



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

**LA PARTENZA
RITARDATA
E LENTA**

**I FONDI EUROPEI
LEVA PER USCIRE
DALLA CRISI**

**Giugno 2014
N. 20**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

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

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 23 giugno 2014.

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

INDICE

Premessa	pag. 5
1. Le previsioni	» 13
1.1 L'economia italiana	» 13
1.2 Le esogene della previsione	» 57
2. Politiche di coesione 2014-2020: benzina per la ripresa	» 101
2.1 I primi passi della programmazione 2014-2020	» 103
2.2 Politica di coesione 2007-2013 e investimenti pubblici	» 104
2.3 L'Italia tra rigore e ritardi	» 108
2.4 Dieci sintomi per una diagnosi	» 113
2.5 La programmazione 2014-2020: occasione per un cambio di passo	» 115
2.6 Siamo sulla strada giusta?	» 116
2.7 Risorse comunitarie e nazionali per la coesione: tesoro vero o realtà virtuale?	» 122
2.8 Da criticità a fattori di successo: alcune proposte	» 123
2.9 In conclusione	» 125
3. La severa lezione della programmazione 2007-2013	» 131
3.1 I divari economici e sociali dentro la crisi	» 132
3.2 La strategia e le risorse 2007-2013	» 134
3.3 La spesa e la questione amministrativa	» 136
3.4 I risultati degli interventi del periodo 2007-2013	» 142
3.5 Conclusioni e lezioni	» 149
3.6 Linee di azione per il futuro	» 151

Riquadri

PARTENZA RITARDATA /1	
Indicatori qualitativi e dati effettivi: in Italia legame meno stretto	» 15
PARTENZA RITARDATA /2	
Il credito scarso ostacola il ciclo delle scorte e frena la ripartenza dell'economia	» 19
PARTENZA RITARDATA /3	
Investimenti penalizzati da incertezza e (in Italia) redditività ai minimi	» 22
Nel PIL Italia peggio dei PIGS prima, durante e dopo la recessione	» 25
La qualità italiana: via maestra per rafforzare la competitività dell'export	» 29
Meno banche e più mini-bond e Borsa per lo sviluppo delle PMI	» 36
Occupazione: a quando i primi aumenti?	» 42
Disoccupati di lunga durata: quanti e chi sono	» 45
Le riforme innalzano il PIL	» 53
Spagna: segnali di ripresa, ma ancora poco lavoro	» 63
Polonia: la tigre dell'Est aiutata da cambio flessibile e riforme strutturali	» 70
Turchia: squilibri da eliminare per migliorare la competitività e continuare a crescere	» 77
Misure dei prezzi "gonfiate"? Eurolandia in deflazione e BCE in errore?	» 85
Le armi segrete della politica monetaria nelle economie moderne	» 92
Divergenza anziché convergenza	» 105
L'Italia contribuente netto dell'Unione europea	» 109
Patto di stabilità interno incompatibile con l'utilizzo delle risorse per la coesione	» 121
L'impresa meridionale al centro della nuova politica di coesione	» 125

PREMESSA

«Partiam, partiam, partiamo. Buono notte, buona notte.»

Francesco M. Piave, *La forza del destino*, 1862

«Cresce la preoccupazione che potremmo essere in un'era di stagnazione secolare, nella quale gli investimenti sono insufficienti ad assorbire il risparmio generato da famiglie e imprese, persino con tassi di interesse così bassi da rischiare di causare bolle finanziarie.»

Lawrence H. Summers, 2013

«I fatti della situazione attuale entrano, in modo sproporzionato, nella formazione delle nostre aspettative di lungo termine; la pratica usuale essendo di proiettare la situazione presente nel futuro. 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

L'**economia mondiale** accelera. I **ritmi** restano **lenti** rispetto a quanto ci si sarebbe attesi, in base all'attuale fase congiunturale e agli straordinari stimoli monetari.

In **Italia** la **ripartenza** è **ritardata** e più debole. Ai noti ostacoli antichi si sono aggiunti quelli recenti creati dalla crisi.

Gradualmente il **nuovo mondo** comincia a disvelarsi.

Il new normal con cui il Paese deve fare i conti è costituito, tra gli altri, da **tre fattori** tra loro legati e convergenti nell'abbassare la crescita: minor dinamismo del commercio mondiale, investimenti frenati da grande incertezza, condizioni finanziarie più stringenti per chi si indebita e per gli intermediari.

La **minor effervescenza** degli **scambi commerciali internazionali** è osservabile nella loro stabilizzazione in rapporto al PIL globale.

È causata da varie forze che spingono verso l'**accorciamento delle distanze** su cui operano le imprese:

- l'infittirsi di catene del valore **regionali** (molto evidente in Asia);
- il **rimpatrio di produzioni** manifatturiere spronato dalle politiche industriali (con i governi ancor più protesi a difendere gli interessi nazionali);
- le **strategie aziendali** volte a ridurre la frammentazione delle produzioni per accrescere il controllo della conoscenza;
- il **maggiore protezionismo**, tariffario e non, di cui la rarefazione degli accordi multilaterali è una manifestazione.

Ciò ha indotto il CSC a modificare il metodo di previsione dell'aumento del commercio mondiale, che non avrà più un'**ampia forbice** rispetto all'incremento del PIL, come accadeva fino al 2007. Ne consegue la riduzione della sua dinamica rispetto a quanto ci saremmo attesi sulla base delle vecchie ipotesi.

Gli **investimenti** non residenziali nei paesi avanzati sono molto più bassi rispetto ai livelli pre-crisi. E stentano a ripartire anche dove la redditività è ai massimi.

Il freno è costituito dall'**incertezza** su come evolverà la domanda. Le aspettative, infatti, sono dominate dallo shock senza precedenti patito negli ultimi anni e dalla situazione presente ancora molto difficile in tanti mercati e settori.

