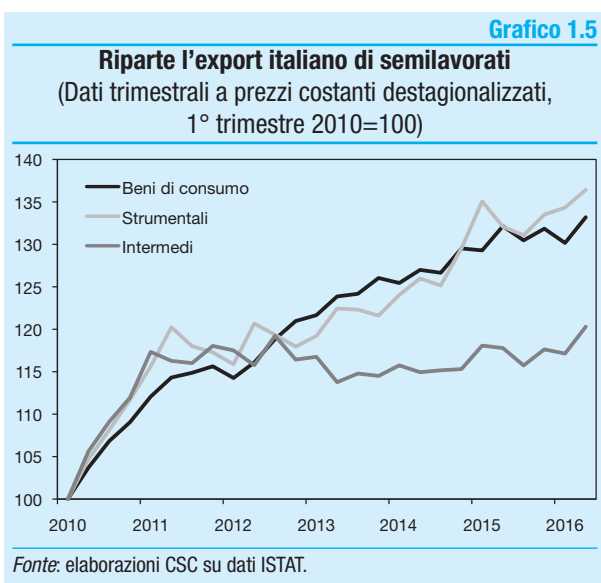
L'attività nelle costruzioni ha registrato un calo nei primi tre mesi di quest'anno (-0,9%), dopo un rimbalzo a fine 2015 (+1,2%); il robusto incremento di attività che si è registrato in aprile (+2,2%) è stato più che annullato dalla caduta di maggio (-3,6%) che ha portato a -0,5% la variazione trimestrale acquisita. La fiducia degli imprenditori edili rimane, nel bimestre luglio-agosto, sopra i valori del secondo trimestre. Ciò potrebbe riflettere un nuovo recupero dell'attività nei mesi estivi.

Scambi con l'estero in crescita Nello scenario del CSC le esportazioni di beni e servizi aumenteranno, a prezzi costanti, dell'1,4% nel 2016 e del 2,5% nel 2017 (dopo il +4,3% nel 2015). Le importazioni cresceranno del 2,4% quest'anno e del 2,9% il prossimo (+6,0% nel 2015). Di conseguenza, l'export netto fornirà un contributo negativo al PIL nel 2016, pari a -0,2 punti percentuali, e nullo nel 2017 (dopo -0,3 punti nel 2015).

Gli acquisti dall'estero di beni e servizi, dopo un leggero calo nel primo trimestre del 2016 (-0,3% sul quarto 2015), hanno registrato un robusto aumento nel secondo (+1,5%). Nello scenario previsivo cresceranno a un ritmo moderato, sostenuti dalla dinamica positiva delle esportazioni (che incorporano beni e servizi importati) ma frenati dalla debolezza della domanda interna, soprattutto di investimenti (importanti attivatori degli scambi con l'estero). Nel 2017 il livello delle importazioni sarà, comunque, ancora inferiore dell'1,8% rispetto al massimo raggiunto nel 2007; quello delle esportazioni sarà, invece, superiore del 7,5%.

Le vendite all'estero di beni e servizi sono rimbalzate dell'1,9% nel secondo trimestre del 2016 sul primo, quando erano diminuite dell'1,2%. L'export di servizi (che rappresenta meno del 18% del totale) ha registrato, al contrario, un aumento nel primo trimestre e un calo nel secondo, con una riduzione nel settore dei trasporti. È atteso risalire nella seconda metà dell'anno, anche grazie al buon andamento della stagione turistica estiva. Le vendite all'estero di merci, invece, sono cresciute nel secondo trimestre in tutte le tipologie di beni, a eccezione di quelli energetici (che ne rappresentano appena il 3%): +2,7% i semilavorati, +2,3% i beni di consumo e +1,6% quelli di investimento (Grafico 1.5).

Nella scomposizione per mercati di destinazione, le esportazioni di beni e servizi sono cresciute nel secondo trimestre sia nei paesi dell'Area euro (+2,1%, dopo -0,7% nel primo) sia in quelli extra-Area (+1,8%, dopo -1,5%). Come già avvenuto negli ultimi cinque anni (a eccezione del 2013), la performance dell'export italiano nella prima metà dell'anno in corso è stata migliore di quella della domanda potenziale, cioè delle importazioni nei mercati di destinazione, a te-



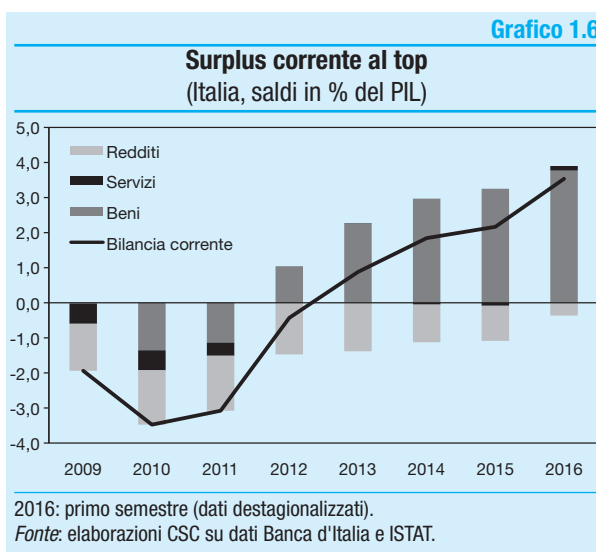
stimonianza della capacità delle imprese italiane di sfruttare le opportunità nei paesi esteri. In particolare, la domanda potenziale italiana all'interno dell'Area euro è scesa dell'1,8% nel secondo trimestre (dopo +1,8% nel primo; stime CSC) e continuerà a essere frenata dalla bassa crescita delle economie europee; quella extra-Area è diminuita dello 0,7% (dopo -0,3%), a causa soprattutto delle minori importazioni dei paesi emergenti, ed è attesa ripartire a bassi ritmi, grazie alla moderata accelerazione degli Stati Uniti e dei nuovi mercati. Nel complesso, quindi, l'export italiano sarà sostenuto, nello scenario previsivo, da un modesto miglioramento della domanda potenziale. Verrà meno, invece, la spinta positiva offerta dalla svalutazione dell'euro: il tasso di cambio effettivo italiano, infatti, dopo essere sceso del 3,7% in media nel 2015 (stime CSC), è risalito del 2,2% nella prima metà del 2016 ed è rimasto sostanzialmente stabile dopo la Brexit (attestandosi a settembre sullo stesso livello della settimana precedente il voto del 23 giugno), per effetto combinato dell'apprezzamento verso la sterlina e del marginale deprezzamento nei confronti del dollaro.

Le prospettive per la fine dell'estate e l'inizio dell'autunno sono deboli, secondo gli indicatori qualitativi degli ordini esteri nel settore manifatturiero: in agosto il saldo dei giudizi delle imprese (ISTAT) è diminuito di 4 punti, tornando sui bassi livelli di maggio, e la componente PMI (Markit) è scesa a 50,5, poco sopra la soglia neutrale di 50 (minimo da ottobre 2014).

Le ragioni di scambio di beni e servizi italiani sono state fortemente favorite, nel 2015 e nel primo quarto del 2016, dalla caduta delle quotazioni del petrolio e delle altre commodity, che risaliranno molto gradualmente nello scenario del CSC. Di conseguenza, dopo il +2,3% nel 2015, le ragioni di scambio registreranno un altro forte aumento nel 2016 (+2,6%), sostenendo il valore delle esportazioni nette, e una correzione all'ingiù nel 2017 (-0,6%).

Surplus corrente ai massimi Il saldo della bilancia commerciale, grazie anche al miglioramento delle ragioni di scambio, ha registrato attivi pari al 3,2% del PIL nel 2015 e al 3,8% nel primo semestre del 2016 (dati destagionalizzati, Banca d'Italia), livelli massimi dal 1996. La caduta delle quotazioni petrolifere, in particolare, ha permesso il contenimento del deficit energetico dal 3,6% del PIL nel primo trimestre del 2013 all'1,5% nel secondo dell'anno in corso. Nello scenario del CSC, con la lenta salita dei prezzi delle commodity, il surplus commerciale si attesterà al 3,5% del PIL nel 2016 e al 3,3% nel 2017 (Grafico 1.6).

Il saldo dell'interscambio di servizi, pari a -0,1% del PIL nel 2015, è risultato marginalmente positivo nella prima metà del 2016 (+0,1%), grazie anche al maggiore surplus della voce "viaggi", ed è atteso



stabilizzarsi su questi livelli. È aumentato sensibilmente, inoltre, il saldo dei redditi primari (da lavoro e da capitale), pari al +0,6% del PIL nel primo semestre dell'anno (-0,1% nel 2015), grazie al miglioramento delle voci relative al pagamento di interessi e dividendi da attività finanziarie e investimenti diretti; è rimasto stabile al -0,9% del PIL quello dei redditi secondari (trasferimenti). Di conseguenza, il surplus delle partite correnti, pari al 2,2% nel 2015, ha registrato un picco pari al 3,5% del PIL nella prima parte dell'anno. Nello scenario CSC, si attesterà al 2,6% nel 2016 e al 2,4% nel 2017.

Alla fine del primo trimestre del 2016 la posizione patrimoniale netta verso l'estero era pari a -23,5% del PIL, in miglioramento di mezzo punto percentuale rispetto alla fine del 2015, grazie sia all'avanzo di parte corrente sia ad aggiustamenti positivi di valutazione (anche per il calo dei corsi azionari, che ha ridotto il valore delle attività finanziarie nazionali detenute dai non residenti). Inoltre, la revisione delle serie storiche, per incorporare le attività all'estero dei residenti regolarizzate con la procedura di collaborazione volontaria (*voluntary disclosure*), ha comportato una riduzione del saldo debitorio pari a poco meno di 3 punti di PIL.

Credito alle imprese ancora scarso L'andamento del credito bancario erogato alle imprese italiane, ancora molto debole, viene sostenuto dalle misure espansive della BCE (*Quantitative Easing* rafforzato, tassi negativi, prestiti T-LTRO 2), che accrescono per gli istituti l'incentivo a erogare prestiti, ne abbassano il costo della raccolta e ne migliorano i bilanci attraverso l'aumento dei prezzi dei titoli in portafoglio. L'ombrello protettivo BCE, inoltre, ha attutito l'impatto immediato della Brexit sui rendimenti sovrani in Italia, che sono ora inferiori ai valori di giugno.

Tuttavia, altre forze agiscono in direzione opposta. Le quotazioni azionarie bancarie molto ridotte (-45% da inizio anno in Italia) e i timori di nuove difficoltà dell'economia, anche dovute alle ricadute della Brexit, rischiano di accrescere la prudenza degli istituti. Inoltre, sebbene gli *stress test* EBA-BCE di luglio abbiano confermato la solidità del sistema bancario italiano in aggregato, restano problemi importanti: la scarsa qualità del credito e la bassa redditività; la stretta regolatoria che crea incertezza e accresce l'avversione al rischio degli istituti; singoli casi di fragilità che alimentano timori e prudenza (si veda il riquadro *Non basta l'ok dagli stress test per la ripartenza del credito*). Tutto ciò sta frenando l'erogazione di credito. E anche quando ci sarà una ripartenza dei prestiti, nei prossimi anni l'incremento sarà molto lento e graduale.

I prestiti erogati alle imprese italiane sono di nuovo diminuiti a luglio (-0,4%), dopo il calo di giugno (-0,2%), erodendo la crescita dei due mesi precedenti (+0,2% al mese in aprile-maggio, dati destagionalizzati CSC). Non ci sono segnali di inversione di tendenza. Nei primi sette mesi dell'anno si registra un -0,2% medio al mese, un ritmo superiore a quello del 2015 (-0,1%). Lo stock di prestiti è del 15,4% inferiore al picco del settembre 2011 (-142 miliardi di euro).

La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti continua a scendere: 7,5% a giugno, da 8,4% a marzo (picco al 16,6% nell'estate 2013; indagine ISTAT). Resta, tuttavia, sopra i valori passati: era al 5,7% nella seconda metà del 2010. Questi dati inoltre non includono la quota di aziende che non hanno fatto nemmeno richiesta, scoraggiate da precedenti rifiuti.

La disponibilità di liquidità in azienda, rispetto alle esigenze operative, si è stabilizzata negli ultimi mesi sui valori pre-crisi: saldo a 33 in agosto nel manifatturiero (con un picco a 35 a feb-

braio), da 11 a inizio 2013 (32 in media nel 2007; indagine ISTAT). Inoltre, le attese sulla liquidità delle imprese industriali e dei servizi sono positive (+8,8 per il 3° trimestre il saldo delle risposte tra chi la prevede abbondante e chi la giudica insufficiente, da +9,0 nel 2°; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni le attese sulla liquidità continuano a migliorare, anche se restano negative (-18,5 il saldo nel 3° trimestre, da -32,9 a fine 2015).

I dati qualitativi raccolti presso le banche indicano che la stretta sull'offerta di credito alle imprese è stata ulteriormente allentata, tuttavia di poco, nel secondo trimestre 2016, facendo seguito ai miglioramenti in corso da fine 2014 (*Bank lending survey*; Grafico 1.7). Le banche hanno continuato a ridurre il margine di interesse medio sui prestiti, la richiesta di garanzie, i criteri sull'ammontare del prestito e sulle scadenze. Tuttavia, il forte inasprimento del 2011-2013, che si è sommato a quello del 2007-2009, continua a frenare le erogazioni.

L'allentamento nei criteri di offerta è spiegato dalle banche, da inizio 2016, 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 la loro posizione patrimoniale, la disponibilità di liquidità, la raccolta sui mercati.

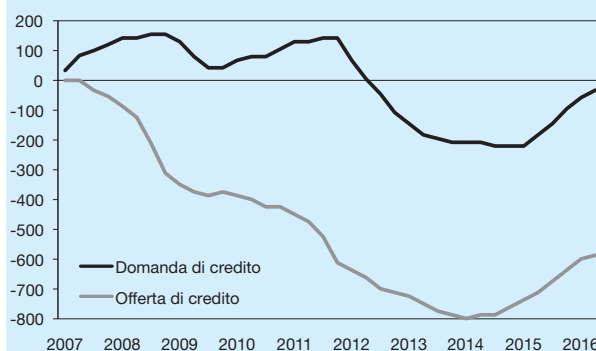
La domanda di credito delle imprese italiane è aumentata ancora nel secondo trimestre 2016, a un ritmo poco inferiore a quello del primo. Il recupero è partito dal secondo trimestre 2015, favorito dal minor costo del credito. Si è arrestato, però, nel secondo trimestre l'aumento delle richieste per il finanziamento di investimenti fissi. È proseguito invece l'incremento della domanda per finanziare scorte e capitale circolante, fusioni / acquisizioni e per la rinegoziazione del debito. L'indicatore cumulato delle condizioni di domanda di fondi è ormai vicino ai livelli del 2007, anche se resta sotto i valori del 2011.

L'indagine presso le imprese industriali e dei servizi conferma il lento e costante miglioramento delle condizioni di accesso al credito: +5,1 il saldo delle risposte nel secondo trimestre 2016 (+3,7 nel primo; Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Nelle costruzioni, invece, prosegue il peggioramento delle condizioni creditizie, sebbene con minore intensità (-6,9 il saldo, dopo -7,6).

Lo stock di sofferenze accumulate nei bilanci delle banche italiane è rimasto fermo a luglio, dopo tre mesi di aumenti tra marzo e maggio (141 miliardi sul credito alle imprese, pari al 18,4% dei prestiti, 142 a maggio; picco a 144 miliardi a gennaio). Rispetto agli ultimi mesi del 2015, il profilo delle sofferenze mostra un sostanziale appiattimento. Uno sviluppo favorito dagli interventi va-

Grafico 1.7

Credito: si riallarga la forbice tra offerta e domanda
(Italia, imprese, indici cumulati 4° trimestre 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche*)



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

rati 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 (GACS), la creazione del Fondo Atlante. Il mercato della cessione di sofferenze va però 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 è ripartita negli ultimi mesi: a luglio 1,7% in media sui nuovi prestiti, da 1,9% in aprile (3,5% nel febbraio 2014). Le aziende più piccole pagavano il 2,4% a luglio (dal 4,4% a inizio 2014), le maggiori l'1,3% (dal 2,8%). Il costo del denaro è sceso ai minimi storici 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 sono tornati sotto i valori del 2010, ma restano maggiori di quelli pre-crisi.

Non basta l'ok dagli *stress test* per la ripartenza del credito in Italia

Che succederà al credito dopo gli *stress test* estivi, incentrati sui *ratio* di capitale e superati da quasi tutte le banche europee? In Italia e altri paesi tale esito positivo rischia di non essere decisivo per la ripartenza dei prestiti, come già accadde nel 2014, perché l'incertezza anche regolatoria rimane alta. Le banche devono affrontare molti problemi irrisolti, alcuni preesistenti la crisi, altri generati da questa: alte sofferenze (specie in Italia), bassa qualità di ulteriori asset, bassa redditività. A ciò si somma la stretta regolatoria, in parte già attuata in parte allo studio, che tra l'altro riduce l'efficacia dell'espansione monetaria BCE, principale *driver* per una risalita del credito. E, da ultimo, c'è l'effetto depressivo della Brexit sulle già deboli quotazioni azionarie degli istituti e sulle loro aspettative riguardo allo scenario economico, in precedenza già fiacco. In alcuni dei principali paesi dell'Eurozona la dinamica dei prestiti alle imprese è tornata positiva, ma in Italia l'inversione di rotta non si è ancora concretizzata.

I risultati degli *stress test* del luglio 2016 indicano, come peraltro atteso da vari

Tabella A

Le banche italiane reggono l'urto dello *stress test* (Common Equity Tier 1 ratio, valori %)

	Effettivo (anno di partenza) 31-12-15	Scenario avverso 31-12-18	Impatto
Svezia (3)	18,9	16,5	-2,3
Finlandia (1)	19,5	14,9	-4,6
Norvegia (1)	14,3	14,3	0,0
Danimarca (3)	16,9	14,1	-2,8
Polonia (1)	13,3	11,4	-1,8
Belgio (2)	15,4	11,3	-4,1
Francia (6)	12,6	9,7	-2,9
Germania (9)	14,8	9,5	-5,4
Ungheria (1)	13,4	9,2	-4,2
Paesi Bassi (4)	13,8	9,0	-4,8
Spagna (6)	12,5	8,6	-3,9
Regno Unito (4)	12,5	8,5	-4,0
Italia (5)	11,7	7,7	-4,1
Irlanda (2)	14,6	7,5	-7,1
Austria (2)	11,6	7,3	-4,2
Totale UE	13,2	9,4	-3,8

In parentesi: numero di banche per paese.

Memo: soglia minima in Basilea 3 = 4,5% (7,0% inclusi i *buffer*).

Dati ordinati per valori 2018.

Fonte: elaborazioni CSC su dati EBA, BCE.

analisti, che i maggiori istituti italiani, in aggregato, hanno livelli sufficienti di patrimonio anche in uno scenario avverso (-5,9% il PIL in tre anni). Le prime cinque banche italiane subiscono in tale contesto un impatto pari a -4,1 punti percentuali di CET1 *ratio*, poco peggio del -3,8 medio nella UE, ma meglio del -5,4 in Germania (Tabella A). Partendo da una dotazione di capitale tra le più basse, il *ratio* in Italia scenderebbe al 7,7%, sotto la media UE (9,4%) e il livello tedesco (9,5%). Non è stata definita una soglia inferiore, ma tali valori sono tutti molto superiori al minimo previsto da Basilea 3 (4,5%, 7,0% se si include il *buffer*) e anche alla soglia di riferimento utilizzata nell'esercizio di stress del 2014 (5,5%).

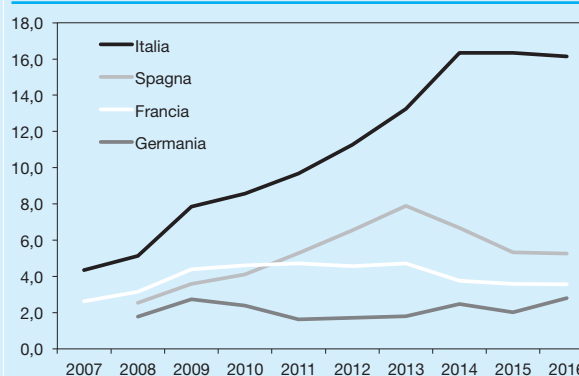
Passato positivamente lo *stress test*, per le banche italiane e di vari paesi europei rimane una serie di difficoltà che continuano a frenare il credito.