Inoltre, i vincoli che rallenteranno la crescita nelle economie avanzate sono ben chiari a tutti gli operatori: ristrettezza del **credito** che limita molto le possibilità di spesa a debito; **costruzioni** in sordina ancora per lungo tempo; rientro dai **deficit pubblici**; ritiro delle **misure straordinarie** di politica monetaria.

Queste ultime costituiscono una **terapia intensiva** e quindi avvertono che il malato non è guarito.

Se qualcuno nutrisse ancora dubbi a riguardo, ci pensano le autorità nazionali, le banche centrali e gli organismi internazionali a ripetere che "**la ripresa è fragile**" e che ci sono rischi verso il basso. Avallando la prudenza nell'intraprendere programmi impegnativi.

Questa prudenza si trasforma in **profezia che si auto-avvera**. I minori investimenti, infatti, contribuiscono in modo decisivo a diminuire la crescita sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta.

Gli investimenti sono fondamentali nel determinare le oscillazioni della spesa finale e nel formare capacità produttiva. Costituiscono il **principale veicolo** attraverso cui le innovazioni tecnologiche sono diffuse nel sistema economico, generando aumento della produttività e sviluppo economico.

La loro timidezza non è temporanea e mal si accoppia al **grande risparmio** dei paesi emergenti e degli esportatori di energia, generando pressioni deflazionistiche.

L'accumulazione di capitale italiana è ulteriormente penalizzata dalla **redditività ai minimi** storici.

Le **condizioni finanziarie**, infine, sono diventate meno rigide, ma restano ben lontane dal regime pre-crisi, a cui comunque non torneranno. Con ovvie conseguenze sull'espansione della domanda. Anche di beni intermedi, perché la carenza di credito impone una più attenta gestione delle risorse e l'accorciamento dei **tempi lungo le filiere**.

In tutti i paesi avanzati questi tre fattori, assieme all'aumento della **disoccupazione strutturale** e giovanile (che impoverisce il capitale umano), hanno diminuito il **potenziale di sviluppo** e la velocità della ripresa.

Nel caso italiano quel potenziale era già molto contenuto e la sua riduzione tende a tradursi in **stagnazione**.

Inoltre, l'andamento degli **indicatori di fiducia**, che di norma anticipano le svolte cicliche e suggeriscono tempi e cadenza del rilancio della domanda e dell'attività produttiva, va interpretato in modo diverso dal passato.

Lo impone lo **scollamento**, inusuale e sorprendente, che si è osservato durante l'ultimo anno tra il sentimento di famiglie e imprese, in netto miglioramento, e i numeri effettivi di domanda e produzione, in sostanziale stagnazione.

Il loro maggior ottimismo (o minor pessimismo) non si traduce più automaticamente in coerenti **comportamenti di spesa**. Anche questo elemento va annoverato nella nuova normalità.

I fattori appena descritti costituiscono **cambiamenti qualitativi** importanti rispetto agli scenari economici fin qui delineati dal CSC e non sono pienamente recepiti dagli altri centri di ricerca.

Per il resto, **forze favorevoli** e venti contrari al ritorno alla crescita dell'Italia sono i medesimi individuati e spiegati nel rapporto di previsione presentato a dicembre.

In sintesi, le forze favorevoli sono costituite da:

- l'accelerazione della **domanda mondiale**, soprattutto grazie questa volta all'Europa;
- l'aggiustamento della rotta del **rigore nell'Eurozona**, confermato dall'esito elettorale delle europee;
- la **politica monetaria** ultra-espansiva, che ha appena assunto nuove forme;
- il graduale ripristino del funzionamento del **mercato interbancario** dell'euro, man mano che avverranno i diversi passaggi con cui si realizzerà la vigilanza unica della BCE, e la riduzione degli **spread** nei tassi sia sui titoli sovrani sia sui prestiti bancari;

- il **dollaro** che si stabilizza (sotto alcune probabili ipotesi potrà tendere a rafforzarsi) e il prezzo del **petrolio** in calo;
- la parziale **chiusura del divario** tra PIL effettivo e PIL potenziale che in Italia è ampio, nonostante la distruzione di base produttiva;
- l'aggancio, più rapido dell'usuale, dell'aumento dell'**occupazione** all'aumento del PIL.

I **venti contrari** sono formati da:

- la continua erosione della **competitività** di costo (CLUP);
- il ripristino dei **prezzi delle case** su valori più accessibili, data la forte contrazione del reddito.

La **turbolenza del quadro politico** rimane un freno, seppure in questa fase si sia molto attenuata e abbia preso corpo nel Paese l'aspettativa di importanti riforme, a cominciare da quelle istituzionali. Aspettativa che è fondata sull'**energico impulso** impresso dal Governo per ottenere presto significativi cambiamenti.

Come scritto a dicembre: l'Italia cammina sul **filo di un rasoio**. Molti tasselli del mosaico del rilancio devono ancora essere incastonati al posto giusto e i rischi vanno sempre tenuti in alta considerazione. Sta al Paese, nel suo insieme, agire unitariamente e con determinazione per conquistare l'esito più benigno.

Dunque, nel nuovo scenario elaborato dal CSC il **commercio mondiale**, dopo il difficile avvio quest'anno, ritorna a crescere, ma molto sotto alla media di lungo periodo: +2,7% nel 2014 (come nel 2013; +4,6% indicato a dicembre) e +4,4% nel 2015 (+5,8% a dicembre).

L'**euro** rimane forte (1,36 medio nel biennio). È possibile che scenda un po', data la divergenza di crescita e tassi tra le due sponde dell'Atlantico.

Tuttavia, è tenuto su dal **paradosso** di un surplus nei conti con l'estero causato dalla debolezza della domanda interna nell'Eurozona, che la stessa rivalutazione del cambio tende a perpetuare, accentuando le spinte deflazionistiche.

Il prezzo del **petrolio**, se la guerra interna all'Iraq non degenera, scende a 106 dollari nel 2014 e a 104 nel 2015 grazie all'aumento dell'offerta che supera quello della richiesta.

I **tassi di interesse** ufficiali della FED inizieranno a risalire solo nell'autunno 2015, quelli della BCE rimarranno fermi.

L'aumento del PIL nell'**Area euro** non va oltre lo 0,8% quest'anno e l'1,4% il prossimo. Mentre negli **USA** salirà al 3,0% nel 2015, dopo l'1,9% del 2014, causato dal rigido inverno. La dinamica degli **emergenti**, già molto ribassata a settembre e dicembre scorsi, viene ulteriormente diminuita: 4,6% nel 2014 (5,0% a dicembre) e 5,0% nel 2015 (5,2%).

Il CSC incorpora nello scenario questi cambiamenti, oltre alle statistiche fin qui uscite, e **rivede all'ingiù** le previsioni per l'economia italiana nel 2014-2015.

Dopo la **falsa partenza** di fine 2013, il recupero è atteso cominciare nella seconda metà dell'anno in corso. Ed è favorito: dagli ulteriori progressi nel contesto internazionale; dall'**afflusso di capitali** che allenta le tensioni nei mercati finanziari; dalle nuove **misure della BCE**; dall'attenuazione del **credit crunch** (soprattutto dopo l'avvio in novembre della vigilanza unica); dal diffondersi dei miglioramenti che ora si osservano in **alcune aree** del Paese (Nord-Est, anzitutto).

Il ripristino della **propensione al risparmio** delle famiglie su livelli meno risicati è in buona parte avvenuto e ciò alleggerisce un'importante zavorra sui consumi.

Non sono, invece, considerati, perché di difficile quantificazione, gli effetti sicuramente positivi delle **riforme** varate (tanto meno di quelle allo studio) e dell'**Expo**.

Le stime rimangono improntate a un **cauto ottimismo**, che si sostanzia in un significativo rimbalzo nel trimestre che sta finendo e in una crescita almeno doppia del potenziale nei successivi. Scontano una **visione più realistica** delle effettive capacità di sviluppo del Paese e la chiusura di una parte dell'output gap.

La morale è che è necessaria una **scossa politico-economica** molto forte per riportare l'Italia su un più alto sentiero di sviluppo.

Le nuove stime CSC per la variazione del **PII** dell'**Italia** sono +0,2% nel 2014 (+0,7% a dicembre) e +1,0% nel 2015 (+1,2%). La maggior parte del ribasso per quest'anno si deve a quanto già avvenuto.

La **domanda totale interna** diminuisce ancora marginalmente quest'anno (-0,2%, dopo il -7,7% cumulato nel 2012-2013) e mette a segno un modesto recupero nel 2015 (+0,8%).

I **consumi delle famiglie** tornano ad aumentare nel 2014 (+0,1%) e nel 2015 (+0,8%). Gli **investimenti** perdono un altro 0,7% nel 2014 e aumentano del 2,0% nel 2015; tolte le costruzioni avanzano dello 0,5% e del 3,2% rispettivamente.

L'**export** accelera al 3,1% quest'anno e al 3,8% il prossimo (+0,1% nel 2013), grazie al miglior andamento dei mercati di sbocco.

Sul **mercato del lavoro** l'occupazione, misurata con le unità di lavoro, cade dello 0,6% nel 2014 (ma è tutto già acquisito) e sale dello 0,4% nel 2015. Complessivamente durante la crisi un milione di persone hanno perduto il posto (numero che quasi raddoppia in termini di ULA).

Il **tasso di disoccupazione** inizia a scendere dai massimi toccati nel primo trimestre di quest'anno, ma non cala sotto il 12,5% nel 2015. Compresa la CIG sarà ancora pari al 13,5% alla fine del periodo.

Le **retribuzioni** di fatto nell'intera economia aumentano il potere d'acquisto: +2,4% cumulato nel 2014-2015 contro il +1,4% dei prezzi al consumo.

I conti con l'estero si rafforzano. Il **surplus corrente** arriverà all'1,6% del PIL nel 2015, dall'1,0% nel 2013.

Il **deficit pubblico**, pur con un'economia così fiacca, si riduce: 2,9% del PIL nel 2014 e 2,5% nel 2015. L'**avanzo primario** raggiunge il 2,6% del prodotto l'anno prossimo; al netto della componente ciclica sarà al 4,2%, sostanzialmente stabile. Il saldo strutturale, rilevante per gli impegni europei, risulterà in passivo per lo 0,9%. Non appare né necessaria né opportuna alcuna **manovra correttiva**.

Il **debito pubblico**, al netto dei sostegni ai fondi europei di stabilità e alla Grecia, raggiunge il 132,0% del PIL nel 2014 (129,1% nel 2013) e poi inizia a calare nel 2015 (131,4%). La **strada maestra** per ridurlo è il rilancio della crescita; la sola austerità è controproducente.

La **pressione fiscale** rimane elevata (poco sotto il 44% del PIL), quella effettiva arriva al 52,5%.

Il rilancio dell'economia può essere sostenuto dal rapido utilizzo dei **fondi europei**.

C'è l'opportunità di un veloce e robusto **sostegno** degli investimenti: i residui del precedente ciclo, l'avvio di quello nuovo e i fondi nazionali per la coesione forniscono risorse di poco inferiori a **20 miliardi** di euro l'anno per il 2014-2020. Una **leva** che può rivelarsi decisiva per uscire definitivamente dalla crisi.

I **nuovi programmi** di impiego dei fondi strutturali dovranno favorire l'**attività d'impresa**, per assicurare prospettive di sviluppo economico duraturo, specie al Mezzogiorno, proporzionalmente più colpito dalla crisi.

Come? Nell'immediato, sostenendo la ripresa diffusa degli investimenti, in particolare in innovazione, anche per mezzo di **misure anticongiunturali**.

Nel medio periodo, assecondando il **riposizionamento** del sistema produttivo, in una logica di aggregazione (di filiera, di distretto, di cluster, di rete) che sappia puntare sui principali elementi di miglioramento della competitività, primi fra tutti l'internazionalizzazione e la specializzazione produttiva dei territori.