Primo, il problema principale del sistema bancario italiano è la bassa qualità del credito, dovuta alla doppia profonda recessione sofferta dal Paese¹. L'incidenza delle sofferenze (NPLs) sul totale dei finanziamenti era pari al 16,1% a inizio 2016, contro il 5,3% in Spagna, il 3,6% in Francia e il 2,8% in Germania (Grafico A). A luglio le sofferenze delle banche italiane erano pari a 198 miliardi, da un picco di 202 in gennaio. Negli ultimi mesi si registra, dunque, qualche segnale di miglioramento e lo stock ha quantomeno smesso di crescere, pur senza mostrare una chiara inversione di rotta.

Secondo, una questione comune alle banche europee e preesistente alla crisi è la bassa redditività. In alcuni paesi negli ultimi anni è calata ulteriormente, in altri è in risalita. Il margine di interesse degli isti-

Grafico A

In Italia la peggiore qualità del credito (Non performing loan lordi, in % totale finanziamenti)

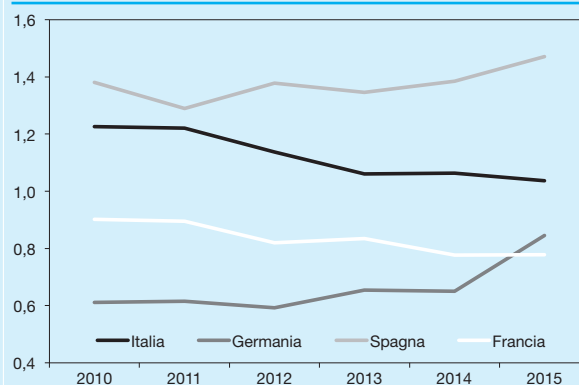


2016: 1° trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Grafico B

Redditività in calo in Italia, su in Spagna (Banche, margine di interesse, in % dell'attivo totale)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

¹ Si veda al riguardo A. Notarpietro e L. Rodano (2016), *The evolution of bad debts in Italy during the global financial crisis and the sovereign debt crisis: a counterfactual analysis*, Questioni di Economia e Finanza, n. 350, Banca d'Italia, dove si stima che in assenza delle due recessioni le sofferenze sui prestiti alle imprese sarebbero state pari a 52 miliardi a fine 2015 rispetto ai 143 effettivi (-91 miliardi).

tuti italiani si è ridotto all'1,0% dell'attivo nel 2015, dall'1,2% nel 2010 (Grafico B). Gli istituti spagnoli, invece, hanno una redditività in aumento (1,5%, da 1,3%), come quelli tedeschi, sebbene su valori più bassi (0,8%, da 0,6%). La bassa redditività limita la generazione interna di nuove risorse (e rende più difficile realizzare aumenti di capitale) per rimpinguare il patrimonio, minacciato dal rischio di registrare a bilancio ulteriori perdite su crediti.

Terzo, alcune nuove regole UE per le banche, già adottate negli ultimi anni o in discussione, creano incertezza e possono essere controproducenti per l'erogazione di credito. Il *bail-in*, già in vigore, aumenta i costi per i contribuenti rispetto ai tradizionali salvataggi bancari. Limiti all'acquisto di titoli pubblici domestici, su cui si sta lavorando, farebbero salire il costo del credito e allargherebbero i divari nella UE². Le richieste regolamentari e di vigilanza (SREP) sono sempre più stringenti; ulteriori misure restrittive sono in discussione a livello globale. La stretta regolatoria sulle banche riduce molto l'efficacia dell'espansione monetaria messa in campo dalla BCE, con il taglio dei tassi sotto zero e il *Quantitative Easing*, come più volte affermato anche dal suo Presidente, Mario Draghi.

Infine, i dati aggregati possono nascondere condizioni di debolezza di singoli istituti. La varianza delle situazioni, anche in Italia, è tale che la media dice poco sui casi specifici, tanto più se questi hanno dimensioni contenute. Un elemento rivelatore delle difficoltà di alcune banche minori è dato dal fatto che negli ultimi anni i depositi di famiglie e imprese tendono a concentrarsi verso le banche medie, giudicate più solide, sebbene non si registri un vero e proprio deflusso dalle piccole banche. Le statistiche Banca d'Italia a inizio 2016 mostrano che nei precedenti dodici mesi i depositi presso le banche italiane sono cresciuti molto (+48,6 miliardi, +3,6%), in buona misura sostituendo altre forme di raccolta (bond). La gran parte di tale aumento ha riguardato le banche medie (+23,1 miliardi, +10,7%) e le grandi (+20,3 miliardi, +2,3%), per le quali ultime però la quota sul totale scende. Una porzione modesta dell'incremento è andata alle banche piccole (+3,9 miliardi, +2,2%) e minori (+1,3 miliardi, +1,3%), che raccoglievano nel 2015 oltre il 20% dei depositi. Queste cifre si riferiscono comunque a gruppi di banche e possono celare anch'esse situazioni specifiche di deflussi di depositi da singoli istituti.

Tutte queste ragioni sono fondamentali per spiegare perché in Italia i prestiti alle imprese restino in calo (-2,8% annuo a luglio), rappresentando così uno dei principali freni al recupero dell'economia. Il credito aumenta, invece, sia in Germania (+1,7% annuo) sia in Francia (+5,1%), accompagnando la risalita dell'attività. Un caso diverso è quello della Spagna, dove il credito cala (-5,1%) ma l'attività cresce in misura marcata, grazie a un robusto autofinanziamento³.

² Si veda L. Paolazzi e C. Rapacciuolo (2016), *Le nuove regole sulle banche aumentano i rischi per l'economia e frenano la crescita in Italia*, Nota dal CSC, n. 16-01.

³ Si veda CSC (2016), "In Italia risalita dell'economia senza credito, durerà?", *Scenari economici* n. 26, pag. 26.

Queste significative differenze nell'andamento del credito, pur in presenza di vigilanza e regole bancarie comuni nell'Eurozona, riflettono le diverse strutture di partenza dei vari sistemi bancari (che anche perciò restano, nonostante tutto, nazionali) e contribuiscono alle divergenti performance delle economie.

Per veder ripartire, insieme all'attività economica, il credito anche in Italia, occorre conseguire risultati significativi nello smaltimento delle sofferenze (grazie anche a GACS e Fondo Atlante) e progressi importanti sul fronte della redditività bancaria (con il contenimento dei costi operativi) oltre che spazzare via le nubi sul fronte regolatorio.

Prestiti alle famiglie in stallo Il profilo dei prestiti erogati alle famiglie italiane si è quasi appiattito nei primi sette mesi del 2016 (+0,1% in media al mese), dopo il buon recupero del 2015 (+0,2% medio al mese; dati destagionalizzati CSC). Il credito alle famiglie, quindi, sta sostenendo poco i consumi e l'attività nel settore residenziale, dopo averlo fatto con più forza lo scorso anno. In precedenza, si era avuto un lungo e lento calo, durato tre anni (-0,1% al mese nel 2012-2014). Lo stock di prestiti, comunque, è poco sopra i livelli precedenti al più recente *credit crunch* (+0,2% a luglio rispetto a inizio 2012).

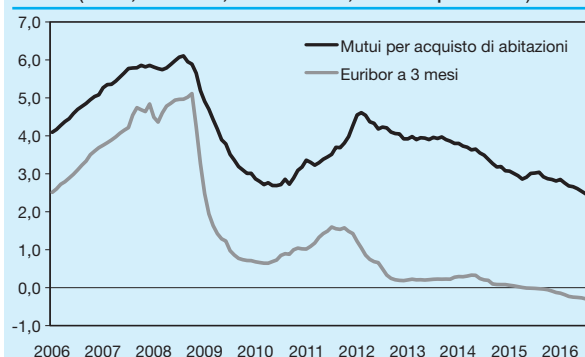
Lo stallo dei prestiti alle famiglie nei primi sei mesi del 2016 riflette un'offerta ancora stretta. Per i mutui, le banche indicano che i criteri sono stati ulteriormente allentati nel secondo trimestre 2016 e con un'intensità maggiore che nel trimestre precedente. La restrizione attuata tra 2008 e 2013, tuttavia, non è stata ancora interamente annullata. Anche per il credito al consumo l'allentamento dei criteri di offerta è proseguito, ma è finora di intensità minore ed è partito più tardi, perciò le condizioni risultano ancora molto stringenti (indagine Banca d'Italia).

Gli istituti segnalano che nel secondo trimestre 2016 hanno ridotto ancora i margini di interesse per la media dei prestiti, ma non per quelli giudicati più rischiosi. Per i mutui hanno diminuito, di poco, anche la richiesta di garanzie. Le altre condizioni (scadenze, volumi) sono rimaste invariate. Le banche indicano come fattori che giocano a favore delle erogazioni una maggiore concorrenza fra istituti, la percezione di un miglior andamento dell'economia, una loro maggiore tolleranza del rischio. Per il credito al consumo, anche minori costi di raccolta e vincoli di bilancio.

Nel secondo trimestre 2016 è proseguita con minor forza la risalita dell'indicatore cumulato di domanda di mutui, ormai tornato ai livelli pre-crisi del 2007. Come nei trimestri precedenti, le banche indicano che tale andamento è stato favorito dalle migliori attese delle famiglie sul mercato

Grafico 1.8

Per le famiglie tassi ai minimi, margini ancora alti
(Italia, valori %, dati mensili, nuove operazioni)



Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

immobiliare, dall'aumento della fiducia, dalla rinegoziazione di vecchi contratti, dai minori costi. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale), infatti, è gradualmente sceso al minimo di 2,4% a luglio, dal 3,0% nell'agosto 2015 (era al 4,0% nel settembre 2013; Grafico 1.8).

Secondo i dati qualitativi, anche la domanda di credito al consumo ha continuato a risalire nel secondo trimestre 2016, ma il recupero è molto più lento rispetto a quanto avviene per i mutui. La risalita riflette vari fattori: l'incremento dei progetti di spesa in beni durevoli, una maggior fiducia delle famiglie, il minor costo del credito. I tassi per il credito al consumo, infatti, sono diminuiti negli ultimi mesi: TAEG all'8,0% a luglio, da 8,5% a inizio anno (9,4% a inizio 2014).

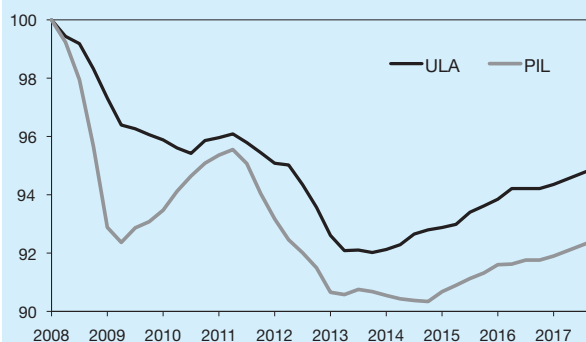
Lavoro in presa diretta con il PIL L'aumento dell'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), iniziato già nel 2014 (+0,3%) e consolidatosi nel 2015 (+0,8%), è proseguito nella prima metà del 2016 (+1,2% rispetto allo stesso periodo nell'anno precedente). L'incremento si smorzerà nella seconda parte dell'anno e nel 2017, dato il rallentamento del PIL. Il CSC stima che le ULA aumenteranno dell'1,0% in media d'anno nel 2016 e dello 0,5% nel 2017 e torneranno alla fine dell'orizzonte previsivo a 23,9 milioni, 730mila unità sopra al minimo di fine 2013, ma ancora 1 milione e 280mila unità sotto il livello pre-crisi (Grafico 1.9).

Alta la CIGS... Il ricorso alla CIG si sta progressivamente sgonfiando: tra gennaio e luglio 2016 le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte hanno mediamente sfiorato le 200mila, contro le oltre 300mila del 2014.

L'intervento ordinario è sceso a 40mila unità in media nei primi sette mesi dell'anno, dalle 120mila di primavera 2013. Sono ormai quasi esauriti gli interventi in deroga (20mila unità coinvolte mediamente tra gennaio e luglio, 70mila nel 2014). Quelli straordinari sono calati dall'autunno 2014 (quando assorbivano 170mila unità) a metà 2015 (100mila), per poi risalire. Il livello at-

Grafico 1.9

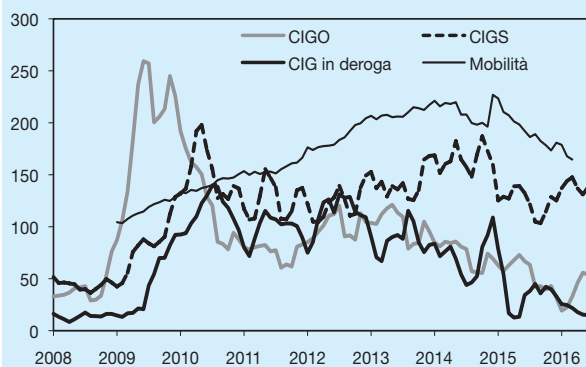
Occupazione più veloce del PIL
(Italia; PIL a prezzi costanti e unità di lavoro equivalenti a tempo pieno; dati destagionalizzati; 1° trimestre 2008=100)



Stime CSC dal 3° trimestre 2016.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.10

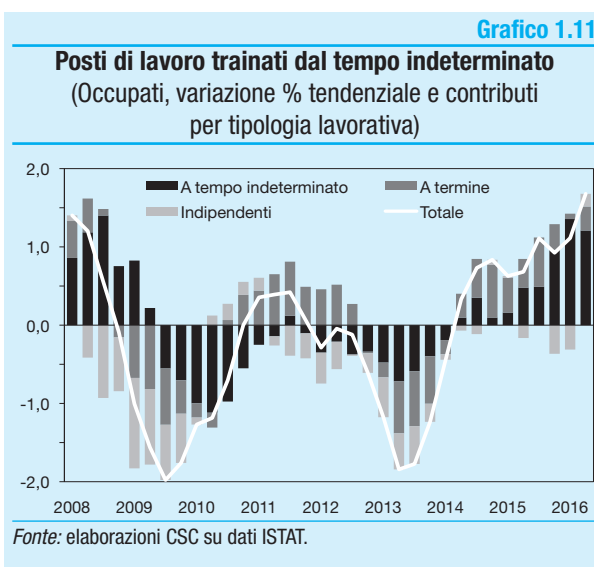
Ancora CIGS da smaltire
(Equivalente forza lavoro a tempo pieno calcolata sulle medie mobili a 3 mesi delle ore utilizzate e beneficiari di mobilità; migliaia)



Fonte: elaborazioni CSC su dati INPS.

tuale (135mila) non si discosta di molto dai picchi del 2010 (150mila in media d'anno; Grafico 1.10). Ciò segnala la presenza di imprese che hanno in corso processi di ristrutturazione che potrebbero nei prossimi mesi rallentare la ripresa occupazionale e alimentare la disoccupazione. I dati INPS sui lavoratori in mobilità si fermano a marzo 2016, quando i beneficiari erano 165mila, dai 225mila di inizio 2015.

...e l'occupazione rallenta Il numero di persone occupate è salito dello 0,8% nel 2015 e dell'1,4% tra gennaio e luglio 2016 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. È proseguita nella prima metà del 2016 l'espansione dell'occupazione dipendente, trainata da inizio 2015 dall'aumento degli occupati a tempo indeterminato (+322mila da dicembre 2014 a luglio 2016), a cui da primavera scorsa si è aggiunto il rimbalzo di quelli a tempo determinato (+120mila unità da febbraio). Da gennaio è risalita anche l'occupazione indipendente: +129mila unità nei primi sei mesi dell'anno, a solo parziale recupero, tuttavia, delle 589mila unità perse da inizio 2008 a fine 2015, alle quali va sommato l'ulteriore calo di luglio (-68mila; Grafico 1.11).



A fronte del rallentamento del PIL, il CSC prevede che la ripresa dell'occupazione perda slancio nel secondo semestre. Nell'ipotesi che gli occupati rimangano sui livelli a oggi registrati, la variazione in media d'anno risulterebbe pari a +1,2%. Aggiungendovi il +0,5% atteso nel 2017 (di conserva al PIL), il biennio previsivo si chiuderà con 230mila occupati in meno rispetto al picco della primavera 2008 (-1,0%), ma con 770mila in più rispetto al minimo dell'estate 2013.

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 è rimasto pressoché costante perché l'aumento dell'occupazione è stato accompagnato da un'espansione di poco inferiore della forza lavoro (circa +220mila unità). Il tasso di disoccupazione oscilla intorno all'11,6% da circa un anno (11,4% in luglio). Calerà nel biennio previsivo ma resterà elevato perché crescerà ancora la forza lavoro. Nel 2016 sarà in media dell'11,5%. Nel 2017 scenderà all'11,2%.

Considerando anche le ULA equivalenti in CIG, il CSC stima che l'incidenza della forza lavoro inutilizzata passerà dal 12,3% nel secondo trimestre 2016 al 12,0% a fine anno e sarà ancora pari all'11,6% 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 secondo trimestre 2016 (+78,3% rispetto a otto anni prima) bisogna aggiungere gli occupati part-time involontari (2,7 milioni, +95,9%) e i non-occupati che sarebbero disponi-

bili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva (1,4 milioni, +40,5%) e quelli che stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (705mila, più che raddoppiati, +120,8%). In totale, si tratta di 7,9 milioni di persone (+78,1%).

Un'altra misura del deterioramento del mercato del lavoro durante la crisi è l'ormai elevatissimo stock di disoccupati di lunga durata: nel secondo trimestre 2016 le persone alla ricerca di un impiego da almeno dodici mesi erano poco meno del 60% del totale dei disoccupati, quasi 1,8 milioni (+123,1% rispetto al secondo 2008, ma 4,7% in meno rispetto a un anno prima).

Il vuoto occupazionale scavato dalla crisi è una delle cause del drammatico aumento della fragilità sociale ed economica nel Paese, testimoniata dal numero crescente di poveri (si veda il riquadro *Lotta alla povertà: più efficace concentrare le risorse sul reddito di inclusione*).

Lotta alla povertà: più efficace concentrare le risorse sul reddito di inclusione

La crisi ha molto ridotto la ricchezza prodotta dal Paese. Nonostante la concentrazione del reddito non sia cambiata, l'impoverimento generale si è tradotto in un aumento consistente del numero di famiglie e di persone che hanno disponibilità economiche inferiori alla soglia della povertà. Secondo le stime ISTAT diffuse lo scorso luglio, nel 2015 gli individui in condizione di povertà assoluta erano 4 milioni e 598 mila (7,6% della popolazione), +2,8 milioni dal 2007; le famiglie povere erano 1 milione e 582mila, il 6,1% del totale (+760mila).

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

Per fronteggiare questa grave situazione si discute di inserire nella Legge di bilancio per il 2017 un bonus per le pensioni più basse senza neppure condizionarlo all'ISEE o ad altre misure di capacità di spesa familiare. Tuttavia, i dati mettono in luce come il gruppo sociale dei pensionati abbia potuto fare affidamento, anche negli anni della crisi, su una sostanziale tenuta dei redditi.

Anzitutto, infatti, la spesa pubblica previdenziale in Italia, pur essendo già la più elevata tra i paesi europei (15,8% del PIL nel 2015, contro l'11,3% medio UE nel 2013) è continuata ad aumentare: +15,9% tra il 2008 e il 2015. Una spesa previdenziale così alta e in crescita spiazza altre voci importanti di spesa. Il pagamento delle pensioni assorbe quasi un terzo della spesa pubblica e poco meno del 60% delle uscite per prestazioni sociali, comprese quelle sanitarie (all'esclusione sociale va solo lo 0,7%).