La proposta di Accordo di Partenariato recentemente inviata dal Governo italiano alla Commissione europea si pone in questa direzione. La trasformazione del quadro programmatico di massima in **scelte progettuali efficaci** dipenderà, però, dal superamento delle **principali criticità** che hanno caratterizzato le precedenti esperienze di programmazione, soprattutto l'ultima, la cui coda è ancora in corso.

Nel metodo il nuovo ciclo di programmazione segnerà un **cambio di passo** se saprà trasformare tali criticità in fattori di successo: assicurando il completo utilizzo delle **risorse residue** del ciclo 2007-2013; accelerando l'utilizzo dei **fondi nazionali** per la politica di coesione; orientando i nuovi programmi innanzitutto alla **competitività**; definendo in ciascuna regione le strategie di **specializzazione intelligente**; adottando piani di potenziamento dell'**efficienza amministrativa** mirati soprattutto al miglioramento dei servizi alle imprese; rendendo operativa l'**agenzia per la coesione**; definendo in maniera complementare la programmazione del 2014-2020 nelle **infrastrutture**; introducendo **meccanismi premiali** per accrescere la qualità dell'azione amministrativa; definendo con chiarezza **chi fa cosa**, a livello nazionale e regionale; assicurando una soluzione a livello europeo della questione del **patto di stabilità**.

Una **nuova stagione** di investimenti può essere avviata grazie all'uso mirato ed efficace dei fondi strutturali: all'UE e ai Governi nazionali spetta la responsabilità di cogliere appieno, sul versante delle regole di bilancio pubblico e su quello della **semplificazione**, questa opportunità.

In conclusione, la salute dell'**economia italiana** rimane **fragile**.

Ci sono **miglioramenti**, evidenti in particolare in alcune aree del Paese. Ma la **malattia della lenta crescita** non è stata debellata e il paziente è debole e fatica a riprendersi e a reagire alle cure.

Anzi, sono in atto **emorragie** di capitale umano e perdita di opportunità di business.

Per la guarigione è necessario **ripartire dagli investimenti**, aumentando la redditività con nuovi meccanismi di determinazione della **dinamica salariale**, riducendo e semplificando la **tassazione** sul reddito di impresa, facilitando il **fare impresa**, sbloccando il **credito** e sfruttando appieno gli importanti fondi della precedente e attuale **programmazione europea**.

Misure opportune sono state varate e altre sono in corso di studio. Il **tempo** è una variabile decisiva.

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

Ripartenza lenta e fragile

Il CSC stima una variazione del PIL italiano di +0,2% quest'anno e di +1,0% nel 2015. L'incremento del biennio compensa solo in piccola parte la caduta nei due anni precedenti (-4,3% cumulato, -2,4% nel 2012 e -1,9% nel 2013). Il recupero sarà lento e soggetto a rischi al ribasso.

Dal terzo trimestre 2011 al primo 2014 l'Italia ha vissuto la seconda recessione dall'inizio della crisi. Essa si è differenziata dalla prima per la minore profondità, la maggiore durata e per la più ampia caduta della domanda interna. Nel corso del 2013 il ritmo di contrazione del PIL italiano è gradualmente diminuito e nel quarto trimestre si è avuta una minima espansione (+0,1% congiunturale), la prima dal secondo 2011. Il PIL è tornato a diminuire nei

primi tre mesi del 2014 (-0,1%) per il contributo negativo di investimenti e scorte, a fronte del sostegno di esportazioni nette e consumi (quelli delle famiglie sono aumentati per la prima volta da più di due anni). Nei confronti del picco pre-crisi (terzo trimestre 2007) il livello del PIL è risultato inferiore del 9,0%; in termini pro-capite la perdita è di quasi l'11% (pari a 2.900 euro per persona).

Per il 2014 il CSC rivede al ribasso la stima elaborata in dicembre (+0,7%) a causa del trascinarsi ereditato dal 2013 (-0,1%, contro il +0,1% atteso allora) e del sorprendente calo nel primo trimestre (-0,1%, contro il +0,3% previsto), che hanno portato la variazione acquisita a -0,2%. Il nuovo profilo disegnato dal CSC indica il ritorno a variazioni positive già dal secondo trimestre (con un +0,3% che incorpora un rimbalzo consistente che ancora nei dati di

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)				
	2012	2013	2014	2015
Prodotto interno lordo	-2,4	-1,9	0,2	1,0
Consumi delle famiglie residenti	-4,0	-2,6	0,1	0,8
Investimenti fissi lordi	-8,0	-4,7	-0,7	2,0
<i>di cui: in costruzioni</i>	-6,1	-6,7	-1,9	0,8
Esportazioni di beni e servizi	2,1	0,1	3,1	3,8
Importazioni di beni e servizi	-7,0	-2,8	2,1	3,8
Saldo commerciale ¹	1,1	2,4	2,9	3,0
Occupazione totale (ULA)	-1,1	-1,9	-0,6	0,4
Tasso di disoccupazione ²	10,7	12,2	12,6	12,5
Prezzi al consumo	3,0	1,2	0,5	0,9
Retribuzioni totale economia ³	1,2	1,4	1,1	1,3
Saldo primario della PA ⁴	2,5	2,2	2,3	2,6
Indebitamento della PA ⁴	3,0	3,0	2,9	2,5
Debito della PA ⁴	127,0	132,6	135,9	135,1

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.

produzione non si vede), a un ritmo medio trimestrale dello 0,23% (Grafico 1.1). Anche per il 2015 la stima è stata ritoccata all'ingiù (dall'1,2%) perché lo scollamento tra dati reali e indicatori qualitativi induce a tenere in maggior conto l'abbassamento del potenziale di crescita e a puntare su variazioni trimestrali più contenute sia quest'anno sia il prossimo; ciò, tra l'altro, riduce il trascinarsi (a +0,3% da +0,4%).

Migliorano gli indicatori qualitativi

Da mesi le indagini qualitative concor-

dano nel segnalare miglioramenti del clima di fiducia e dell'attività operativa. Ma a questo andamento non è finora corrisposto un significativo incremento nei dati effettivi di produzione e di domanda, diversamente da quanto avveniva in passato.

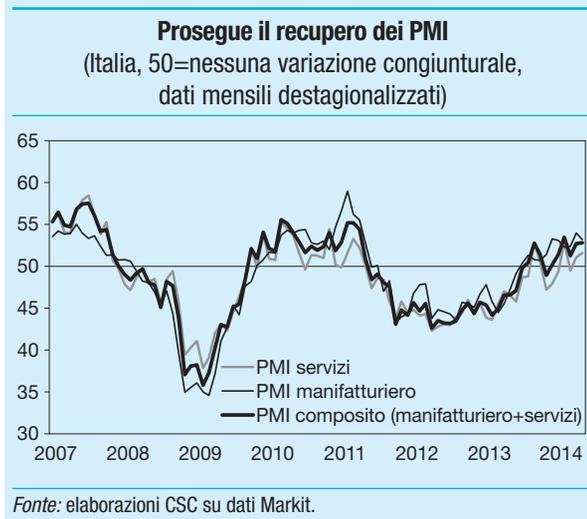
L'indicatore anticipatore OCSE, che precorre le svolte del ciclo di circa un semestre, è in aumento dal quarto trimestre 2012: +3,2% cumulato fino al primo trimestre 2014; in aprile è aumentato di un altro 0,4% rispetto ai primi tre mesi dell'anno. A tale dinamica si è associata prima l'attenuazione della caduta del PIL e poi una sostanziale stagnazione. Non una risalita. Il fatto che l'indicatore OCSE abbia continuato a salire nei primi quattro mesi del 2014 preluderebbe a una maggior dinamica del PIL nel prosieguo dell'anno.

Gli indicatori qualitativi dell'industria e dei servizi sono anch'essi in miglioramento e procedono lungo una tendenza di graduale risalita iniziata nella primavera 2013: il PMI manifatturiero nella media di aprile e maggio è salito a 53,6, un punto in più rispetto al primo trimestre, e si trova in territorio di espansione da luglio 2013; il PMI dei servizi oscilla intorno a valori di poco superiori alla soglia di neutralità di 50 (51,3 in aprile-maggio, contro il 50,6 dei precedenti tre mesi); il PMI composito, che sintetizza i primi due, negli ultimi due mesi è aumentato a 52,8, un livello superiore a quello del primo trimestre (52,1; Grafico 1.2).

Grafico 1.1



Grafico 1.2



PARTENZA RITARDATA /1**Indicatori qualitativi e dati effettivi: in Italia legame meno stretto**

La fiducia delle imprese sale? Presto si osserverà un aumento della produzione. Le famiglie sono più ottimiste? Allora non tarderanno a spendere di più. Alcuni indicatori qualitativi aiutano a cogliere i mutamenti di breve periodo nella tendenza delle più rilevanti variabili economiche, come la produzione industriale, i consumi, gli investimenti e lo stesso PIL.

In passato queste speciali lenti hanno sempre consentito di vedere bene in anticipo le svolte dell'economia. Ciò ha tratto in inganno nell'intravedere (non prevedere) già a giugno 2013 la ripartenza dell'economia entro pochi mesi. Una ripartenza che, invece, è ritardata di almeno un paio di trimestri, cioè alla tarda primavera 2014. Nell'ultimo anno, infatti, si è registrata un'inusuale divaricazione tra l'incremento sostanzioso degli indicatori qualitativi e la dinamica quasi nulla (talvolta addirittura negativa) dei dati effettivi. In mancanza di una spiegazione statisticamente fondata, si può solo congetturare che il trauma inferto dalla profondità e dalla lunghezza delle due recessioni patite dal 2007 al 2013 abbia cambiato il modo in cui si formano le percezioni. Cosicché gli imprenditori si considerano soddisfatti quando semplicemente il fatturato e gli ordini smettono di scendere; e le famiglie si dichiarano più ottimiste anche di fronte a minimi segnali di miglioramento.

Si può inoltre ipotizzare che l'emorragia di aziende, che non si è ancora arrestata e non è mai stata così ampia e lunga (molto forte anche nel primo trimestre 2014: -2.780 nel manifatturiero), abbatta la produzione complessiva, mentre chi sopravvive veda aumentare quota di mercato e output e quindi effettivamente stia meglio.

Il cambiamento della percezione della realtà indotto dalla crisi spiegherebbe perché ai giudizi più favorevoli sull'attività dell'impresa e a una maggiore fiducia delle famiglie non siano corrisposti finora coerenti comportamenti di spesa, che rimangono improntati a grande prudenza dopo lo scotto subito dal 2007. In questa fase della crisi, cioè dopo la seconda recessione, gli indicatori qualitativi appaiono dunque meno efficaci che in passato nel dar conto e anticipare le dinamiche reali. Con il rischio che il loro miglioramento porti a sovrastimare i progressi del quadro economico italiano. Ecco una rassegna dei più significativi scostamenti tra andamento degli indici qualitativi e quello delle corrispondenti grandezze economiche. In pochi mesi capiremo se essi potranno essere derubricati a semplici, benché costosi, ritardi o se avranno carattere permanente.

Salgono molto i giudizi sui livelli di produzione e l'output PMI, ma non l'attività manifatturiera

L'ISTAT svolge mensilmente l'indagine sulla fiducia presso un campione rappresentativo di imprese manifatturiere italiane. Tra le variabili rilevate c'è il giudizio sul livello di produzione, che normalmente traccia in anticipo l'effettiva attività manifatturiera.