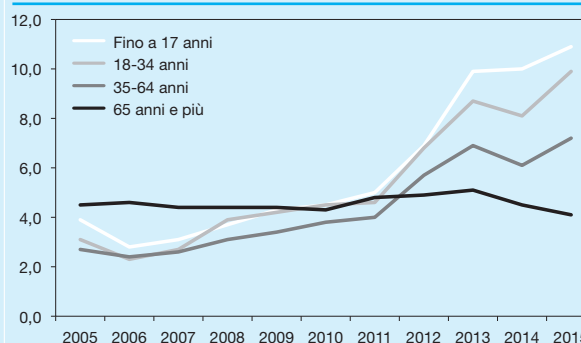
Secondo, nell'ultimo decennio la povertà è aumentata soprattutto tra i giovani e i minori, mentre è rimasta sostanzialmente stabile tra gli anziani. Prima della crisi la percentuale di persone in povertà assoluta tra gli *over 65* era superiore a quella in tutte le altre classi di età. Oggi è la più bassa (4,1% contro il 10,9% tra i minori e il 9,9% per i 18-34enni; Grafico A).

Un'indicazione simile deriva dalla disaggregazione per condizione professionale del capo famiglia: i nuclei guidati da un pensionato sono gli unici per cui l'incidenza della povertà è diminuita durante la crisi, attestandosi al 3,8% nel 2015 contro il 6,1% medio. La povertà è invece cresciuta molto per le famiglie con a capo un disoccupato, al 19,8%, +12,8 punti percentuali dal 2007. E nemmeno avere un lavoro mette al riparo dalla povertà: +4 punti percentuali l'incidenza per i nuclei guidati da un occupato (Grafico B). Ciò è avvenuto nonostante negli ultimi quindici anni la busta paga netta sia cresciuta del 2,0% a prezzi costanti, contro un arretramento del 20% del reddito reale disponibile familiare¹. A riprova che gli aumenti generalizzati delle retribuzioni non sono la ricetta per contrastare la povertà.

I dati sui redditi raccontano una storia simile: dal 2000 la distanza tra redditi dei pensionati e dei lavoratori si è ridotta. L'indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia mostra che chi è in pensione ha mediamente un reddito familiare pari all'82% del reddito di chi lavora; questo rapporto era il 72% quindici anni fa. Il risultato è simile tenendo conto della composizione familiare: il reddito equivalente delle famiglie con a capo un pensionato supera oggi quello delle famiglie con a capo un la-

Grafico A

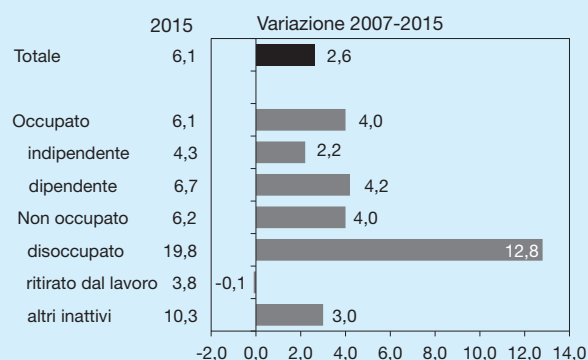
Cresce la povertà, tranne che per gli over 65...
(Italia, incidenza % della povertà assoluta individuale per età)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico B

...e per le famiglie con a capo un pensionato
(Italia, incidenza di povertà assoluta per posizione professionale del capo famiglia, valori % e variazioni in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

¹ Per dettagli sull'andamento di singole forme di reddito diverse da quello da lavoro dipendente si veda l'approfondimento *Cattiva distribuzione del reddito e bassa crescita legate a doppio filo* in CSC, *Scenari economici* n. 23, giugno 2015.

voratore dipendente (102%, dall'88% nel 2000). Questi andamenti evidenziano uno degli importanti movimenti orizzontali avvenuti nella distribuzione del reddito personale in Italia a partire dalla metà degli anni Novanta².

Va tuttavia sottolineato che, a differenza di quanto successo in altri paesi europei quali Francia e Spagna, la concentrazione nella distribuzione del reddito personale in Italia non è aumentata durante la crisi: dopo la crescita avvenuta all'inizio degli anni Novanta, l'indice di Gini non ha avuto significative oscillazioni negli ultimi due decenni.

Il crescente numero di poveri e la loro composizione per età e condizione professionale (tanti i minori e sempre più gli occupati) rendono urgente completare il processo di istituzione in Italia, unico paese insieme alla Grecia a esserne ancora privo, di una misura di ultima istanza contro la povertà, universale seppur condizionata a comportamenti virtuosi quali la ricerca del lavoro, l'investimento in formazione e le cure mediche dei figli.

Dall'inizio di questo mese (settembre 2016) è stata estesa a tutto il territorio nazionale l'erogazione di un beneficio economico alle famiglie più povere con minori o disabili (il Sostegno per l'inclusione attiva). Si tratta di una misura-ponte in attesa che si concluda l'iter parlamentare e il successivo percorso attuativo della legge delega per il contrasto alla povertà. Essa prevede l'istituzione di un Reddito di inclusione, ovvero di un sussidio che sarà determinato in base alla situazione economica delle famiglie (come espressa dall'Isee) e condizionato all'adesione a un progetto personalizzato di attivazione sociale e lavorativa. È lo strumento più appropriato su cui concentrare sforzi e risorse.

² Si veda A. Brandolini, "The Big Chill. Italian Family Budgets after the Great Recession", in C. Fusaro e A. Kreppel (a cura di), *Italian Politics 2013*, Berghahn, New York.

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 solo 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 pressoché piatte nel 2017 (+0,1%).

Nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale) le retribuzioni di fatto cresceranno dello 0,3% sia nel 2016 sia nel 2017. Le previsioni del CSC inglobano gli effetti delle risorse stanziare per il contributo straordinario a Forze di polizia, vigili del fuoco e forze armate dalla Legge di stabilità del 2016. Non tengono, invece, conto di quelle previste per i rinnovi contrattuali: nonostante il blocco delle procedure negoziali (2010-2015) sia finito, nessun comparto ha infatti chiuso le trattative (né è vicino a chiuderle) ad anno inoltrato.

Negli anni passati l'attività contrattuale è stata intensa 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 2013¹ e rivelatesi molto più alte dell'inflazione effettiva. In particolare, nel settore manifatturiero l'ultima tornata contrattuale ha determinato una crescita delle retribuzioni di fatto reali pari al 5,2% nel triennio 2013-15.

L'andamento nel biennio previsivo delle retribuzioni contrattuali dell'industria 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, chimici, 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 maggio². Le altre trattative, quella del metalmeccanico *in primis*, sono per ora in stallo. A bocce ferme, il CSC stima un aumento delle retribuzioni contrattuali pari allo 0,3% nel 2016 e allo 0,5% nel 2017 dopo i forti aumenti reali registrati negli anni precedenti. 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 +1,0% nel 2017), sostenuta dalle tranche previste dai contratti rinnovati nel 2015, che hanno innalzato la copertura dal 23% di inizio 2014 al 62% attuale.

Non si arresta la corsa del CLUP Il CSC stima che nel totale dell'economia italiana il CLUP aumenterà dell'1,0% nel 2016, dopo il +0,7% nel 2015. A fronte di un aumento del costo del lavoro dello 0,8%, infatti, la variazione della produttività rimarrà negativa, pari a -0,2% (come nel 2015).

Nel 2017 la produttività tornerà a registrare una variazione positiva (+0,1%) ma manterrà un passo ben al di sotto del costo del lavoro (+0,7%). Il CLUP crescerà dunque di un altro 0,6%.

Nell'industria in senso stretto il CLUP non arresta la corsa: +1,3% nel 2016, dato il forte calo della produttività (-0,9%); parziale frenata nel 2017: +0,2 (+0,3% la produttività).

Le previsioni CSC del costo del lavoro 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.

Dinamica dei prezzi positiva nel 2017 La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia è risalita al -0,1% in agosto, da -0,4% a giugno (indice NIC). Da sette mesi, comunque, rimane in territorio negativo. La dinamica dei prezzi *core*, esclusi energia e alimentari, è positiva ma molto

¹ 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).

² 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.

contenuta (+0,4% annuo). Questo rappresenta un fragile argine contro il rischio di caduta in una deflazione generalizzata (Grafico 1.12).

Nello scenario CSC, come in quello di giugno, tale minaccia non si materializza. Ciò grazie al proseguimento del lento recupero dell'economia, che sostiene i prezzi *core*. Oltre che all'atteso incremento dei prezzi delle materie prime e al cambio dell'euro debole. Tuttavia, la capacità inutilizzata ancora ampia, l'elevata concorrenza internazionale e i rapidi sviluppi tecnologici manterranno gli incrementi dei prezzi su ritmi molto contenuti.

La dinamica annua dei prezzi al consumo in Italia continuerà a salire gradualmente negli ultimi mesi del 2016, tornando in territorio positivo a fine anno. In media, sarà nulla quest'anno (da +0,1% nel 2015) e arriverà al +0,6% nel 2017. Questo scenario prevede che la variazione annua dell'indice totale dei prezzi continui ad avvicinarsi gradualmente a quella dell'indice *core*. La quale è attesa poco sopra i valori correnti, dopo aver frenato negli ultimi mesi (era a +0,7% a marzo) per l'andamento sia dei prezzi dei servizi (+0,5% annuo, da +0,7%) sia di quelli dei beni industriali (+0,4%, da +0,7%).

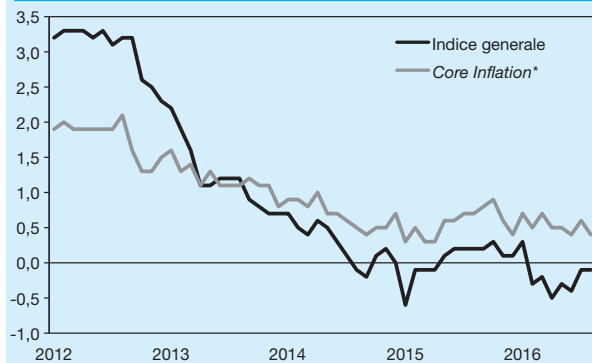
I prezzi dei beni energetici hanno continuato a mantenere la variazione dell'indice totale sotto quella *core* e in territorio negativo, anche se la loro riduzione annua si è attenuata (-6,5% in agosto, da un minimo di -8,4% a maggio). In Italia essi seguono con un ritardo di alcuni mesi e in misura ridotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti sui prezzi finali di vendita, l'andamento della quotazione del petrolio Brent tradotta in euro. La cui dinamica annua è risalita al -1,7% annuo in agosto, da un minimo di -40,7% a febbraio.

Nello scenario CSC, il prezzo del petrolio in euro registra un graduale incremento. La sua variazione annua, considerati i valori minimi toccati tra fine 2015 e inizio 2016, salirà rapidamente al +31,2% a fine anno, assestandosi poi al +11,5% a fine 2017. Ciò favorirà un cambio di segno nella variazione annua dei prezzi energetici già dagli ultimi mesi del 2016. Per questo l'inflazione totale si avvicinerà a quella *core*.

La dinamica dei prezzi alimentari ha accelerato negli ultimi mesi (+0,8% annuo in agosto, da +0,2% a maggio), superando quella *core*. Tale incremento è determinato dai prezzi degli alimentari freschi (+2,4%). Quelli degli alimentari lavorati, invece, hanno progressivamente frenato, fino a fermarsi (la variazione annua è nulla da tre mesi, +0,3% a gennaio). La crescita dei prezzi alimentari, a differenza di quanto fanno gli energetici, contribuisce positivamente alla dinamica dell'indice totale.

Grafico 1.12

Dinamica dei prezzi ancora negativa (Indici dei prezzi al consumo, dati mensili, variazioni % a 12 mesi)



* Al netto di energia e alimentari.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

I consumatori italiani si attendono ancora una riduzione del livello dei prezzi, anche se con un'intensità mediamente minore rispetto a quanto scontavano lo scorso anno e ampie oscillazioni delle attese negli ultimi mesi: -12 in agosto il saldo delle risposte (-7 a febbraio, minimo a -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 giugno, non include tale rincaro, considerato che il Governo si è impegnato a evitarlo. Il lento 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 inferiore a quella media dell'Area euro, che è tornata positiva: +0,2% in agosto. Il divario Italia-Eurozona è pari a -0,2 punti percentuali (indici armonizzati IPCA). Ciò è dovuto a tutti i tre raggruppamenti dei prezzi. Quelli *core* in Italia hanno una crescita inferiore a quella nell'Eurozona (-0,3 punti), a riflesso di un recupero più lento dell'economia e di una maggiore sottoutilizzazione dei fattori produttivi. Lo stesso accade per gli alimentari, con dinamiche maggiori ma un divario analogo (-0,3 punti). Inoltre, i prezzi energetici si riducono di più in Italia (-0,7 punti il gap).

Deficit pubblico sopra le attese Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 2,5% del PIL quest'anno (dal 2,6% nel 2015) e al 2,3% nel 2017 (Tabella 1.2).

Per il 2016 il deficit è identico a quanto previsto a giugno scorso. Nel 2017 è di 0,2 punti di PIL superiore. Lo scostamento è attribuibile alla minor dinamica del PIL nominale: +1,1% contro il +1,7% stimato a giugno.

Le previsioni del CSC incorporano alcune misure che il Governo ha annunciato nella prossima Legge di bilancio: 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. Tale intervento comporta un peggior-

Tabella 1.2

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

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

ramento del deficit di 0,4 punti di PIL, come programmato dal Governo ad aprile. Lo scenario di previsione del CSC non include alcun aumento delle aliquote IVA (si vedano i riquadri *La scarsa crescita del PIL amplia il deficit 2017 dei conti pubblici* e *Il taglio dell'IRES avvicina l'Italia all'Europa*).

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

Nello scenario CSC il debito pubblico si attesta al 133,3% del PIL nel 2016 (dal 132,7% nel 2015) e salirà al 134,0% del PIL nel 2017. Al netto dei sostegni ai fondi di stabilità europei (EFSF ed ESM) il debito risulta pari al 129,8% 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.

La spesa pubblica scende al 49,8% del PIL nel 2016 (dal 50,5% nel 2015) e al 49,0% il prossimo anno. Al netto del bonus 80 euro, che è classificato tra le uscite, la spesa totale è pari al 49,3% del PIL nel 2016 e al 48,5% nel 2017. Quest'anno, l'aumento in valore delle uscite (+0,4%) è il risultato della crescita delle spese per prestazioni sociali (+2,1%) e redditi da lavoro (+0,7%) e della contrazione di quella per interessi (-2,1%), acquisti di beni e servizi (-0,1%) e in conto capitale (-9,0%; tale riduzione è dovuta solo ai trasferimenti; in aumento, al contrario, gli investimenti fissi); nel 2017 le uscite diminuiranno dello 0,6%. 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.

La scarsa crescita del PIL amplia il deficit pubblico 2017

Sulla base delle stime che il Governo ha elaborato nell'aprile scorso, la Legge di bilancio per il 2017, che sarà presentata a ottobre, doveva recuperare 8,2 miliardi per consentire il raggiungimento dell'obiettivo di deficit (1,8% del PIL) e il completo annullamento delle clausole di salvaguardia che scatterebbero a partire dal 1° gennaio 2017 (aumenti dell'IVA per 15,1 miliardi). Il deterioramento del quadro macroeconomico negli ultimi mesi, però, comporta un peggioramento del deficit e, a parità di obiettivo, richiederebbe uno sforzo maggiore di quello fin qui previsto. È quindi assolutamente necessario negoziare margini di flessibilità aggiuntivi in sede UE, magari legati all'approvazione referendaria della riforma costituzionale, e concentrare comunque le poche risorse disponibili su tre priorità: il sostegno agli investimenti privati e infrastrutturali, lo scambio salari-produttività a livello decentrato e la crescita dimensionale delle imprese.

Nel Documento di Economia e Finanza (DEF) presentato ad aprile scorso si stimava una crescita del PIL dell'1,2% nel 2016 e dell'1,4% nel 2017 e il Governo aveva fissato e concordato con le autorità europee l'obiettivo di deficit pubblico all'1,8% del PIL l'anno prossimo (dal 2,3% di quest'anno). Obiettivo che è di 0,4 punti di PIL più elevato del tendenziale. Ciò si-

gnifica che il Governo, con la prossima Legge di bilancio, intende espandere il deficit di 6,9 miliardi di euro rispetto al livello che si avrebbe senza alcuna modifica legislativa. La legislazione vigente, d'altra parte, prevede un aumento delle imposte indirette quale clausola di salvaguardia (aliquote IVA dal 10% al 13% e dal 22% al 24% a partire dal 1° gennaio 2017), per un ammontare di 15,1 miliardi. Nello stesso DEF il Governo si è impegnato a non far scattare tali aumenti di imposta, attraverso tagli alla spesa pubblica e alle *tax expenditures* e l'introduzione di strumenti per il contrasto all'evasione e l'aumento della fedeltà fiscale. A tal fine, e tenuto conto dell'obiettivo di deficit più elevato, il Governo dovrebbe effettuare un aggiustamento sui saldi pari a 8,2 miliardi (15,1 meno 6,9).

Il quadro economico è, tuttavia, peggiore di quello prospettato cinque mesi fa dal Governo. Ciò aumenta il deficit pubblico e, per mantenere gli obiettivi di bilancio indicati ad aprile, le risorse da recuperare.

Per stabilire quale sia l'ammontare ulteriore dell'aggiustamento sono cruciali il nuovo quadro economico di riferimento e la sensitività del deficit al PIL. Riguardo al quadro, il Governo presenterà a fine settembre la Nota di aggiornamento al DEF. Riguardo alla sensitività, si può utilizzare lo "scenario di minore crescita" inserito nello stesso DEF (+0,7% il PIL nel 2016 e +0,9% nel 2017), nel quale il deficit sale l'anno prossimo dall'1,8% del PIL indicato come obiettivo al 2,9%. Ossia una decurtazione del PIL pari a un punto percentuale cumulato imporrebbe una manovra di aggiustamento pari a 1,1 punti di PIL, ossia 18,6 miliardi, che andrebbero sommati alle risorse necessarie a disattivare le clausole di salvaguardia, per un totale di 26,8 miliardi (Tabella A).

Secondo il CSC, nel cui modello economico la sensitività del deficit pubblico al PIL è minore, la crescita si ferma nel 2016 allo 0,7% e nel 2017 allo 0,5%, con un deficit che raggiunge il prossimo anno il 2,3% del PIL. Ciò richiederebbe una manovra complessiva sui saldi di 16,6 miliardi.

Un aggiustamento di queste dimensioni avrebbe effetti molto negativi sull'economia italiana, soprattutto alla luce dell'enorme capacità produttiva inutilizzata, dell'incerta e fragile risalita della domanda interna e dell'indebolimento della fiducia di famiglie e imprese. Per tale ragione è necessario che siano sfruttati tutti i margini di flessibilità già previsti dal Patto di stabilità, in caso di andamento più debole dell'attività economica, e siano negoziati con la

Tabella A

**Elevato l'effetto della minor crescita
sull'ammontare della manovra**
(Stime per il 2017)

	Scenario macro		
	Programmato (DEF)	Più bassa crescita ¹	Previsione CSC
PIL reale (var. %)	1,4	0,9	0,5
Indebitamento netto (in % PIL)	1,8	2,9	2,3
Risorse da reperire ² (miliardi)	8,2	26,8	16,6

¹ Stima contenuta nel DEF di aprile scorso.

² Risorse necessarie per raggiungere il deficit programmato dell'1,8% del PIL e annullare le clausole di salvaguardia (che valgono 0,9 punti di PIL).

Fonte: elaborazioni CSC su stime Governo (DEF aprile 2016).

Commissione europea ulteriori spazi di manovra sui conti pubblici. Nonostante l'opposizione di alcuni paesi membri e della BCE (che ha più volte criticato il metodo poco trasparente utilizzato dalla Commissione nel concedere la flessibilità di bilancio all'Italia), sono diverse le ragioni sottostanti alla richiesta italiana: gli effetti negativi della Brexit, gli alti costi della crisi dei rifugiati (sostenuti dall'Italia e solo in minima parte scontati dai vincoli del Patto di stabilità e crescita), le criticità relative alla metodologia di stima dell'*output gap*, i pieni costi delle riforme strutturali¹. Senza contare gli effetti delle politiche deflattive imposte dalle istituzioni europee e l'insufficiente coordinamento delle politiche economiche nell'Eurozona per cui ai paesi che hanno spazi di bilancio non viene richiesto di utilizzarli.

D'altra parte, l'obiettivo primario di rilanciare la crescita del Paese e l'esiguità delle risorse reperibili, in aggiunta a quelle necessarie per riequilibrare i conti, impongono di concentrare gli interventi su poche priorità. Anzitutto, migliorare la bassa dinamica della produttività, che è la causa principale della lenta crescita italiana. Su di essa possono agire diverse politiche tra le quali ha un ruolo essenziale far corrispondere gli aumenti retributivi agli aumenti di produttività con il decentramento della contrattazione. La seconda priorità è il rilancio degli investimenti privati e pubblici, sia per sostenere la domanda interna sia per innalzare produttività e competitività. Infine, occorre accompagnare la crescita dimensionale delle imprese, incentivando il cambiamento dei modelli di finanziamento e di *governance* per raccogliere capitale adeguato ai piani di crescita aziendale.

¹ Sul tema dei migranti si vedano anche il riquadro *L'integrazione dei migranti per ragioni umanitarie: da emergenza a opportunità* in questo stesso volume e la Nota dal CSC n. 16-02, *La flessibilità per i migranti penalizza l'Italia*, del 18 marzo 2016. Sui costi delle riforme strutturali si veda la Nota dal CSC n. 16-03, *Conti pubblici più flessibili per sostenere le riforme*, del 29 marzo 2016.

Peggiora il fabbisogno Il fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche è risultato pari a 24,8 miliardi di euro nel primo semestre del 2016, oltre 6 miliardi in più rispetto allo stesso periodo del 2015. Aumento molto più contenuto (1,1 miliardi) ma confermato anche al netto di introiti da dismissioni (che riducono il fabbisogno), sostegni finanziari erogati ai paesi UEM e pagamenti dei debiti della PA verso le imprese (che lo aumentano).

In discesa la pressione fiscale Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC al 47,3% del PIL nel 2016 (47,9% nel 2015) e scenderanno al 46,7% nel 2017.

La pressione fiscale apparente cala al 42,8% del PIL nel 2016 (43,5% nel 2015) e al 42,4% 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 41,8% nel 2017. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso è del 48,4% quest'anno e del 47,8% nel 2017; al netto del bonus di 80 euro cala al 47,7% nel 2016 e al 47,2% il prossimo anno.

Nei primi sei mesi dell'anno le entrate tributarie sono risultate in aumento dell'1,2% rispetto allo stesso periodo del 2015. Tendenza confermata dai dati delle entrate statali dei primi sette mesi (+3,8%). Le imposte dirette crescono del 3,6%, le indirette del 4,0%.

Nel dettaglio, tra le imposte dirette è risultato in aumento il gettito IRPEF (+3,7%, per effetto principalmente dell'andamento positivo delle ritenute da lavoro dipendente del settore privato) ma soprattutto quello IRES (+9,9%). In diminuzione l'imposta sostitutiva sui redditi da capitale e sulle plusvalenze (-48,9%) e quella sostitutiva sul valore relativo dei fondi pensione (-38,8%). In aumento invece l'imposta sulle riserve matematiche del ramo vita assicurazioni (+10,6%) e le ritenute sugli utili distribuiti dalle persone giuridiche (+33,5%).

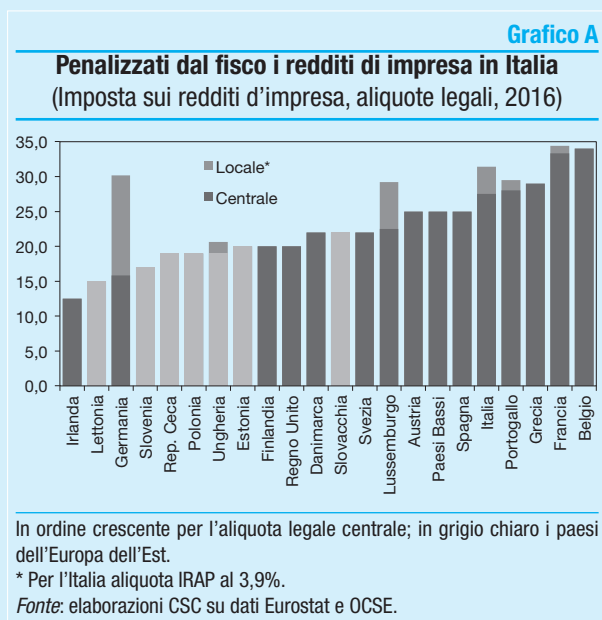
Tra le imposte indirette, è cresciuta molto l'IVA: +7,6% nei primi sette mesi dell'anno principalmente per l'andamento positivo sugli scambi interni (+10,4%) su cui hanno inciso in modo determinante i versamenti dalle PA a titolo di *split payment*; peggiora quella sulle importazioni da paesi extra-UE (-11,3%). Nell'ambito delle imposte sulle transazioni segna un incremento l'imposta di registro (+11,2%), mentre l'imposta di bollo registra una dinamica negativa (-20,0%) dovuta alle modifiche del profilo mensile dei pagamenti. Stabile, invece, il gettito dell'accisa sui prodotti energetici e in aumento quella sul gas metano (+35,1%).

Il taglio dell'IRES avvicina l'Italia all'Europa

Il confronto tra i regimi fiscali dei diversi paesi europei mostra una forte disomogeneità del prelievo sui redditi di impresa¹ (Grafico A). Se in Irlanda l'aliquota legale è molto bassa (12,5%), in Belgio e Francia supera il 30%: rispettivamente 33,99% e 33,33% al netto di imposte e agevolazioni locali.

In Italia l'aliquota IRES (imposta sui redditi societari) si attesta al 27,5% ma la tassazione sui redditi di impresa, includendo l'IRAP (3,9%, maggiorata di 0,92 punti percentuali in alcune regioni), raggiunge il 31,4%, livello inferiore in Europa soltanto a quelli di Francia e Belgio. In Germania le società sono soggette a un prelievo pari al 30,18%, di cui quasi la metà per imposte locali e di solidarietà.

Il livello della tassazione sulle imprese è uno strumento competitivo per attrarre



¹ A differenza di quanto avviene con l'IVA, la fiscalità diretta non è armonizzata a livello europeo e i singoli Stati hanno margini di manovra e di scelta autonomi.

investimenti esteri e trattenere quelli nazionali. Negli ultimi vent'anni si è accentuata la concorrenza fiscale tra i paesi europei, prima con l'entrata in vigore dell'euro e poi con l'allargamento dell'Unione ai paesi dell'Europa dell'Est, caratterizzati da un livello di prelievo sensibilmente inferiore a quello medio degli altri Stati membri. L'Irlanda è stata tra i primi ad attuare una drastica riduzione dell'imposizione, passando nel giro di soli 8 anni (tra il 1995 e il 2003) dal 40,0% al 12,5%. Anche in Germania l'aliquota è scesa dal 56,8% nel 1995 al 30,2% nel 2008, seppur accompagnata da un'ampia revisione della base imponibile e della tassazione degli utili distribuiti.

In Italia nel 1998 è stata avviata una riduzione del prelievo sui redditi societari, riduzione che pure non è bastata a chiudere il gap con gli altri paesi. Partendo dal 53,2% ottenuto come somma dell'aliquota d'imposta sui redditi societari, allora IRPEG, pari al 37,0%, e dell'ILOR (l'allora imposta locale sui redditi), con un'aliquota del 16,2%. Il carico fiscale nominale fu portato al 41,25%, con l'abolizione dell'ILOR e l'introduzione dell'IRAP (con aliquota al 4,25%). Nei primi anni Duemila il prelievo venne ancora gradualmente ridotto e nel 2004, con l'introduzione dell'IRES, l'aliquota legale fu fissata al 33,0%, per un totale del 37,25% comprendendo l'IRAP. Con la Finanziaria 2008 l'aliquota IRES è stata ulteriormente abbassata al 27,5% e quella IRAP è passata al 3,9%, fissando il prelievo complessivo sulle imprese al 31,4%. La Legge di stabilità 2016 ha portato l'aliquota IRES al 24,0% dal 2017, più vicina alla media europea (22,4%). L'imposizione totale sui redditi d'impresa, includendo l'IRAP, si attesta al 27,9%, rimanendo comunque inferiore solo a quelle di Francia, Belgio, Germania, Portogallo, Lussemburgo e Grecia.

1.2 Il contesto internazionale

Commercio mondiale in stallo Il commercio mondiale è calato nella prima metà del 2016 e ha mostrato segnali di debole risalita nei mesi estivi. Nello scenario CSC la crescita degli scambi globali si stabilizzerà sui bassi ritmi registrati, in media, negli ultimi anni. A causa della performance negativa nel primo semestre, peggiore delle stime preliminari, gli scambi mondiali cresceranno solo marginalmente nella media dell'anno in corso, accelerando a un passo modesto nel prossimo. Ciò comporta una revisione al ribasso, rispetto a giugno, della previsione per il 2016; quella per il 2017 resta invariata. Tale dinamica è coerente con quella del PIL globale, quest'anno vicina al 2,0% a cambi di mercato (soglia considerata di sostanziale stagnazione), anche per il rallentamento maggiore del previsto dell'economia USA nella prima metà del 2016, e in modesta accelerazione nel 2017.

La debolezza di commercio e PIL mondiali costituisce un *new normal*, evidenziato da tempo dal CSC¹, riconducibile a una serie di fattori connessi tra loro e in gran parte strutturali: normalizzazione della crescita cinese e degli altri emergenti, investimenti fiacchi, stop all'espansione delle catene globali del valore, minore dinamica della produttività, rallentamento demografico. A ciò si sono aggiunti nell'anno in corso ulteriori venti contrari, che hanno penalizzato, in modo particolare, gli investimenti (beni fortemente *trade intensive*). Infatti, le basse quotazioni del petrolio e delle altre commodity hanno frenato le importazioni delle economie emergenti, incentrate sui beni manifatturieri, e gli investimenti mondiali nel settore dell'energia. Mentre l'elevata incertezza politica, generata sia dal voto a favore della Brexit, che apre un lungo negoziato tra UE e UK, sia dalla prossima scadenza elettorale negli Stati Uniti, spinge molte imprese a posporre i piani di investimento.

Lo scenario per la seconda metà dell'anno è debolmente positivo. Le condizioni delle economie emergenti esportatrici di commodity, in particolare Russia e Brasile, sono in via di miglioramento

¹ Si veda, da ultimo, il riquadro "Emergenti, Cina in testa, guidano la frenata del commercio mondiale", in *Scenari economici* n. 26, giugno 2016.

Tabella 1.3

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni %)				
	2014	2015	2016	2017
Commercio mondiale	2,9	1,6	0,3	2,0
Prezzo del petrolio ¹	99,2	53,0	45,0	55,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	2,4	2,4	1,4	2,0
Area euro	0,9	1,6	1,5	1,2
Paesi emergenti	4,6	4,0	4,0	4,3
Cambio dollaro/euro ²	1,33	1,11	1,12	1,12
Tasso FED ³	0,09	0,13	0,38	0,75
Tasso di interesse a 3 mesi USA ³	0,23	0,32	0,71	1,01
Tasso BCE ³	0,16	0,05	0,01	0,00
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro ³	0,21	-0,02	-0,26	-0,30

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

grazie al più favorevole andamento dei loro prezzi. La crescita degli Stati Uniti ha ripreso un po' vigore, seppure a un ritmo potenziale moderato, e potrà essere sostenuta dal venir meno dell'incertezza politica, nel caso più probabile di un esito elettorale a favore della continuità. Tale incertezza resterà alta, invece, in Europa, dove sono tutt'ora indefiniti tempi e modi di uscita del Regno Unito dall'Unione europea e si avvicinano cruciali consultazioni popolari, tra le quali spiccano: il referendum costituzionale in Italia quest'anno e le tornate elettorali in Francia e Germania nel prossimo. Lo scenario CSC si basa sull'ipotesi di una risoluzione favorevole di tutti questi delicati passaggi politici. Esiti differenti, specie nel voto negli Stati Uniti e in Italia e nel percorso mal tracciato della Brexit, costituiscono significativi rischi al ribasso dello scenario base.

Il commercio mondiale in volume ha ristagnato nel primo trimestre del 2016 ed è diminuito dello 0,8% nel secondo (Grafico 1.13). È stato penalizzato, in particolare, dal calo in entrambi i trimestri della domanda di importazioni da parte dei paesi emergenti, soprattutto asiatici, mentre l'import degli avanzati è salito nel primo e sceso nel secondo. A giugno la variazione acquisita degli scambi globali nell'anno in corso è pari a -0,1%.

Gli indicatori qualitativi segnalano prospettive in miglioramento, ma ancora fiacche. La componente ordini esteri del PMI globale è tornata in luglio sopra la soglia neutrale di 50, dopo cinque mesi consecutivi in zona di contrazione, e in agosto ha toccato il massimo da nove mesi (50,6). Il Baltic index,

che misura il costo di trasporto via nave delle materie prime (non liquide) ed è quindi un indicatore degli scambi globali, è risalito dal minimo storico toccato in febbraio, stabilizzandosi comunque su valori bassi.

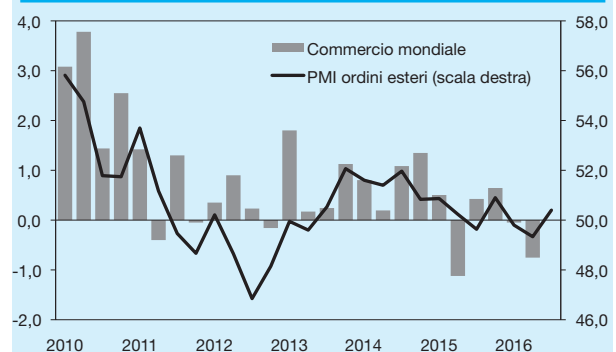
Nello scenario CSC, il commercio mondiale crescerà di appena lo 0,3% nel 2016 (rispetto al +0,8% indicato a giugno) e del 2,0% nel 2017 (come in giugno). L'elasticità del commercio mondiale al PIL, definita come il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali, toccherà un minimo nel 2016 e nel prossimo anno risalirà vicino all'unità, cioè sui valori medi registrati negli ultimi quattro anni.

Protezionismo al top

Secondo il rapporto Global Trade Alert, il ricorso a nuove misure protezionistiche è aumentato del 50% nel 2015 sul 2014, registrando il livello massimo dall'inizio della rilevazione nel 2009, e ha ulteriormente accelerato il passo nei primi quattro mesi del 2016. I paesi membri del G-20 sono responsabili di più dell'80% di queste restrizioni. È cresciuto soprattutto l'utilizzo di sussidi pubblici, specie nei settori con alta capacità inutilizzata, come quello metallurgico. Sono aumentate anche le misure che favoriscono pro-

Grafico 1.13

Scambi globali attesi in lieve risalita (Dati trimestrali destagionalizzati in volume, variazioni % e 50=nessuna variazione)



3° trimestre 2016: media luglio-agosto.

Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB e Markit.

dotti, o parti di prodotto, di origine interna (*local content requirement*), soprattutto nel *public procurement*; ciò spinge le imprese multinazionali a effettuare maggiori investimenti diretti e minori scambi con l'estero.

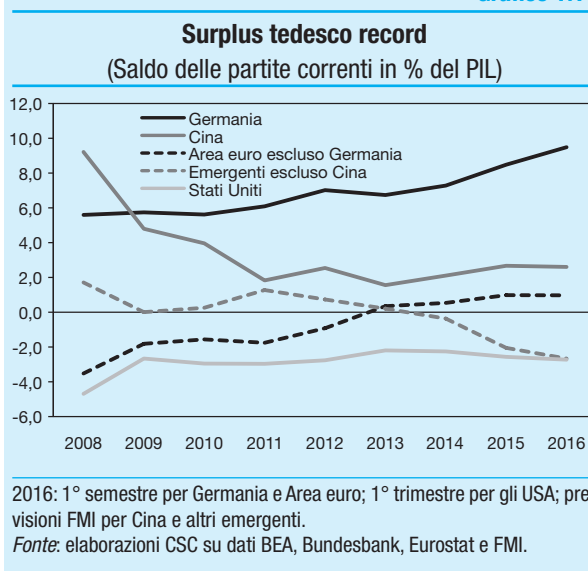
In questo scenario aumenta la rilevanza dei grandi Free Trade Agreement, per la portata delle liberalizzazioni che essi comportano. Il negoziato tra Unione europea e Stati Uniti sul Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) appare, però, in stallo, anche per la diffidenza dell'opinione pubblica e in vista delle prossime scadenze elettorali nei tre principali paesi coinvolti nel trattato. Sfumata ormai la possibilità di un'intesa entro novembre, prima del voto USA, le trattative potrebbero riprendere slancio solo a fine 2017, dopo quello tedesco.

Conti con l'estero squilibrati La divaricazione dei saldi dei conti con l'estero delle principali economie mondiali è proseguita nei primi mesi del 2016 ed è attesa fermarsi nel resto dell'anno. Il surplus di parte corrente dell'Eurozona si è rafforzato e quello tedesco, in particolare, è salito ulteriormente, registrando nuovi livelli record. Si sono ampliati, invece, i deficit degli Stati Uniti e, soprattutto, dell'aggregato dei paesi emergenti, Cina esclusa. Il surplus della Cina, infatti, è atteso stabilizzarsi nel 2016, secondo le previsioni FMI (Grafico 1.14).

Le basse quotazioni delle commodity sono un fattore importante alla base del maggiore squilibrio nei conti con l'estero, perché migliorano le ragioni di scambio dei paesi importatori netti di petrolio e materie prime (i principali avanzati e la Cina), sostenendo le loro bilance commerciali, e peggiorano, in modo simmetrico, quelle degli esportatori netti (Russia, Brasile e paesi OPEC) e i loro saldi commerciali. La stabilizzazione dei prezzi fa venir meno queste spinte, favorendo un consolidamento degli squilibri globali.

I conti con l'estero dell'insieme dei paesi dell'Area euro sono stati sostenuti anche dalla modesta risalita della domanda interna (specie di investimenti), che ha limitato l'import, e dall'euro debole, che ha reso più competitivo l'export. Il surplus delle partite correnti nel complesso dell'Area ha toccato il record del 3,5% del PIL nella prima metà del 2016 (dati destagionalizzati), dopo il 3,2% nel 2015. Sale sempre più su quello della Germania, che nel primo semestre del 2016 ha raggiunto addirittura il 9,5% del PIL, dopo l'8,5% nel 2015, e risulta per il quinto anno consecutivo molto al di sopra del tetto stabilito dalla Commissione europea (6,0% del PIL in media negli ultimi tre anni). Si è nettamente rafforzato anche il surplus dell'Italia (3,5% nei primi sei mesi del 2016, dal 2,2% nel 2015), mentre si è ampliato il deficit della Francia (-0,6%, da -0,2%).

Grafico 1.14



Negli Stati Uniti le esportazioni sono state rallentate dal dollaro forte e dalla fiacca domanda asiatica e sudamericana, mentre la domanda interna, debole nella prima parte dell'anno, è attesa irrobustirsi, sostenendo le importazioni. Ciò spinge verso un maggiore deficit corrente, dal -2,6% nel 2015 al -2,9% nel 2016 secondo l'FMI (-2,7% nel primo trimestre dell'anno), nonostante il miglioramento delle ragioni di scambio.

Il surplus della Cina risente della caduta delle importazioni, a fronte di una dinamica debole delle esportazioni. Dopo l'ampliamento al +2,7% del PIL nel 2015, è atteso sostanzialmente stabile nel 2016.

Area euro in rallentamento Nel secondo trimestre 2016 il ritmo di crescita dell'Area euro si è dimezzato (+0,3%) rispetto al +0,6% del primo trimestre (Grafico 1.15). In termini tendenziali, il tasso di crescita è poco variato: 1,6% da 1,7%. Il rallentamento è dovuto, in particolare, alla battuta d'arresto di Francia e Italia, dove il PIL è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente, ma anche alla sensibile e attesa frenata dell'economia tedesca (+0,4% dopo +0,7%).