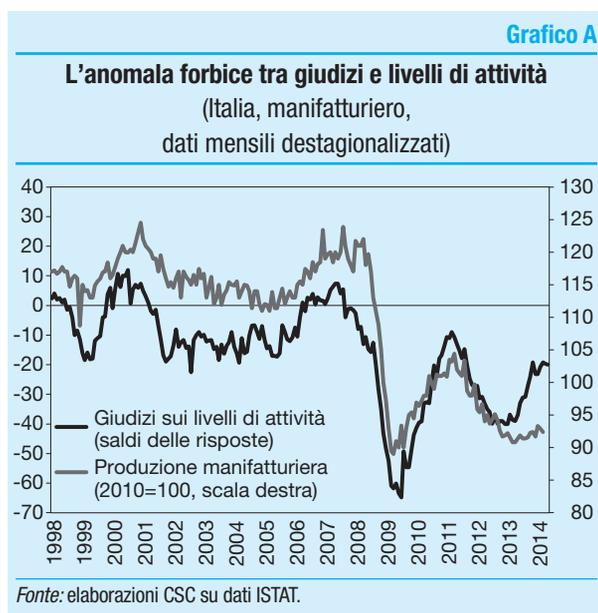
Concentrando l'analisi al periodo della crisi, spiccano alcune caratteristiche (Grafico A):

1. dopo ciascuna delle due recessioni il saldo dei giudizi sui livelli di produzione è migliorato molto più dell'indice di produzione manifatturiera;
2. fino alla primavera del 2013, comunque, giudizi e produzione si sono mossi nella stessa direzione, sebbene con intensità diversa. In particolare, dopo la prima recessione (2008-09) il saldo dei giudizi è aumentato di 56 punti (da -65 a -9), mentre la produzione manifatturiera è salita del 14% tra aprile 2009 e marzo 2011;
3. dalla primavera del 2013, quando è terminata la seconda recessione, le due curve sono andate divergendo e si è accumulato un divario notevole tra il profilo sostanzialmente piatto della produzione e l'aumento dei giudizi (+20 punti tra marzo 2013 e aprile 2014). Un fenomeno nuovo¹.

Anche in Germania e Francia si è osservato nell'ultimo anno uno scostamento particolarmente ampio tra i saldi dei giudizi sul livello di attività - in forte miglioramento - e dinamica effettiva della produzione manifatturiera, migliorata meno di quanto l'indicatore qualitativo lasciasse presagire.

La componente produzione del PMI manifatturiero è un altro indicatore utile per capire quale sia la tendenza di breve periodo dell'attività manifatturiera. Elaborato da Markit, viene costruito sulla base di un'indagine mensile condotta presso i direttori degli acquisti di circa 400 aziende manifatturiere, ai quali viene chiesto come sia andata l'attività rispetto al mese precedente (migliorata, invariata o peggiorata).

¹ A giugno 2013 l'ISTAT ha rivisto il disegno d'indagine prevedendo un inserimento censuario per tutte le unità con 1.000 e più addetti. Questo cambiamento ha modificato livelli e dinamica dell'indicatore di fiducia. Si veda la nota metodologica sul clima di fiducia delle imprese sul sito www.istat.it.



Un livello dell'indice superiore a 50 indica aumento della produzione; al di sotto segnala contrazione. Va confrontato, quindi, con le variazioni mensili dell'attività. Preferibilmente con dati trimestrali per ridurre le forti oscillazioni delle variazioni mensili della produzione manifatturiera.

Nell'ultimo anno l'indicatore PMI ha sovrastimato la dinamica effettiva dell'attività manifatturiera. Ma non è la prima volta che accade: già si era verificato nella seconda metà del 2010 e nella prima del 2011 e, perfino errando il segno della variazione, nella prima metà del 2007 (Grafico B).

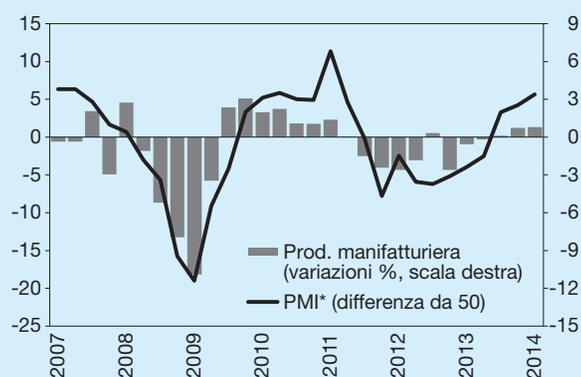
Per le famiglie fiducia senza spesa

L'indice di fiducia delle famiglie è aumentato molto velocemente dopo la fine delle recessioni. Nel 2009-2010 ciò si è accompagnato a un incremento, seppure meno intenso, anche dei consumi. Nell'ultimo anno, invece, non c'è stata alcuna evidenza di incremento degli acquisti delle famiglie (Grafico C). C'è da rilevare che nel giugno dello scorso anno c'è anche stato il cambiamento della società che svolge la rilevazione per l'ISTAT e del campione e ciò rende poco confrontabili i dati successivi al cambiamento con quelli precedenti².

² Si veda ISTAT, comunicato del 25 luglio 2013.

Grafico B

Nel PMI un recupero industriale più forte del reale
(Italia, variazioni % congiunturali e scostamento da 50, dati trimestrali destagionalizzati)

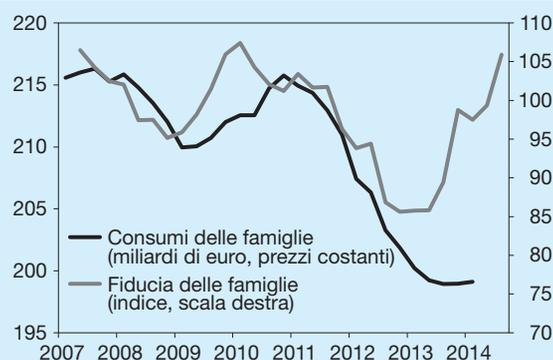


* Componente output.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Markit.