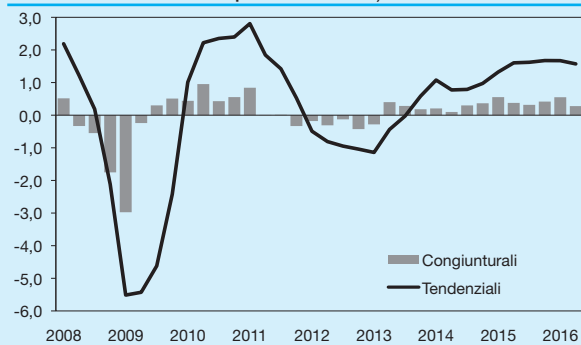
La leggera revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL per il 2016 (+1,5% da +1,6% in giugno) effettuata dal CSC è spiegata esclusivamente dalla minore crescita acquisita a metà anno (+1,3%) rispetto a quella ipotizzata dallo stesso CSC a giugno (+1,4%). Resta invariata al +1,2%, in decelerazione rispetto al 2016, la stima del tasso di crescita per il 2017.

La fase di debolezza dell'economia dell'Area è continuata nel trimestre estivo. In agosto il PMI composito (52,9) segnala che l'espansione dell'attività nel manifatturiero e nei servizi è continuata su ritmi appena più lenti di quelli registrati in luglio (53,2) e in media nel secondo trimestre (53,1). Secondo Markit, il livello medio del PMI di luglio e agosto (53,1) è compatibile con una crescita del PIL ancora pari a +0,3% nel terzo trimestre. Anche in prospettiva, l'andamento degli ordini (52,2 da 52,6) non lascia prevedere un'accelerazione dell'attività nei prossimi mesi.

Tra i maggiori paesi, in agosto l'attività ha accelerato in Francia (PMI composito a 51,9 da 50,0 in luglio), grazie al sensibile rimbalzo dei servizi (51,9 da 50,0) e nonostante l'accentuarsi della contrazione del manifatturiero (48,3 da 48,5). Ha, però, rallentato in Germania dove hanno frenato drasticamente sia i servizi (a 51,7 da 54,4) sia, in misura minore, il manifatturiero (a 53,6 da 53,8). Le difficoltà dell'economia tedesca, confermate dal forte calo della produzione a luglio (-1,5% su giugno), si riflettono sul clima di fiducia delle imprese: in agosto, l'indice IFO ha registrato il calo più ampio dalla primavera del 2012, scendendo a 106,2 (da 108,3 in luglio), il livello

Grafico 1.15

Frena nuovamente l'Area euro
(PIL, var. %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

più basso da febbraio. In particolare, il minor ottimismo si è verificato tra le imprese del commercio all'ingrosso e al dettaglio ma è calata drasticamente anche la fiducia nel manifatturiero.

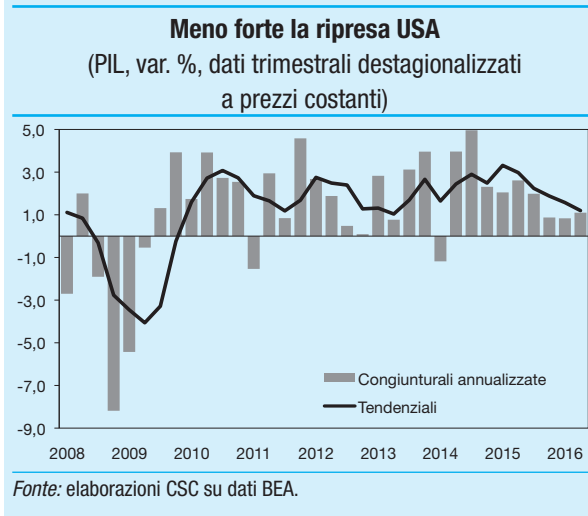
La crescita dell'Area euro continua a essere frenata da numerosi fattori sia esterni sia interni. Tra i quali va annoverata l'aumentata incertezza sulle effettive conseguenze della Brexit e sull'esito del programmato referendum costituzionale in Italia e di altre consultazioni popolari (referendum ungherese sull'immigrazione, elezioni presidenziali in Austria). Cui vanno aggiunte le preoccupazioni e le incognite legate al costante afflusso di migranti e al terrorismo. In agosto, il clima di fiducia è diminuito in tutti i settori di attività, con l'esclusione delle costruzioni, e tra i consumatori. Oltre a costituire un ostacolo per i consumi e, specialmente, per gli investimenti, la maggiore incertezza penalizza ulteriormente le esportazioni, già pesantemente colpite dal rallentamento delle economie emergenti, e danneggia il turismo.

Inoltre, nonostante il calo del tasso di disoccupazione (al 10,1% in luglio, dal 10,8% di un anno prima), resta elevato il numero dei senza lavoro (21,1 milioni) e, sebbene migliorate, sono ancora troppo stringenti le condizioni del credito in alcuni paesi. Infine, in paesi come la Germania, l'ampio surplus delle partite correnti consentirebbe politiche rivolte a stimolare una maggiore espansione della domanda interna.

USA avanti più adagio È continuata nel secondo trimestre, a ritmi moderati, la crescita negli USA: il PIL è aumentato dell'1,1% (+0,9% in media negli ultimi 3 trimestri, dati annualizzati; Grafico 1.16). Hanno agito da freno la significativa riduzione delle scorte, che ha sottratto ben 1,3 punti percentuali, e il forte calo, il terzo consecutivo, degli investimenti non residenziali (-2,5% annualizzato). Sono, invece, risultati in notevole aumento i consumi (+4,4%), sostenuti dall'incremento del reddito disponibile reale (+2,3%), dall'aumento dell'occupazione e della ricchezza finanziaria e immobiliare e dai bassi tassi di interesse.

Il PIL è atteso accelerare nella seconda metà dell'anno, con il concludersi del processo di aggiustamento degli stock di magazzino e il rimbalzo degli investimenti residenziali, calati del 7,7% nel secondo trimestre dopo due anni consecutivi di robusti aumenti. Continua, infatti, a salire, a ritmi elevati, la domanda di abitazioni: in luglio le vendite di case nuove (+12,4% su giugno, +31,3% annuo) hanno raggiunto il livello più elevato da ottobre 2007; salgono anche i prezzi (+0,9% a maggio su aprile, +5,2% annuo l'indice Case-Shiller), contribuendo all'incremento della ricchezza immobiliare delle famiglie e a rinsaldare la fiducia.

Grafico 1.16



Dopo tre trimestri di cali consecutivi, migliorano anche le prospettive per gli investimenti in macchinari. A luglio, gli ordini di beni durevoli sono saliti del 4,4% rispetto a giugno: è il primo incremento da aprile e il più elevato dall'ottobre 2015. Sono, in particolare, aumentati, per il secondo mese consecutivo, gli ordini esclusi difesa e aeromobili (+1,6%), un indicatore che riflette molto fedelmente l'andamento di questo tipo di investimenti.

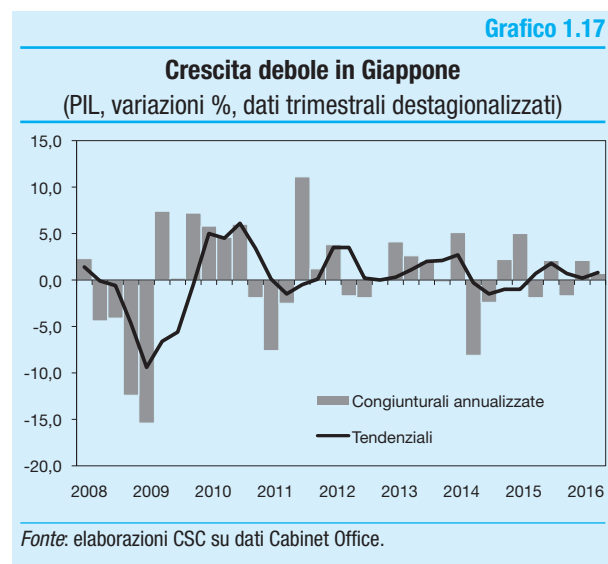
Continuano le note positive sul fronte del lavoro. In agosto si sono creati 151mila nuovi posti nel settore non agricolo (232mila in media al mese negli ultimi tre mesi). Il contemporaneo aumento della forza lavoro e del tasso di partecipazione è un chiaro segnale di rinnovata fiducia nella possibilità di trovare lavoro, ma calano le ore lavorate e salgono solo moderatamente i salari orari (+0,1% mensile, +2,4% annuo).

In media d'anno, nel 2016 il PIL salirà solo di un modesto 1,4%. La revisione al ribasso dei dati storici e il deludente risultato del secondo trimestre hanno, infatti, ridotto sensibilmente, rispetto a quanto il CSC aveva stimato lo scorso giugno, la crescita acquisita a metà anno (a +1,0% da +1,4%). Getta qualche ombra sull'effettivo realizzarsi dell'accelerazione la brusca caduta in agosto, in territorio recessivo, dell'indice di attività del manifatturiero.

L'espansione si manterrà modesta anche nel 2017 con il PIL atteso accelerare solo al 2,0%. Continueranno, infatti, a pesare in modo significativo sulle decisioni di spesa le incertezze sulla solidità della ripresa delle economie dei paesi emergenti, sulle effettive conseguenze della Brexit e sugli sviluppi politici in Europa e Medio Oriente. Un dollaro relativamente forte contribuirà, inoltre, a frenare le esportazioni. Mentre verrà superata l'incognita del voto presidenziale.

Il Giappone vara stimoli di bilancio L'economia nipponica ha rallentato nel secondo trimestre del 2016: +0,7% annualizzato il PIL, dopo il +2,1% nel primo (Grafico 1.17). La frenata è stata dovuta alla debolezza dei consumi (+0,6% dopo +2,8%) e alla contrazione dell'export (-5,8% dopo +0,4%); le esportazioni nette hanno sottratto un punto percentuale alla crescita.

Il fragile recupero dalla recessione provocata dal rialzo dell'IVA nell'aprile 2014 ha spinto il Governo a rinviare a ottobre 2019 il secondo aumento della tassa sui consumi, previsto per aprile 2017, e ad annunciare un nuovo piano di stimolo del valore complessivo di 240 miliardi di euro (pari al 5,6% del PIL). La debolezza della domanda estera, soprattutto cinese, e l'apprezzamento dello yen (+20% sul dollaro da inizio anno) rappresentano rischi per la crescita del PIL che nell'orizzonte di previsione resterà al di sotto dell'1%.



Il partito di governo è uscito rafforzato dalle elezioni di luglio, in cui ha conquistato la maggioranza anche alla Camera alta, e punta al rilancio delle politiche economiche dell'*Abenomics*. Le nuove misure di bilancio aiuteranno la crescita nel breve periodo ma, oltre a rinviare il consolidamento dei conti pubblici (il debito è attualmente pari al 240% del PIL), con il raggiungimento dell'avanzo primario entro il 2020, non potranno avere effetti duraturi senza una decisa accelerazione nel processo di riforme strutturali necessarie ad aumentare il potenziale di crescita dell'economia. L'inflazione ancora lontana dall'obiettivo del 2% (indice *core* a -0,5% annuo in luglio) esercita una pressione crescente sulla *Bank of Japan*; un nuovo allentamento monetario è probabile prima della fine del 2016.

Sul Regno Unito pesa l'incertezza da Brexit Il PIL del Regno Unito ha accelerato prima del referendum sulla Brexit, tenutosi il 23 giugno: +0,6% congiunturale nel secondo trimestre 2016, rispetto al +0,4% nei primi tre mesi dell'anno, grazie alla robusta crescita dei consumi (+0,9%), che ha più che compensato il contributo negativo delle esportazioni nette (-0,3 punti percentuali; Grafico 1.18).

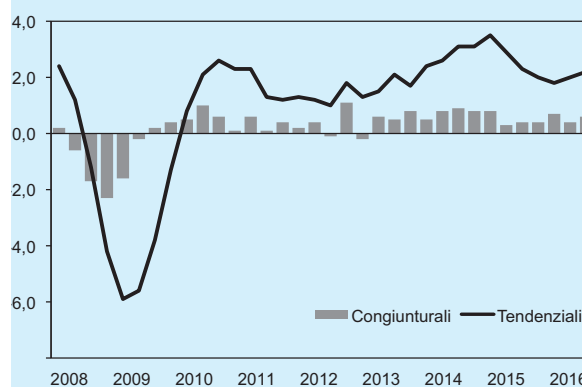
Sul futuro dell'economia britannica pesa il clima di incertezza legato alle future relazioni con l'UE. I dati finora pubblicati dopo il voto dimostrano una resilienza dell'economia maggiore dell'atteso e puntano a un PIL perlomeno piatto nel terzo trimestre.

All'ottima performance delle vendite al dettaglio in luglio (+1,4% mensile) e al parziale recupero in agosto della fiducia dei consumatori, che in luglio aveva registrato il più forte calo dal 1994, si sono aggiunti i forti rimbalzi dei PMI in agosto, seguiti ai minimi pluriennali segnati in luglio (manifatturiero a 53,3 da 48,3; terziario a 52,9 da 47,4). Le dinamiche future degli investimenti e dei consumi risentiranno comunque negativamente dell'incertezza su tempi, modi e contenuti dell'uscita dall'UE (si veda il riquadro *La Brexit sposta IDE del Regno Unito all'Unione europea*). L'export trarrà, invece, beneficio dal deprezzamento della sterlina (10% dal 23 giugno). Il PIL, aumentato del 2,2% nel 2015, salirà intorno all'1,5% nel 2016, frenando decisamente nel 2017.

A supporto dell'economia è già intervenuta la Banca d'Inghilterra, che in agosto ha portato il tasso di riferimento al minimo storico dello 0,25%, operando il primo taglio dal 2009, rilanciato il programma di *Quantitative Easing* con nuovi acquisti di titoli di Stato e di obbligazioni private rispettivamente per 60 e 10 miliardi di sterline e annunciato il *Term Funding Scheme*, finalizzato a impegnare le banche a girare il credito ricevuto all'economia reale. Ulteriori misure di stimolo da parte del governo May, che ha rinunciato all'obiettivo di surplus di bilancio entro il 2020, sono attese per la fine del 2016, ma saranno comunque di importo limitato.

Grafico 1.18

Regno Unito in accelerazione nel pre-Brexit (PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

Gli emergenti accelereranno nel 2017

Per i paesi emergenti il rallentamento in atto dal 2011 si interrompe nel 2016. Il CSC prevede che il loro PIL aumenterà quest'anno del 4,0%, come nel 2015, e che tornerà ad accelerare al 4,3% il prossimo (Grafico 1.19). Si tratta comunque di ritmi inferiori non solo alla media pre-crisi (6,6% nel 2000-7), ma anche al 4,9% medio degli ultimi trent'anni. La stima per il 2016 è invariata rispetto a quella elaborata a giugno, mentre quella per il 2017 è stata marginalmente rivista al rialzo (+4,2%), principalmente a causa di una minore intensità attesa delle recessioni in Russia e Brasile, solo in parte controbilanciata da un ritmo di crescita dell'India leggermente inferiore a quello ipotizzato. Restano invariate le stime CSC per la Cina, più prudenti di quelle del consenso.

I nuovi mercati hanno fornito nel 2015 più della metà (57,6%) del PIL globale (calcolato a parità di potere di acquisto), di cui continueranno a essere un motore importante, contribuendo per circa tre quarti alla sua crescita nell'orizzonte di previsione.

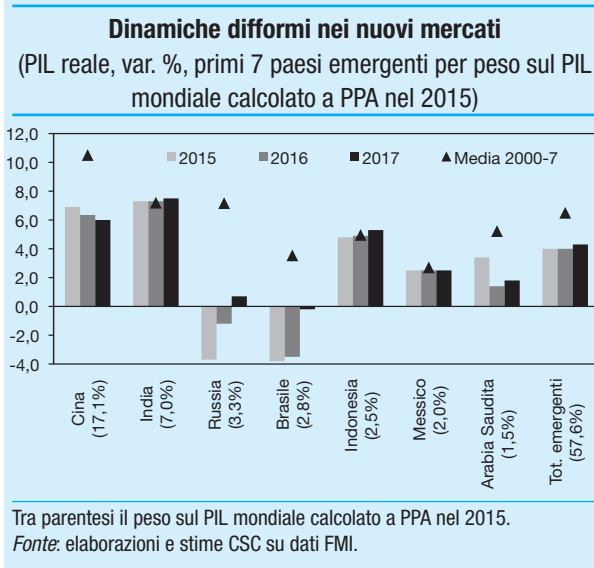
Dai BRIC proviene oltre la metà del loro prodotto e quindi l'andamento dell'aggregato dipende anzitutto da essi, con in testa la Cina, che rappresenta da sola il 30% del PIL degli emergenti. I BRIC sono anche mercati importanti per l'export italiano: la Cina è il secondo mercato di destinazione delle 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.

In Cina agiscono politiche espansive

Il rallentamento strutturale della Cina verso una crescita fisiologicamente minore e maggiormente basata su consumi privati e servizi proseguirà nell'orizzonte di previsione. Nella prima metà dell'anno l'economia cinese è cresciuta del 6,7%, in linea con l'obiettivo minimo del 6,5% fissato fino al 2020 dal Governo, grazie all'accelerazione dell'industria, mentre hanno frenato i servizi (Grafico 1.20). La dinamica, superiore alle attese, è stata sostenuta da politiche di bilancio molto espansive, che difficilmente potranno essere mantenute nel prosieguo del 2016, a meno di infrangere il vincolo del 3% del rapporto deficit/PIL fissato per l'anno in corso.

I dati di luglio confermano l'ulteriore frenata dell'economia: +6,0% annuo la produzione industriale (+6,2% in giugno), +10,2% le vendite al dettaglio (+10,6%) e +8,1% nei primi 7 mesi dell'anno gli investimenti fissi (ritmo più basso da dicembre 1999). Il rallentamento atteso negli ultimi due trimestri dell'anno, insieme ai possibili effetti della Brexit che potrebbero colpire l'ex-

Grafico 1.19



port cinese attraverso una domanda più debole dell'Eurozona, spingono il CSC a non cambiare le previsioni di crescita. La Cina crescerà del 6,3% nel 2016 e del 6,0% nel 2017, dal 6,9% nel 2015.

La frenata è parte di un percorso di sviluppo lastricato di ostacoli che il 17° piano di sviluppo quinquennale (2016-2020) punta a superare. Innanzitutto l'eccesso di capacità produttiva delle grandi imprese di stato dell'industria pesante, capacità che nel caso dell'acciaio e del carbone dovrà essere ridotta del 10% prima del 2020. In secondo luogo, gli squilibri nel mercato del credito che trovano origine principalmente nel finanziamento quasi a

fondo perduto dei progetti di investimento delle società di proprietà pubblica da parte delle grandi banche statali. 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. 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.

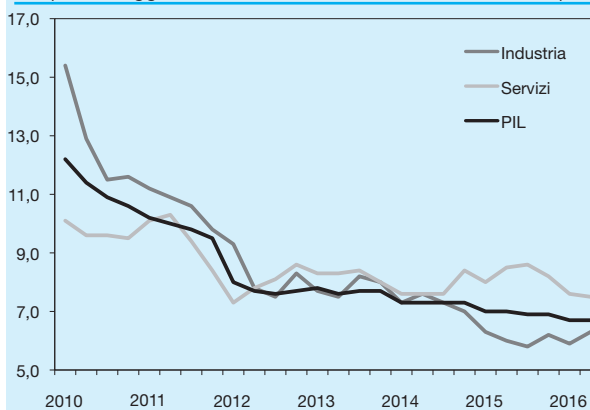
In India riforme, finalmente

Le previsioni del CSC per l'India vengono riviste marginalmente al ribasso rispetto a quelle formulate in giugno a causa di una crescita leggermente sotto le attese nella prima parte dell'anno: +7,3% il PIL nel 2016 e +7,6% nel 2017² (da +7,4% e +7,7%). Nel 2015 l'economia è cresciuta del 7,6%, il ritmo più elevato dal 2010 e tra i G-20. I dati sui primi due trimestri del 2016 confermano che il recupero verso i ritmi di crescita registrati nel 2009 e 2010 è graduale, disomogeneo e principalmente supportato dai consumi delle famiglie, vero motore dello sviluppo del paese, mentre la crescita degli investimenti, specialmente nel manifatturiero, ha continuato a deteriorarsi per la lentezza dimostrata dal governo Modi nei primi due anni di mandato nel portare a termine le numerose riforme strutturali previste in agenda.