Grafico C

La fiducia non ha risvegliato la spesa delle famiglie
(Italia, dati trimestrali destagionalizzati)



L'indice di fiducia è spostato avanti di un trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Tra le imprese torna la fiducia, ma non gli investimenti

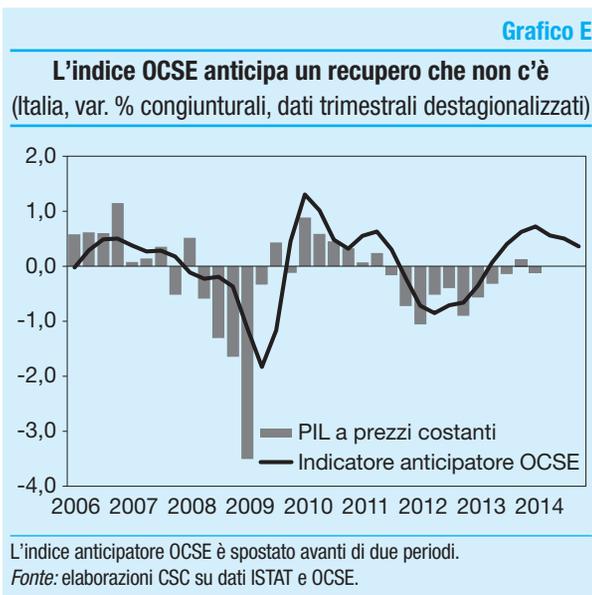
L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere anticipa usualmente di un trimestre l'andamento degli investimenti in macchinari, apparecchiature e mezzi di trasporto.

La correlazione tra i due indicatori è fortemente diminuita dal secondo semestre 2012. Si è ulteriormente allentata dal secondo trimestre 2013, tanto che la fiducia è da allora progressivamente migliorata mentre gli investimenti hanno proseguito a scendere, seppure meno rapidamente, fino a fermarsi (Grafico D).



L'anticipatore OCSE predice la svolta, ma ne esagera la misura

Il *leading indicator* dell'OCSE è costruito sulla base di una serie di indicatori coincidenti e anticipatori, qualitativi e quantitativi, e storicamente traccia con una buona approssimazione l'andamento del PIL con un anticipo di sei mesi. Recentemente, però, questa capacità previsiva si è appannata, specie nel cogliere l'intensità del mutamento di rotta: per il secondo semestre del 2013, a fronte di un PIL sostanzialmente piatto, l'indice OCSE ne aveva segnalato una dinamica nettamente positiva e in accelerazione (Grafico E). D'altra parte, è formato da indicatori di fiducia (di imprese e famiglie) che, come si è visto, hanno sovrastimato l'andamento effettivo delle variabili ad essi correlate.



PARTENZA RITARDATA /2

Il credito scarso ostacola il ciclo delle scorte e frena la ripartenza dell'economia

Nelle fasi di riavvio della crescita le imprese accumulano scorte di materie prime e semilavorati indispensabili al rilancio della produzione. Ciò anticipa la risalita dei consumi e degli investimenti e accelera il passaggio dalla recessione alla ripresa, rafforzando quest'ultima. Come è avvenuto, ad esempio, durante la risalita dell'economia italiana avutasi nel 2010-2011.

Nella seconda metà del 2013 e in avvio del 2014 non si è ancora registrato, invece, alcun accumulo di scorte, anzi è proseguito un decumulo (Grafico A). Tanto che nel quarto trimestre 2013 e nel primo 2014 il contributo della variazione delle scorte alla crescita del PIL è stato negativo. La tendenza mostra di proseguire nel secondo trimestre, stando ai produttori di beni intermedi che giudicano i livelli delle scorte inferiori al normale (-3,0 il saldo delle risposte ad aprile-maggio, da -2,0 nel primo trimestre). La mancanza di tale innesco della domanda

e dell'attività produttiva indebolisce il possibile recupero del PIL, per il quale pure si sono create alcune positive condizioni (aumento della fiducia, ripresa mondiale).

Essendo un comportamento anomalo, occorre cercarne la causa in un fattore ugualmente eccezionale. E l'analisi punta direttamente sulla perdurante difficoltà delle imprese a reperire credito per finanziare il magazzino e il capitale circolante.

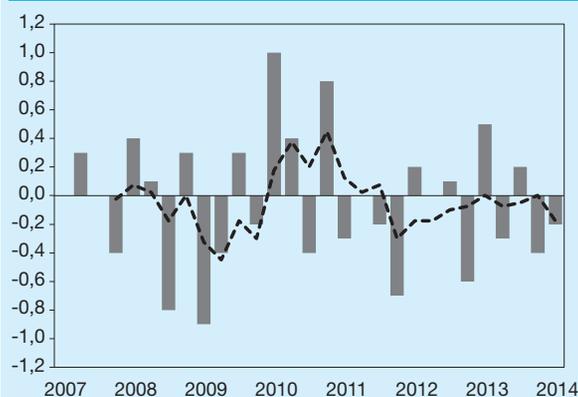
In particolare, i prestiti bancari a breve erogati alle imprese italiane si sono ridotti fortemente dalla fine del 2011 (-15,7%, -56 miliardi fino ad aprile) e la caduta sta proseguendo a ritmi elevati nella prima parte del 2014 (Grafico B).

Il prosciugamento del credito a breve è stato determinato interamente dal lato dell'offerta. L'indagine Banca d'Italia (*Bank Lending Survey*) indica che le banche hanno stretto

Grafico A

Alla ripartenza manca la spinta delle scorte...