Un forte impulso nei mesi estivi al processo di riforma ha portato all'approvazione di una serie di progetti attesi da tempo: la tasa unificata sul valore aggiunto, che semplifica notevolmente il regime di imposizione indiretta e porterà benefici alla crescita del PIL stimati dal Governo tra 1 e 2 punti percentuali; la nuova legge fallimentare; e la strategia di *inflation targeting* (con obiettivo del 4% con tolleranza in alto e in basso del 2% per l'indice dei prezzi al consumo) per la politica monetaria della banca centrale. Ulteriori benefici per la crescita nel 2017 deriveranno dall'aumento del salario deliberato per i dipendenti pubblici e dalla stagione molto positiva

Grafico 1.20

In Cina converge la crescita di industria e servizi (Valore aggiunto, variazioni % annue, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati National Bureau of Statistics.

² 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).

dei monsoni, con piogge previste del 6% superiori alla media, che favorirà la produzione del settore agricolo da cui dipende il 65% dei redditi delle aree rurali.

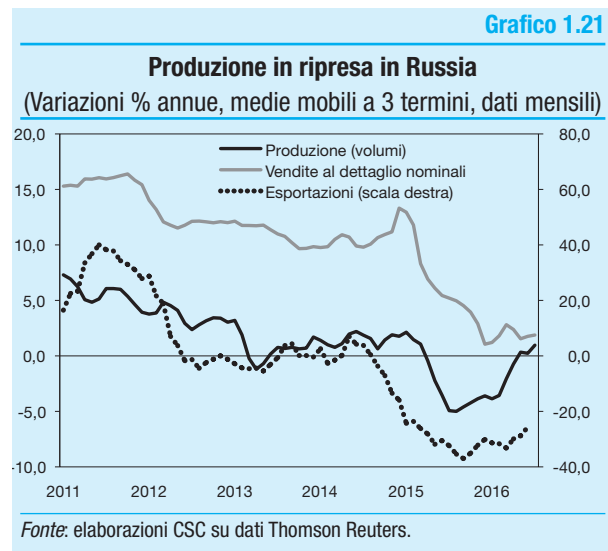
Per mantenere ritmi di crescita superiori al 7% annuo nel medio periodo servono maggiori investimenti e più rapidità nell'attuazione delle riforme annunciate; molto resta ancora da fare in termini di flessibilità del mercato del lavoro, riforma dei diritti di proprietà, ammodernamento delle infrastrutture.

Russia alla fine della recessione? Le nuove previsioni del CSC per la Russia sono migliori di quelle rilasciate in giugno: -1,2% il PIL nel 2016 e +0,7% nel 2017, dopo il -3,7% nel 2015 (in giugno si stimava -1,4% nel 2016 e +0,3% nel 2017). La recessione in atto dall'inizio del 2015 è continuata nei primi due trimestri del 2016 (-0,6% annuo il PIL nel secondo 2016, dopo -1,2% nel primo e -3,8% nel quarto 2015), ma a ritmi meno intensi del previsto grazie al recupero del prezzo del petrolio.

L'economia russa resta fragile e oltremodo basata sulla produzione ed esportazione di materie prime energetiche (Grafico 1.21). Tuttavia, emergono segnali che si sta adattando al nuovo contesto di prezzi del petrolio più bassi e di limitato accesso al finanziamento sui mercati dei capitali occidentali (l'UE in giugno ha rinnovato per ulteriori 6 e 12 mesi due pacchetti di sanzioni a Mosca; si veda il riquadro *Le sanzioni azzoppiano le prospettive di ripresa dell'export italiano in Russia*). 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 da alcuni mesi.

Segnali di risveglio dell'attività arrivano dagli indici PMI che in giugno hanno registrato valori in area espansiva sia nel manifatturiero sia nei servizi per la prima volta da agosto 2014; il composito in luglio ha toccato il massimo da febbraio 2013. I salari reali, in calo del 9,5% nel 2015, sono stati piatti nella prima metà del 2016 e torneranno a sostenere la spesa dei consumatori.

Nei dati di PIL ci si aspetta un'inversione di tendenza nei primi mesi del 2017. Resta il fatto che il potenziale di crescita dell'economia e, dunque, le prospettive di un rapido recupero sono compressi da problemi strutturali di lunga data, come la sfavorevole dinamica demografica e l'obsolescenza delle infrastrutture.



Le sanzioni azzoppiano le prospettive di ripresa dell'export italiano in Russia

Le previsioni del CSC sulla crescita economica in Russia sono moderatamente ottimistiche, soprattutto grazie all'andamento più favorevole dei prezzi del petrolio a partire dal secondo trimestre del 2016. Le sanzioni della UE, rinnovate a giugno 2016, fanno però perdurare il clima di incertezza iniziato con la crisi in Crimea nel 2014¹. Resta quindi alto il rischio che la ripresa dell'export italiano risulti compromessa dalle ritorsioni commerciali imposte dalla Russia sul settore agroalimentare. Ad essere a rischio è l'esistenza stessa dell'agroalimentare italiano in Russia. Il blocco di questo comparto ha, infatti, dato inizio ad un rapido effetto di sostituzione del *Made in Italy* con beni simili provenienti da altri paesi (per esempio dalla Turchia) o fatti direttamente da produttori domestici. Le sanzioni della UE mettono anche a repentaglio gli sforzi di molti altri comparti italiani, che negli anni hanno investito molto riuscendo a ritagliarsi importanti quote di mercato e garantendo all'Italia il quarto posto tra i partner esportatori presenti nella Federazione russa.

L'economia russa risente della persistente debolezza del petrolio, che ha registrato un calo del 51,4% tra il 2013 e il 2015 passando da 108,9 a 52,9 dollari al barile. La domanda di beni importati dall'Italia, che segue inesorabilmente la dinamica del prezzo del greggio (Grafico A), si è contratta del 33,9% (su valori espressi in dollari). A partire dal secondo trimestre 2016 si osserva una ripartenza di entrambi rispetto al trimestre precedente (+37,2% il petrolio e +17,1% l'export italiano), ma le prospettive di ripresa e definitiva uscita dalla recessione restano incerte per le non risolte tensioni in Crimea e il conseguente rinnovo delle sanzioni economiche della UE.

Per l'Italia, alla contrazione dell'export in valore non si è accompagnata una riduzione della quota di mercato, che è lievemente cresciuta passando dal 4,5% del 2013 al 4,7% del 2015 (Grafico B). La tenuta si è mostrata migliore di quella della Germania, che, a fronte di un calo dell'export verso la Russia del 49,1% (da 48,7 a 24,8 miliardi di dollari), ha sperimentato anche una piccola riduzione della quota di mercato dal 15,2% al 14,7%. La congiuntura sfavorevole s'innesta su un cambiamento strutturale della domanda di import russa che sta gradualmente spostando il suo baricentro a Est. Tra il 2007 e il 2015 le quote di mercato italiana e tedesca si sono ridotte sostanzialmente (quella italiana di 2,1 punti percentuali e quella te-



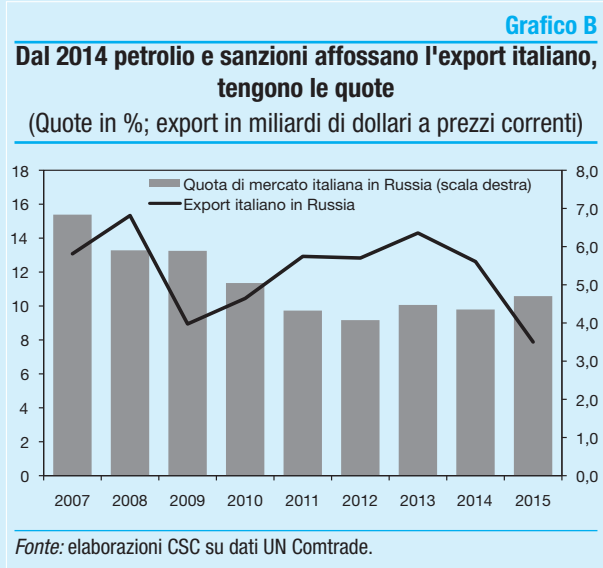
¹ Per delle analisi precedenti sugli effetti della crisi in Crimea si vedano *Scenari economici*, n.21, settembre 2014 e *Scenari economici*, n.22, dicembre 2014.

desca di 5,6 punti) in favore di alcuni paesi dell'Europa orientale (Bielorussia, Polonia e Repubblica Ceca), ma soprattutto della Cina, che è diventata il primo esportatore in Russia superando la Germania e allargando la sua quota di mercato di 5,8 punti percentuali, passando dal 14,9% al 20,7%.

Ben peggiore è stato il trend seguito dai settori investiti dalle ritorsioni russe alle sanzioni imposte dalla UE. Tra il 2013 e il 2015 l'import agroalimentare dall'Italia ha subito un crollo verticale del 95% passando da 228,3 a 11,6 milioni di dollari. Se da una parte l'effetto netto delle sanzioni è stato attenuato dalla debolezza del mercato petrolifero², il totale azzeramento delle quote italiane per alcuni comparti (tra i più colpiti risultano salumi e carni fresche, formaggi e latticini, il settore frutticolo) del settore affievolisce le prospettive di ripresa. Le sanzioni saranno in vigore almeno fino al 15 settembre 2016 e, visto il perdurare delle tensioni tra Russia e Ucraina, potrebbero essere prolungate ulteriormente. Per il 2017, in caso di prezzi contenuti del petrolio (55 dollari al barile), il CSC stima che a causa delle sanzioni si rischia di compromettere un mercato da 130 milioni di euro. Se le sanzioni dovessero prolungarsi oltre, e in uno scenario in cui i prezzi del petrolio tornino al livello di 100 dollari al barile, la perdita si attesterebbe a 230 milioni di dollari all'anno.

Il raffreddamento dei rapporti tra Occidente e Russia rischia di arrecare danni che vanno ben oltre il forte ridimensionamento del settore agroalimentare. Le sanzioni finanziarie imposte dalla UE pesano infatti sulla liquidità di molti *retailer* russi, limitandone fortemente la capacità di commerciare beni importati di tutti i comparti. Inoltre, il prolungarsi delle sanzioni contribuisce a rafforzare lo spirito nazionalistico russo e tutti i settori chiaramente identificabili come *Made in Italy* potrebbero finire sotto il mirino di ritorsioni commerciali, che esse siano formalizzate o meno da atti legislativi. Tutto ciò si inserisce in una fase storica già complessa dal punto di vista strutturale, che vede un allontanamento graduale della sfera d'interessi russa dall'Occidente e l'implementazione da parte dell'*establishment* russo di politiche economiche volte a sostituire beni importati con beni *Made in Russia*. In gioco ci sono quindi consistenti quote di mercato che, nonostante congiuntura avversa e sanzioni, hanno fruttato in media 12 miliardi di dollari all'anno dal 2011, ovvero il 2,4% dell'export italiano nell'ultimo quinquennio.

² Il CSC stima che, in assenza di sanzioni, l'agroalimentare avrebbe comunque risentito della congiuntura negativa e si sarebbe ridotto 125,6 milioni di dollari e che quindi nel biennio considerato le sanzioni hanno avuto un effetto netto di 91,2 milioni di dollari.



In Brasile torna la fiducia

Il CSC rivede al rialzo le previsioni per il Brasile: -3,5% nel 2016 e -0,2% nel 2017 (contro -4,0% e -0,8% in giugno). Il leader del Partito del movimento democratico brasiliano, Michel Temer, presidente ad interim già da maggio scorso e ora insediato come 37esimo presidente della Repubblica, sembra aver risollevato le aspettative del paese. La fiducia delle imprese è salita a 51,5 in agosto da 47,3 in luglio (ai massimi da aprile 2014) e quella dei consumatori (79,3 in agosto da 76,7 in luglio), in recupero da maggio, ha raggiunto i livelli di inizio 2015 (Grafico 1.22).

Prime indicazioni positive anche dal PMI manifatturiero: in agosto la componente produzione, seppur ancora in area di contrazione, ha segnato il minor calo negli ultimi 19 mesi (49,2), grazie alla crescita dell'output dei beni di consumo, la prima da marzo 2015. La revisione al rialzo della previsione del PIL è motivata anche dalla dinamica della produzione industriale, che seppur ancora su livelli molto bassi, a luglio ha registrato il quinto aumento mensile consecutivo.

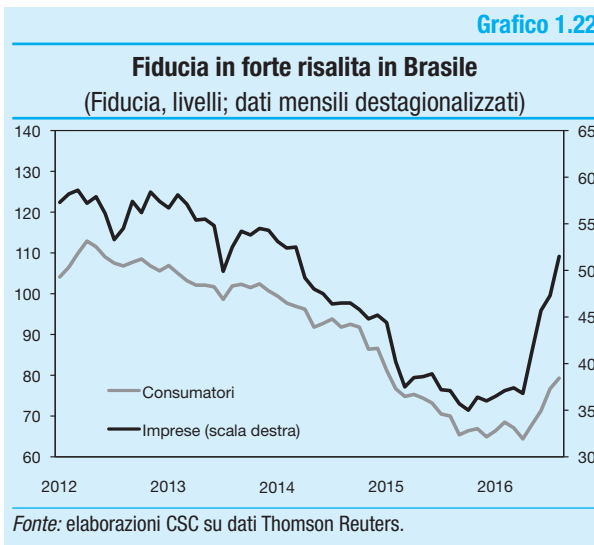
La crisi politica e istituzionale si è, dunque, conclusa. Il Senato brasiliano il 31 agosto scorso ha votato a favore dell'*impeachment* e quindi della destituzione dell'ormai ex-presidente Dilma Rousseff. Il voto chiude la lunga stagione di governo del Partito dei lavoratori, durata 13 anni.

La forte crisi economica, che ha visto il Brasile cadere nella peggior recessione degli ultimi 30 anni (-3,8% il PIL nel 2015) dovrà essere affrontata rapidamente dal nuovo presidente, partendo innanzitutto da un processo di risanamento dei conti pubblici.

Incertezza in Turchia, Polonia ok

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. Hanno beneficiato della graduale crescita dell'Eurozona e dei bassi prezzi del petrolio e si sono assestati su una domanda estera meno vivace; le principali economie possono, oggi rispetto a un quinquennio fa, contare di più sulla domanda interna. Polonia e Turchia hanno chiuso il 2015 meglio delle attese, segnando rispettivamente un aumento del 3,6% e del 3,8% del PIL e si prevede che mantengano ritmi di crescita intorno al 3% nell'orizzonte previsivo. In Turchia permangono i rischi derivanti dall'elevato deficit di parte corrente finanziato da capitali di breve termine, un problema strutturale che la rende molto esposta a shock come l'instabilità politica e il peggioramento delle condizioni di sicurezza.

Grafico 1.22



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 il PIL degli Emirati ha segnato un +3,9% e quello dell'Arabia un +3,4%; la loro crescita è stata frenata dall'abbassamento del prezzo del petrolio e dall'instabilità politica nella regione. In entrambi i paesi la dinamica economica nel 2016 sarà più debole e si attesterà intorno al 2% per i primi e poco al di sopra dell'1% per l'Arabia.

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. Nell'orizzonte di previsione la crescita del PIL accelererà a un ritmo vicino al 4%, dopo il +1,5% registrato nel 2015.

Prezzo del petrolio in lenta salita

Nello scenario CSC la quotazione del Brent è attesa poco sopra i valori correnti negli ultimi mesi del 2016: 52 dollari a barile a fine anno. Il lento incremento prosegue nel 2017, chiudendo a 58 dollari. Questo profilo colloca il prezzo, in media, a 45 dollari nel 2016 (da 53 nel 2015) e a 55 nel 2017.

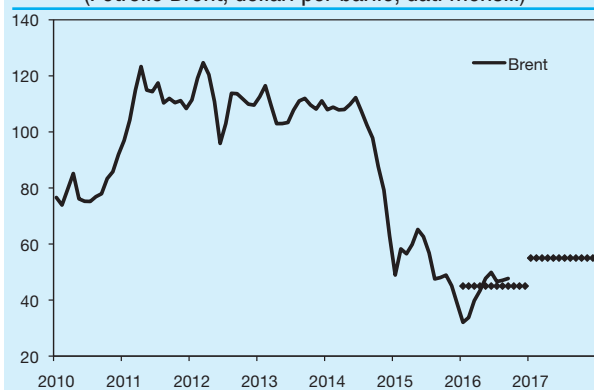
Il rincaro riflette il graduale riequilibrio del mercato mondiale, che sta avvenendo tramite la frenata dell'offerta e l'aumento della domanda e che si completerà nella seconda metà del 2017. Tale scenario si basa sull'attesa che l'espansione dei consumi di petrolio acceleri il prossimo anno, in particolare in varie economie emergenti; su questa ipotesi, però, pesa il rischio di un rallentamento a causa della Brexit.

Il prezzo del Brent è risalito a 47,7 dollari al barile in media nella prima decade di settembre, dopo il calo a 46,6 a luglio (massimo a 49,9 dollari a giugno; Grafico 1.23). L'impatto al ribasso della Brexit sulle quotazioni è stato quindi contenuto, considerata anche l'elevata volatilità dei prezzi negli ultimi anni. Comunque, ne ha interrotto la risalita che era in atto fino a giugno. La quotazione resta molto al di sotto dei valori del 2014 (99,2 in media). Il rialzo del prezzo dai minimi di inizio 2016 ha riflesso vari elementi.

Primo, le tensioni geopolitiche hanno ridotto l'estrazione in vari paesi e alimentano incertezza: la capacità estrattiva OPEC indisponibile a causa dei conflitti in atto è elevata (2,3 mbg a luglio, in buona parte in Libia; picco a 2,9 nell'ottobre 2015). Questa capacità non sfruttabile rappre-

Grafico 1.23

Il prezzo del petrolio resta basso (Petrolio Brent, dollari per barile, dati mensili)



2016-2017: previsioni CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

senta anche un rischio al ribasso per il prezzo qualora le vicende belliche evolvessero favorevolmente. L'offerta è esposta a shock anche nei paesi non-OPEC: gli stop in vari paesi produttori hanno sottratto 0,5 mbg a luglio, da un massimo di 1,1 mbg a maggio che era stato causato da vasti incendi in Canada.

Secondo, la produzione di greggio USA, che ha maggiori costi di estrazione (*shale oil*), è ormai scesa in misura marcata, a causa dei prezzi bassi (8,5 mbg in agosto, da un picco di 9,6 a metà 2015). Ciò segnala che il riequilibrio del mercato mondiale sta avvenendo, sebbene con lentezza, perché è venuto meno quello che era stato il motore dell'espansione dell'offerta negli ultimi anni.

Terzo, la capacità inutilizzata OPEC è scesa ai minimi (1,1 mbg a luglio, da 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 rapidi aumenti della produzione. Tuttavia, questo conta meno in un mercato in cui è ancora presente un eccesso di offerta.

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

Anzitutto, l'accordo sul nucleare tra nazioni occidentali e Iran e la successiva eliminazione delle sanzioni, avvenuta a inizio anno, hanno già riportato sui livelli passati l'estrazione di greggio del paese: 3,7 mbg a luglio, da 2,8 a fine 2015 (3,7 nella prima metà del 2011). Un incremento ottenuto rapidamente, che contribuisce a mantenere abbondante l'offerta di greggio nel mercato.

Inoltre, negli ultimi anni il Cartello OPEC si è dimostrato poco coeso nel limitare l'offerta e quindi sostenere i prezzi, come evidenziato dall'incapacità di accordarsi anche solo su un congelamento della produzione, da molti ritenuto necessario per favorire un più rapido riassorbimento dell'eccesso di offerta mondiale. Alcuni paesi OPEC, al contrario, stanno accrescendo l'estrazione.

Le quotazioni del Brent rimangono molto volatili: 6,6 la deviazione standard (in dollari) dei valori giornalieri nei primi otto mesi del 2016 (8,0 nel 2015; 4,2 nel 2000-2006). Quest'anno il prezzo ha oscillato in una fascia di oltre 13 dollari intorno alla media (16 l'anno scorso), contro i circa 8 dollari pre-crisi.

Le attese sui prezzi restano debolmente rialziste: i *future* sul greggio indicano un rincaro di un dollaro entro fine 2016 e di altri 4 dollari entro fine 2017. Alla luce della volatilità recente, il rialzo atteso dal CSC entro fine 2017 rappresenta una variazione limitata.

Domanda sopra l'offerta a fine 2017 Nel mercato mondiale del greggio si registra ancora un'abbondanza di offerta rispetto alla domanda: l'estrazione supera le richieste di 0,8 mbg in media nel 2016 (da 1,9 mbg nel 2015; stime EIA). Le scorte di greggio nei paesi OCSE crescono: +81 milioni di barili a fine 2016 rispetto a fine 2015, per un totale di 3,1 miliardi di barili (pari a oltre due mesi di consumi dei paesi avanzati).

La produzione mondiale cresce poco nel 2016: +0,4 mbg in media. Nei paesi non-OPEC si registra un calo (-0,6 mbg), in gran parte negli USA. La produzione OPEC, invece, è in forte au-

mento: +1,0 mbg atteso nella media dell'anno. A luglio è già arrivata a 39,5 mbg (inclusi NGL e altri liquidi), +1,0 da inizio anno. In particolare, l'estrazione è ai massimi in Iraq (4,4 mbg) e Arabia Saudita (10,5 mbg), che sta perseverando nella strategia di conquista di quote di mercato. Viceversa, resta molto bassa in Libia (0,3 mbg, da 1,5 a metà del 2013).

Nel 2016 la domanda mondiale di greggio cresce più dell'offerta (+1,5 mbg). L'incremento si realizza in gran parte nei paesi emergenti (+1,3 mbg), ma una crescita si registra anche negli avanzati (+0,1), dove i prezzi bassi stimolano i consumi.

Per il prossimo anno, si prevede il completamento della chiusura del gap tra domanda e offerta. Secondo lo scenario EIA, i consumi di greggio sono previsti crescere di ulteriori 1,5 mbg nel 2017, interamente negli emergenti. La produzione mondiale, invece, di soli 0,5 mbg, incorporando una nuova flessione negli USA (-0,2 mbg).

Nella seconda metà del 2017 la produzione verrà quindi superata dalla domanda (di 0,2 mbg nella media dell'anno). Perciò, avrà fine il processo di accumulo di scorte nei paesi OCSE, che aveva caratterizzato gli ultimi anni (-53 milioni di barili a fine 2017 su fine 2016).

Prezzi non-oil in recupero nel 2017

Gli andamenti recenti delle quotazioni *non-oil* sono piuttosto diversificati e volatili, dopo le forti riduzioni del 2014-2015. In alcuni casi, in particolare per gli input alimentari, i prezzi non hanno una direzione chiara. In altri mercati, specie quelli dei metalli e anche degli input agricoli *non-food*, l'andamento è prevalentemente al ribasso. Il fattore comune è l'attenuazione delle attese di una crescita sostenuta della domanda, anche a causa delle ricadute della Brexit, e quindi un'offerta mondiale ancora relativamente forte. Lo scenario del prossimo anno, invece, vedrà un lento ma generale recupero dei prezzi delle commodity, con il rafforzarsi della dinamica dell'economia mondiale.

La quotazione del ferro ha recuperato in agosto (+9,6%), dopo i ribassi dei due mesi precedenti (-6,8% al mese). Viceversa, il prezzo del mais è diminuito del 10,9% al mese in luglio-agosto (dopo un +3,4% al mese tra aprile e giugno). Si sono ridotti in agosto anche il prezzo del rame (-2,5%, dopo +4,8% a luglio) e quello del cotone (-0,7%, dopo +5,2% al mese nei quattro mesi precedenti). Tutte le quotazioni, comunque, sono molto sopra le medie di lungo periodo, sia quelle agricole (il cotone è del 16,3% oltre i livelli medi del 1990-2009, il mais del 18,9%) sia quelle dei metalli (rame +54,4%, ferro +62,4%).

Per varie commodity, la volatilità dei prezzi degli ultimi mesi è spiegata dalla previsione di un mercato fisico con un equilibrio molto stretto e incerto. Ad esempio, per il mais, il raccolto mondiale è inferiore ai consumi nella stagione 2015-16, ma è atteso in forte recupero in quella 2016-17 tanto da superare di misura la crescente domanda (stime *United States Department for Agriculture, USDA*); le scorte sono previste in risalita, anche se su valori contenuti: 21,9% del consumo mondiale (da 21,5% nel 2015-16). In altri casi, invece, la domanda supera di molto l'offerta. Ad esempio, per il cotone i consumi saranno ancora largamente insoddisfatti dalla produzione corrente nel 2016-17, nonostante questa recuperi dopo un calo durato quattro anni; perciò, gli stock sono attesi in netta flessione, pur restando elevati: 80,5% del consumo annuo (da 102,1% nel 2014-15). Ciò giustifica l'attesa di rincari nel prossimo anno.

Nella media del 2016 l'andamento delle quotazioni delle commodity sarà differenziato: quelle *food* resteranno sostanzialmente stabili (+0,3%, previsioni Banca Mondiale), mentre un ribasso contenuto si avrà per le materie prime non alimentari di origine agricola (-1,7%) e un calo molto più marcato per i metalli non ferrosi (-11,0%).

Nel 2017 si vedrà anche nelle medie annue una generale inversione di tendenza dei prezzi, con una lenta risalita (Grafico 1.24). Una previsione basata, in generale, sull'ipotesi di accelerazione del consumo mondiale di materie prime. Le

quotazioni alimentari cresceranno poco (+1,6%), un po' di più quelle delle commodity agricole non alimentari (+2,3%). Un rincaro maggiore è atteso per i metalli non ferrosi (+5,2%), dopo il forte ribasso di quest'anno.

Tassi BCE fermi ai minimi storici

La BCE sta attuando le ulteriori misure espansive decise a marzo, a fronte di un'inflazione troppo bassa nell'Eurozona (+0,2% annuo in agosto, +0,8% l'indice *core* che esclude energetici e alimentari) e del rischio che si radichino attese al ribasso sui prezzi. Tali interventi sono pensati per stimolare il credito e, quindi, la domanda interna e la dinamica dei prezzi. La Banca Centrale ha più volte sottolineato che, se sarà necessario, è pronta ad altre misure, che potrebbero riguardare un'ulteriore espansione del QE e una nuova limatura dei tassi.

La BCE ha già portato il tasso principale a zero e quello sui depositi delle banche a -0,40%. Gli istituti, cioè, devono pagare per tenere liquidità presso Francoforte. L'obiettivo è indurli a limitare il parcheggio di fondi (1.143 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*.

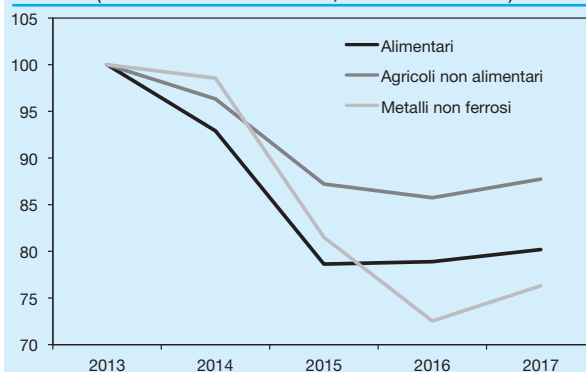
Nello scenario CSC la BCE manterrà i tassi ufficiali ai livelli attuali. È elevata la probabilità che tagli ancora quello sui depositi. Per sostenere la crescita dell'Area, deve tenere giù i tassi di mercato. L'Euribor a tre mesi è sceso lentamente in territorio negativo, posizionandosi tra il tasso sui depositi e quello sui prestiti: -0,30% in agosto, da -0,13% a dicembre. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, è a -1,2% in agosto (da -0,5% a inizio 2015). Resterà stabile, attestandosi a -0,26% in media nel 2016 e a -0,30% nel 2017. I *future* lo segnalano in marginale flessione (-0,31% a fine 2016 e -0,34% a fine 2017).

Prestiti BCE in aumento

I prestiti della BCE alle banche sono cresciuti poco negli ultimi mesi: 527 miliardi a settembre, da 500 a giugno (Grafico 1.25). Sono costituiti dalle operazioni tradi-

Grafico 1.24

Commodity non-oil: prezzi attesi in rialzo (Prezzi in dollari correnti, indici 2013=100)



2016-2017: previsioni Banca Mondiale (luglio 2016).

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca Mondiale.

zionali a breve (MRO) per 44 miliardi e da LTRO e T-LTRO per 483.

La BCE sta realizzando il nuovo round di prestiti alle banche, condizionati all'erogazione di credito (T-LTRO 2). Le nuove aste sono 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 (zero), ma c'è un forte incentivo a prestare: se i nuovi crediti supereranno determinate soglie, si beneficerà di tassi più bassi, cioè negativi, fino a scendere al livello di quello sui depositi (ora a -0,40%).

La prima T-LTRO 2, a giugno, ha erogato 399 miliardi alle banche dell'Eurozona, molto più delle ultime T-LTRO (7 miliardi sia a giugno sia a marzo). Tuttavia, le banche dell'Eurozona hanno contestualmente restituito gran parte dei fondi che avevano preso in prestito proprio con le T-LTRO, per un totale di 368 miliardi. Perciò, l'immissione netta di risorse con la prima T-LTRO 2 è stata pari a 31 miliardi. La seconda asta T-LTRO 2 è prevista per il 22 settembre.

Le precedenti T-LTRO contenevano già incentivi e sanzioni affinché le banche utilizzassero i fondi BCE per erogare prestiti a famiglie e imprese: più una banca prestava, più poteva finanziarsi a costo nullo (ma non negativo). Le T-LTRO hanno favorito in alcuni paesi la riduzione dei tassi praticati dalle banche, ma in Italia non hanno fermato la caduta del credito. Il totale prestato con le otto aste T-LTRO è stato pari a 432 miliardi, molto sotto le attese (64 miliardi residui in agosto).

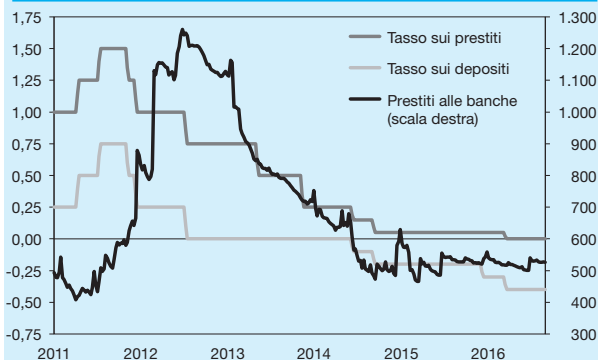
Il limite comune di tutte queste aste rimane quello di rendere "passiva" per la BCE la manovra del proprio bilancio: se la domanda delle banche è bassa, la BCE non riesce ad accrescere quanto vorrebbe lo stimolo monetario all'economia.

I fondi BCE restano importanti per molte banche in diversi paesi, per il persistere di difficoltà ad attingere ad altre forme di raccolta, in particolare sul mercato interbancario, o per scelta di convenienza, in quanto hanno un costo nullo (o negativo). Le banche italiane hanno in bilancio a luglio 175 miliardi di prestiti BCE (4,4% del passivo), valore cresciuto con le T-LTRO 2 (era 150 a maggio, 3,8%). Le banche greche restano quelle che vi fanno maggior ricorso, in proporzione, nonostante un graduale calo: 83 miliardi a luglio (22,4% del passivo), da 127 a metà 2015 (32,8%).

Portafoglio titoli BCE La BCE sta acquistando titoli al ritmo potenziato di 80 miliardi di euro mensili, dai 60 iniziali. Insieme all'estensione di sei mesi della durata del programma, 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 mesi). Peraltro, il QE dell'Eurozona è un pro-

Grafico 1.25

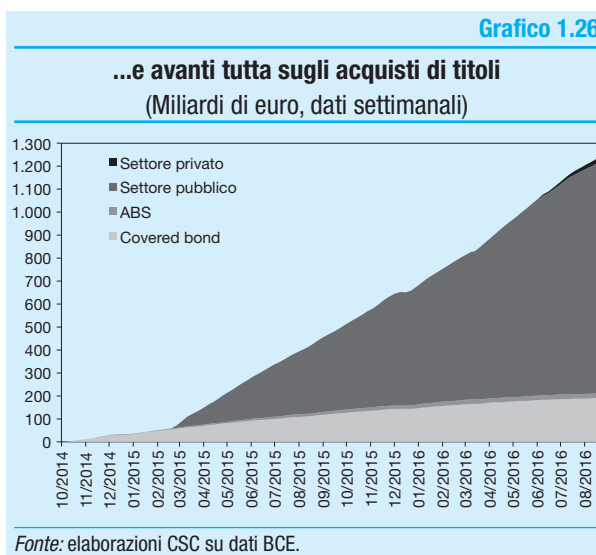
BCE: tassi ai minimi, prestiti in stallo... (Valori % e miliardi di euro, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Thomson Reuters.

gramma “aperto”: se la BCE non avrà evidenza di un’inflazione che stia tornando in linea con l’obiettivo, prolungherà ulteriormente gli acquisti. 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.

Lo stock di titoli nel bilancio BCE è salito a 1.366 miliardi di euro a settembre, da 191 nell’ottobre 2014 (+1.175). Gran parte di tale crescita è avvenuta a partire dal marzo 2015, con l’inizio degli acquisti di titoli pubblici: 1.002 miliardi (di cui 175 in titoli italiani). Il piano di acquisto di *covered bond* emessi da banche dell’Area euro ammonta a 191 miliardi, gli acquisti di titoli cartolarizzati ABS (*Asset Backed Securities*) a 20 miliardi. I nuovi acquisti di bond emessi da imprese non bancarie, con rating almeno *investment grade*, partiti in giugno, sono già arrivati a 20 miliardi (Grafico 1.26). I titoli provenienti da vecchi programmi di acquisto ammontano a 132 miliardi.



Tali acquisti tendono ad abbassare i tassi a lungo termine, in particolare sui titoli sovrani, e tengono debole l’euro, favorendo credito e ripresa. Grazie all’intervento della BCE, i rendimenti dei titoli pubblici nell’Eurozona sono storicamente molto bassi e spesso negativi: a settembre 1,30% per il BTP decennale e 0,04% per il Bund.

Sono il canale con cui la BCE è attiva nell’ampliare il proprio bilancio. L’espansione è già stata notevole: a settembre +1.354 miliardi dai minimi dell’ottobre 2014. E proseguirà grazie al QE (ancora sei mesi, per altri 480 miliardi) e alle T-LTRO 2. La dimensione del bilancio BCE ha superato i precedenti massimi di metà 2012 (3.342 miliardi a settembre, rispetto a 3.102), ma resta inferiore a quella del bilancio FED (4.474 miliardi di dollari, pari a 3.995 miliardi di euro al cambio corrente).

Depositi in BCE ai massimi

I depositi degli istituti creditizi dell’Eurozona presso la BCE continuano a crescere: a settembre 379 miliardi nella *deposit facility* (da 24 nel settembre 2014) e 764 nel *current account* (da 186), per un totale di 1.143 miliardi (da 210). Ciò avviene nonostante la remunerazione negativa e gli incentivi a prestare. Il parcheggio di fondi, infatti, non è stato scoraggiato finora dalla sostituzione delle LTRO con le T-LTRO e poi con le T-LTRO 2, con le quali le banche avrebbero dovuto prendere a prestito in BCE solo risorse necessarie a erogare credito.

L’aumento dei depositi presso Francoforte sta avvenendo, da quasi due anni, in parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE. Le banche colgono l’opportunità di tali acquisti BCE

per alleggerire il proprio portafoglio titoli e parcheggiano la liquidità che ne ricavano, 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 dei prestiti BCE e dei titoli acquistati, a cui vanno sottratti i depositi delle banche. L'espansione monetaria risulta minore, ma comunque significativa: 750 miliardi di euro a settembre, da 468 nel settembre 2014 (+282 miliardi).

FED: rialzo dei tassi nel 2017 Il tasso di riferimento della FED è fermo dal dicembre 2015 nella forchetta 0,25-0,50% (0,40% il tasso effettivo in agosto), a seguito dell'unico rialzo realizzato finora. La crescita USA ha abbassato la disoccupazione (4,9% a luglio) in linea con il valore di lungo periodo indicato dai membri del Board (4,7%-5,0%) e corrispondente al pieno impiego. La dinamica dei prezzi resta bassa (+0,8% annuo a luglio) ma ciò è dovuto in larga misura al calo delle quotazioni petrolifere (+2,2% al netto di energia e alimentari, in linea con l'obiettivo del +2,0%). 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% in agosto).

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. La decisione, però, è stata più volte rinviata negli ultimi mesi, da ultimo a causa della turbolenza sui mercati finanziari mondiali causata dalla Brexit. Le indicazioni aggiornate al dopo Brexit saranno diffuse il 21 settembre.

Nella riunione FOMC di luglio è stato confermato l'approccio contingente ai dati. Segnalando che il forte aumento dei posti di lavoro e l'attesa di risalita nel medio termine della dinamica dei prezzi sarebbero ormai quasi sufficienti a giustificare il riavvio della normalizzazione. La FED ha però sottolineato di guardare ancora con attenzione agli sviluppi nell'economia globale e nei mercati finanziari.

Il quadro di miglioramento delineato dal Presidente FED, Janet Yellen, al meeting di *Jackson Hole* a fine agosto ha accresciuto la probabilità di un rialzo ravvicinato, anche prima di fine 2016. Un membro del FOMC, in effetti, già a luglio aveva votato per alzare i tassi e numerosi esponenti del Board durante i mesi estivi hanno aperto la porta a un rialzo. Che resta, però, condizionato al fatto che i nuovi dati in uscita confermino gli attesi ulteriori progressi economici e che si attenui l'incertezza sullo scenario globale.

Durante la normalizzazione la FED manterrà la forchetta per il tasso ufficiale con un'ampiezza invariata di 0,25 punti. Il FOMC continua a sottolineare che il sentiero di aumenti sarà molto graduale, rispetto a precedenti fasi di rialzo (+4,25 punti in 2 anni nel 2004-2006). Inoltre, puntualizza a ogni occasione che il tasso ufficiale dovrà rimanere sotto i livelli "di lungo periodo" per qualche tempo. Livelli che, intanto, sono indicati sempre più bassi: nella riunione di giugno al 3,00% (dal 3,75% suggerito a giugno 2015). Se il rialzo sarà graduale, come atteso, a fine 2017 tale valore sarà ancora molto lontano.

I mercati restano prudenti sui rialzi FED: si attendono un tasso interbancario a tre mesi USA a 0,94% a fine 2016 e a 1,12% a fine 2017, da 0,83% a fine agosto, valore che è di 0,33 punti sopra

la parte alta della forchetta FED (Grafico 1.27). Ciò è coerente con due rialzi dei tassi, di un quarto di punto, tra la fine di quest'anno e 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. Il sentiero "desiderato" dei tassi, comunque, è stato più volte ribassato dal FOMC a partire dal 2015.

Nello scenario CSC, la FED lascia invariato il tasso di riferimento negli ultimi mesi del 2016, come già indicato a giugno, in ragione 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 l'interbancario USA si attesterà in media allo 0,71% nel 2016 (da 0,32% nel 2015) e all'1,01% nel 2017.

Il tasso FED si allontanerà da quello BCE, contribuendo a indebolire l'euro rispetto al dollaro. Il differenziale BCE-FED è pari a -0,40 punti percentuali in agosto (considerando il tasso effettivo negli USA). Nello scenario CSC si attesterà a -0,37 punti in media nel 2016 (da -0,08 nel 2015) e salirà a -0,75 punti nel 2017.

Stock FED di titoli 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 già nel 2014, è stabile: 2.464 miliardi di dollari in titoli pubblici in agosto (55% dell'attivo della Banca) e 1.759 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.

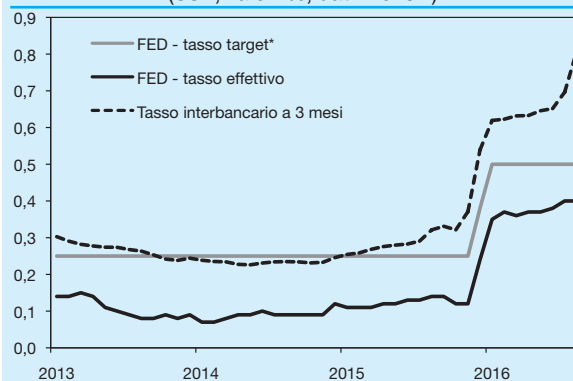
Il reinvestimento FED è più in titoli con durate brevi, anche se negli ultimi mesi la ricomposizione è stata meno accentuata. In agosto la quota dei titoli che maturano tra 1 e 5 anni è salita al 49,0% (da 48,5% a maggio) ed è scesa quella di titoli a 5-10 anni (17,4%, da 17,9%). La quota dei *Treasury* con scadenza sotto i 12 mesi è stabile al 7,8%, quella dei titoli oltre i 10 anni è ferma al 25,8%. 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.

In recupero le Borse

I tassi a lungo termine USA sono scesi dai livelli di fine 2015, nonostante il proseguimento della crescita economica. L'ampio stock di titoli in mano alla FED e il continuo rinvio di ulteriori rialzi del tasso ufficiale hanno contribuito ad abbassarli.

Grafico 1.27

Si avvicina il rialzo dei tassi FED (USA, valori %, dati mensili)

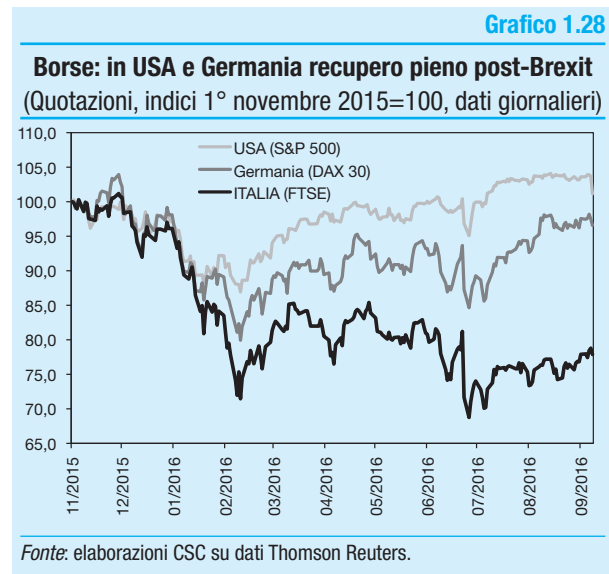


* Parte alta della forchetta FED.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Una tendenza rafforzata dalla Brexit, che ha indotto gli investitori a puntare sui titoli sicuri. Il rendimento del *Treasury* trentennale è sceso al 2,3% in agosto (2,5% a giugno; 3,0% a novembre), quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA è calato al 3,3% (da 3,5% e 4,1%). Il rendimento del *Treasury* decennale è sceso all'1,5% (da 1,6% e 2,3%). Il tasso a lunga reale, calcolato sui *Treasury* decennali indicizzati all'inflazione, è ai minimi (0,1% in agosto, da 0,7% a dicembre; 2,4% nella prima metà del 2007).

Durante i mesi estivi si è attenuato molto l'impatto della Brexit sulle Borse. In USA le quotazioni azionarie sono salite del 6,4% a settembre rispetto al minimo toccato subito dopo il referendum (indice Standard & Poor's 500) e hanno superato i livelli del 2015 (Grafico 1.28). La volatilità, inoltre, si è quasi normalizzata: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è sceso a un minimo di 11,9 a inizio settembre, salvo poi risalire a 17,5 il 9 settembre, dopo essere arrivato a 25,8 il 24 giugno (13,1 nella prima metà del 2007).



Anche in Europa, dove l'impatto Brexit era stato più forte e si era sommato a un quadro già debole, le Borse sono in recupero. In Germania i prezzi delle azioni sono risaliti del 14,1% a settembre da giugno, riportandosi del 3,1% sopra i livelli pre-Brexit, anche se sono ancora del 7,1% sotto quelli di novembre 2015. In Italia si è registrata una risalita delle quotazioni del 13,3% a settembre dai minimi dovuti alla Brexit, ma i prezzi sono ancora del -4,1% sotto i valori pre-referendum (-23,0% rispetto a novembre 2015).

Euro ancora debole

Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro USA, sceso intorno a 1,10 dollari a fine giugno dopo il voto a favore della Brexit, è risalito a fine agosto sui livelli medi dei mesi precedenti (1,13) e si è attestato intorno a 1,12 nella prima decade di settembre (Grafico 1.29). Rispetto ai massimi del 2014, l'euro resta ampiamente svalutato: era a 1,38 dollari nel marzo di quell'anno (-18,9%).

La valuta europea ha risentito poco dell'elevata volatilità della sterlina dovuta alla Brexit. La valuta britannica, infatti, si era deprezzata sul dollaro già con l'avvio delle procedure per arrivare al referendum del 23 giugno, recuperando parzialmente fino alla vigilia del voto (atteso a favore del *Remain*). Dopo la vittoria del *Leave* la sterlina è caduta, con ampie fluttuazioni, del 10,0% sul biglietto verde. La forte svalutazione della sterlina spiega il lieve apprezzamento post-Brexit del cambio effettivo dell'euro (+0,4%).

L'allentamento monetario che sta realizzando la BCE è straordinario e rappresenta il principale fattore che tiene basso il cambio dell'euro. Inoltre, vari fattori tendono ad attrarre capitali verso la divisa USA. Primo, le migliori prospettive per la crescita americana rispetto all'Eurozona. Secondo, l'ampio spread sui tassi a lunga: -0,12% i decennali sovrani tripla A in Eurozona, contro l'1,55% dei *Treasury* americani. Infine, il divario che si accentuerà gradualmente sui tassi a breve, come detto, nello scenario CSC.

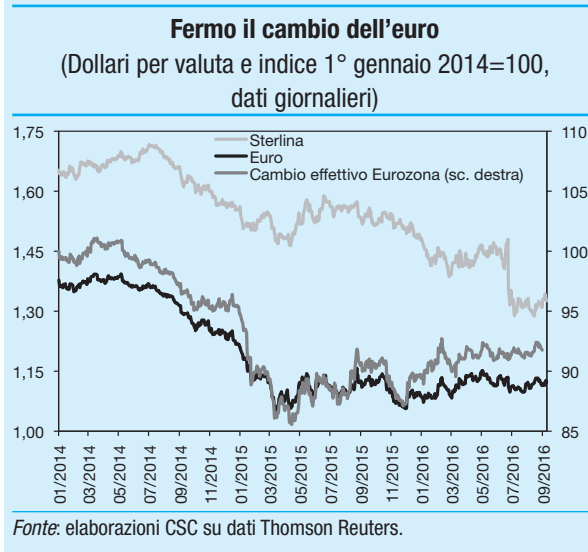
I saldi dei conti con l'estero, invece, giocano a favore di un rafforzamento dell'euro e di un indebolimento del dollaro.

L'Eurozona, infatti, ha un elevato surplus delle partite correnti, atteso al livello record di 448 miliardi di dollari nel 2016, pari al 3,8% del PIL (stime OCSE); mentre negli Stati Uniti si registra un ampio deficit corrente, previsto nel 2016 pari a 454 miliardi di dollari (-2,5% del PIL). Complessivamente questi fattori tendono a compensarsi, mantenendo l'euro intorno ai valori correnti rispetto al dollaro.

Il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume un cambio dollaro/euro a 1,12 in media nel 2016 e nel 2017, appena superiore al livello del 2015. Quindi, nel 2016 si verifica un marginale apprezzamento aritmetico del cambio rispetto al dollaro, pari al +0,6% sui dati medi annui (dopo il -16,5% tra 2014 e 2015).

I movimenti dei mercati valutari sono condizionati dalla forte incertezza politica su entrambe le sponde dell'Atlantico. In autunno ci saranno le elezioni presidenziali USA, da un lato, e il referendum confermativo in Italia, dall'altro. Seguiranno gli appuntamenti elettorali in Francia (presidenziali nella primavera 2017) e Germania (politiche nell'autunno 2017), in cui giocheranno un ruolo chiave i movimenti populistici e nazionalistici, favoriti anche dalla pressione migratoria. Nell'Area euro gli esiti di tali eventi possono riaccendere le spinte disgregatrici, già alimentate dal risultato inatteso del referendum nel Regno Unito, sebbene la rete di sicurezza tesa dalla BCE impedirà che giungano alla forza osservata nel 2010-11. Ciò costituisce, comunque, un significativo rischio al ribasso per la valuta unica nell'orizzonte previsivo.

Grafico 1.29



La Brexit sposta IDE dal Regno Unito all'Unione europea

Le multinazionali straniere presenti nel Regno Unito sono più di 21mila e rappresentano l'1,2% delle imprese totali, contribuiscono quasi al 16% del PIL inglese e contano più di 3,8 milioni di addetti. Le multinazionali inglesi che hanno attività nel resto del Mondo sono più di 26mila, hanno un fatturato complessivo di 1.346 miliardi di euro, pari al 34,5% di quello generato sul mercato domestico, e occupano oltremarica più di 5,8 milioni di addetti. Questa realtà¹ potrebbe subire un mutamento radicale in seguito alla recente decisione del popolo inglese, con il risultato del referendum del 23 giugno 2016, di uscire dall'UE. L'intensità del mutamento dipenderà dalla modalità di tale uscita e le trattative vere e proprie per definirla inizieranno non prima del 2017. In ogni caso, l'attrattività del Regno Unito è fin da subito penalizzata dall'aumentata incertezza e nel prossimo futuro il Paese perderà il potere negoziale che gli derivava dall'appartenere all'Unione europea.

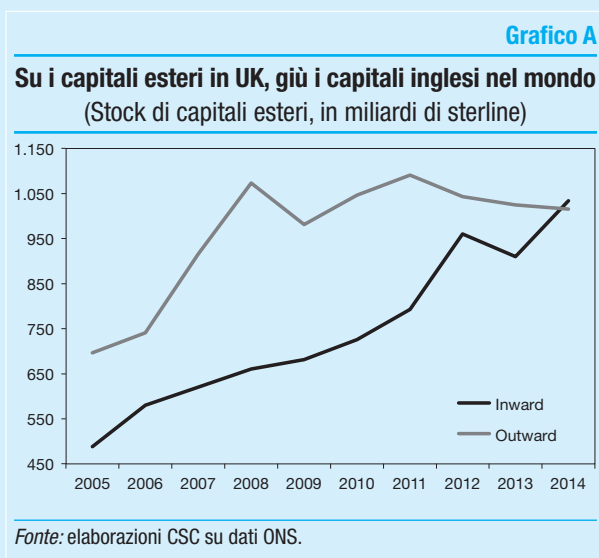
L'economia inglese fino al 2007, anno di picco storico degli IDE nel Mondo, era la seconda meta di destinazione, subito dopo gli Stati Uniti, dei capitali investiti in attività produttive all'estero (graduatoria elaborata sullo stock). Negli anni della crisi economica finanziaria del 2008-2009 è scesa di una posizione, superata dalla Cina.

L'ammontare degli investimenti diretti esteri nel Regno Unito alla fine del 2014 hanno superato gli 1,2 trilioni di euro (più di un trilione di sterline); in meno di dieci anni sono raddoppiati (Grafico A). Gli investimenti inglesi nel resto del Mondo sono aumentati molto meno e dal 2012 hanno iniziato a diminuire.

All'interno dell'UE-15, perimetro volutamente ristretto al fine di effettuare un confronto omogeneo nel tempo, il Regno Unito mantiene tuttora il primato come maggiore recettore di IDE, con quasi un quarto del totale; seguono a distanza e nell'ordine Germania, Francia, Spagna e Olanda, tutti con una quota intorno al 10%; sesto posto per il Belgio (7,7%), seguito dall'Italia, con una quota pari al 5,5% degli IDE presenti nella UE-15.

Da dove vengono gli investimenti esteri nel Regno Unito?

I paesi europei sono i principali investitori, con una quota superiore al 58%, sebbene la composizione tra paesi UE e non UE sia cambiata negli ultimi anni a favore dei secondi (Grafico B). Seguono gli americani, in primo luogo gli Stati Uniti (24,5% la loro quota nel 2014, in ri-

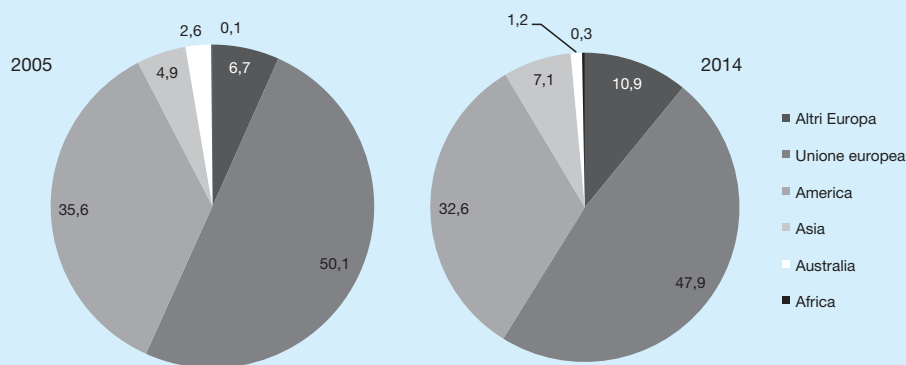


¹ Dati di fonte Eurostat aggiornati al 2013.

duzione), e quelli asiatici (7,1%, in aumento). In contrazione anche la presenza australiana e poco significativa quella africana.

Grafico B

Più Europa e Asia nel Regno Unito (Peso % dei capitali esteri in entrata per regione di provenienza)



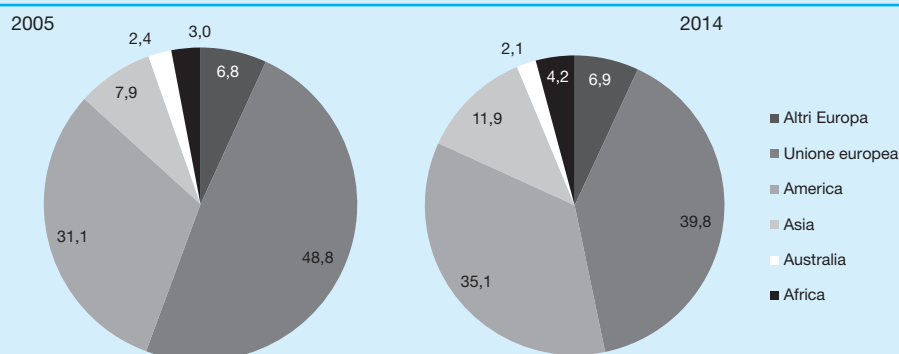
Fonte: elaborazioni CSC su dati ONS.

Dove puntano invece gli investitori inglesi?

L'Unione europea ha perso parte dell'*appeal*: in meno di dieci anni la sua quota sugli IDE inglesi è scesa di 9 punti percentuali, riallocati quasi interamente verso i paesi asiatici e americani, che hanno entrambi guadagnato 4 punti percentuali, e verso il continente africano; stabile la quota di capitali inglesi nei paesi europei non UE (Grafico C).

Grafico C

Europa e America le mete preferite dai capitali inglesi (Peso % dei capitali inglesi per regione di destinazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ONS.

Quali sono i settori chiave?

È rilevante notare che c'è una larga coincidenza tra i settori che attraggono capitali esteri in UK e quelli che attraggono gli investitori inglesi nel Mondo. Il primo settore in entrambe le direzioni sono i servizi finanziari, con una quota pari al 27% dei capitali esteri in entrata nell'economia inglese e al 29,6% dei capitali inglesi nel Mondo. Questo settore potrebbe risultare particolarmente colpito dall'uscita dalla UE, poiché essa comporterà la perdita del cosiddetto "passaporto unico" ovvero il diritto per una banca inglese o di banca di un paese terzo che ha una filiale o una sussidiaria nel Regno Unito di effettuare operazioni negli altri paesi UE. Sarà molto difficile che il futuro trattato tra UK e UE includa questo diritto, a meno che lo UK non accetti le condizioni della *European Economic Area*, a cui appartiene la Norvegia, ossia: contribuire economicamente al budget dell'UE, recepirne tutti i regolamenti senza poter partecipare in alcun modo alla loro negoziazione e approvazione, consentire la libera circolazione delle persone. Tutti obblighi politicamente ostici per il Regno Unito che con il referendum ha voluto riconquistare sovranità proprio su queste materie. D'altra parte, sarà difficile che Bruxelles accetti un accordo con lo UK che garantisca a quest'ultimo il diritto del "passaporto unico", privando i paesi UE, anzitutto Francia e Germania, dell'occasione di insidiare i primati del Regno Unito nei servizi finanziari.

L'intero manifatturiero occupa il secondo posto negli IDE inglesi, con più del 20% del totale sia in entrata sia in uscita. Anche questi investimenti potrebbero fortemente risentire dell'uscita del Regno Unito dalla UE, poiché essa altera i costi di coordinamento nelle *supply chain*, in particolare per quanto riguarda il trasferimento di componenti tra una sussidiaria di un paese membro e un'altra residente in UK, dove potrebbero essere introdotte tariffe doganali e vigere regolamentazioni commerciali diverse.

Una quota cospicua, più del 13%, degli investimenti esteri in UK è nella distribuzione commerciale, sia all'ingrosso sia al dettaglio, mentre una quota di poco inferiore al 10% è nelle attività estrattive. Tra gli investimenti inglesi all'estero, le attività estrattive detengono una quota del 20%, mentre i servizi di informazione e comunicazione occupano l'11,3%.

L'uscita dalla UE del Regno Unito mette in moto la riallocazione, almeno parziale, di questi investimenti. Per i paesi UE ci saranno opportunità di maggiori capitali esteri in entrata, nel caso in cui i capitali si spostino dallo UK all'interno della UE, sia difficoltà, qualora le multinazionali inglesi decidano di disinvestire dai paesi UE. Tutto ciò avverrà nel medio termine ed è difficilmente quantificabile in anticipo.

Nella valutazione delle conseguenze della Brexit per gli IDE da e verso lo UK occorre tener presente che quest'ultimo potrà continuare a far conto sulla maggior parte dei suoi elementi di forza per attrarre capitali esteri (la multi-culturalità, la lingua inglese che è l'Esperanto del mondo degli affari, il sistema di *education*, il sistema di infrastrutture e telecomunicazione). Tuttavia, il 79% del campione di investitori esteri in UK, intervistati dalla *Ernst & Young*, considera fattori importanti dell'attrattività inglese proprio l'appartenenza all'UE e il libero accesso al mercato unico europeo.

Le principali analisi, comunque, concordano nel prevedere una riduzione degli investimenti esteri destinati al Regno Unito. In particolare uno studio recente stima una diminuzione degli investimenti diretti esteri in UK del 22% in dieci anni². Ciò equivarrebbe a 282,3 miliardi di euro di capitali esteri che potrebbero affluire nei paesi UE. L'attrazione di questi investimenti esteri da parte dei singoli paesi UE dipenderà dalle loro caratteristiche strutturali.

Se consideriamo la distribuzione settoriale degli IDE in entrata in Italia emerge come il Paese ha delle buone chance, perché i settori italiani a maggiore presenza di capitali esteri (manifatturiero, commercio all'ingrosso e servizi di telecomunicazioni e di informatica) sono gli stessi che occupano le prime posizioni nella distribuzione degli IDE in UK. Tuttavia, va considerato anche che le partecipate inglesi in Italia hanno un peso non trascurabile per l'economia italiana, assicurandole un fatturato annuo di circa 33 miliardi di euro, rappresentando il 7,5% delle imprese multinazionali presenti e occupando quasi 62mila addetti.

Il CSC stima che l'effetto netto della Brexit per l'Italia determinerebbe un aumento di IDE pari a 26 miliardi di euro. Un tale incremento si tradurrebbe in un aumento del valore aggiunto pari a 5,9 miliardi di euro annui, lo 0,4% del PIL³.

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

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

Fotocomposizione: D.effe comunicazione - Roma
Stampa: Ideal Packet - Pomezia (RM)
Finito di stampare nel mese di settembre 2016