(Italia, contributo della variazione delle scorte alla crescita del PIL, valori %, prezzi costanti, dati trimestrali)

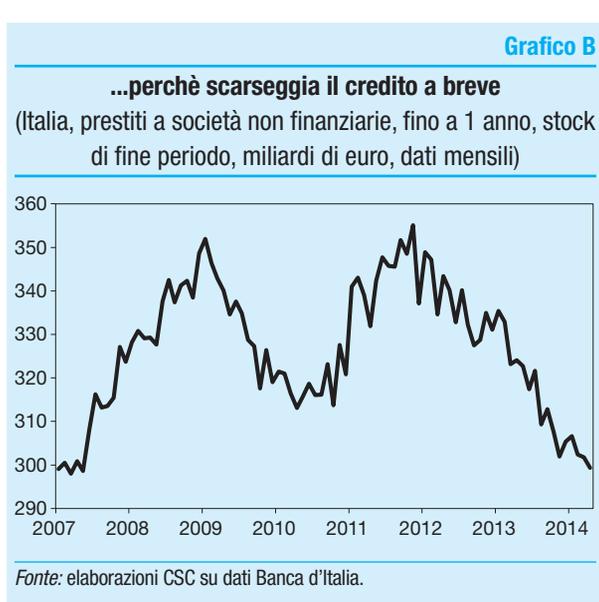


Linea tratteggiata: medie mobili a 4 termini.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

fortemente le condizioni per la concessione di prestiti a scadenza ravvicinata fin dal secondo trimestre del 2011 e hanno continuato a stringerle a inizio 2014. Sebbene in minor misura rispetto alla stretta attuata sul credito a lungo termine. La domanda di fondi per finanziare scorte e capitale circolante, viceversa, non si è ridotta con la recessione; tra il 4° trimestre 2011 e il 1° 2014 le richieste sono anzi cresciute, sebbene con un andamento volatile.

Questo anello mancante nella catena di normale trasmissione dei meccanismi del riavvio della produzione (che parte dal ritorno della fiducia e dal miglioramento delle aspettative) fornisce una convincente spiegazione del ritardo con cui la ripartenza dell'economia italiana sta avvenendo. E continuerà a essere un ostacolo al rafforzamento del recupero.



Consumi in risalita Il CSC prevede che la spesa delle famiglie nel 2014 resterà quasi invariata (+0,1%) e aumenterà dello 0,8% nel 2015.

Nel primo trimestre 2014, per la prima volta da inizio 2011, la spesa delle famiglie è aumentata (+0,1% sul quarto 2013, quando si era arrestata la caduta), grazie agli acquisti di beni durevoli e semidurevoli.

Nel triennio passato c'è stata una profonda riduzione: -2,6% nel 2013, dopo il -4,0% nel 2012 e il -0,3% nel 2011. Dall'inizio della crisi è calata complessivamente del 7,9%. Tale arretramento è da attribuirsi quasi interamente alla caduta che si è avuta nel corso della seconda recessione (-7,2% contro il -2,7% nella prima; +2,1% nel periodo intermedio). Nel 2009-2010 le famiglie avevano sostenuto i consumi diminuendo la propensione al risparmio, tentando così di mantenere i precedenti standard di vita. Il perdurare delle difficoltà ha determinato una netta cesura nel comportamento di spesa delle famiglie, divenuto maggiormente prudente e selettivo¹.

¹ Per un approfondimento, si veda CSC, *Scenari economici* n. 17, giugno 2013, pag. 19-25.

La flessione dei consumi è spiegata da quattro fattori: l'aumento delle imposte che ha inciso sul reddito disponibile delle famiglie consumatrici, la riduzione del numero di occupati, la restrizione del credito e l'incertezza sulle prospettive economiche.

Il reddito disponibile è diminuito in termini reali per sei anni consecutivi (2008-2013). Tra terzo trimestre del 2007 e quarto del 2012 è calato del 10,7%. Nel 2013, invece, è rimasto pressoché invariato.

Un freno ai consumi viene dalla ricostituzione del risparmio. La propensione al risparmio delle famiglie (misurata dalla quota del risparmio lordo sul reddito disponibile), che era passata dal 13,2% nel secondo trimestre 2008 al 7,7% (minimo storico) nel secondo 2012, è da allora salita, raggiungendo il 10,2% a fine 2013 (Grafico 1.3). Altri fattori potrebbero rallentare il recupero dei consumi delle famiglie: le difficoltà presenti nel mercato del lavoro, con il numero di occupati che non è previsto crescere prima di fine 2014; la stretta sul credito al consumo.



A favore dell'aumento della spesa delle famiglie nel 2015 agirà, invece, la politica di bilancio meno restrittiva e l'incremento del reddito, grazie alla lieve ripresa dell'occupazione e all'incremento delle retribuzioni reali.

Investimenti deboli Secondo il CSC la spesa per investimenti continuerà a diminuire quest'anno e inizierà a recuperare il prossimo: -0,7% nel 2014 e +2,0% nel 2015. In realtà, gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto aumenteranno già nell'anno in corso (+0,5%) e accelereranno il successivo (+3,2%); quelli in costruzioni, invece, scenderanno nel 2014 (-1,9%) e ripartiranno lentamente nel 2015 (+0,8%).

Nel 2015 gli investimenti totali risulteranno inferiori ancora del 25,6% rispetto al 2007. Tale profonda riduzione agisce negativamente sul potenziale di crescita.

PARTENZA RITARDATA /3

Investimenti penalizzati da incertezza e (in Italia) redditività ai minimi

Nei principali paesi avanzati gli investimenti sono lontani, anche molto, dai massimi pre-crisi e stentano a ripartire. Negli Stati Uniti, dove pure gli utili delle imprese sono ai massimi storici, la spesa in beni strumentali è tornata a salire ma a ritmi molto più blandi rispetto alle precedenti fasi di ripresa. Qual è la situazione e quali ragioni inducono questa prudenza? Dureranno?

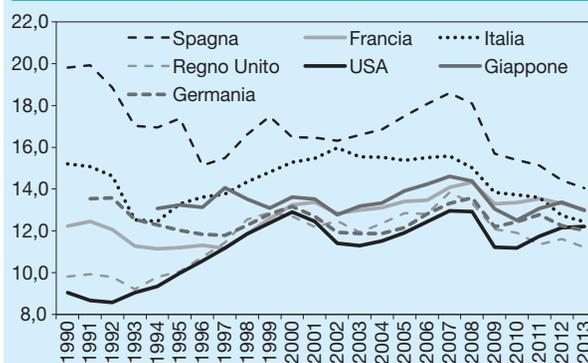
La spesa per investimenti in percentuale del PIL, al netto delle abitazioni ed espressa a prezzi costanti, si è collocata ovunque nel 2013 ampiamente sotto il livello del 2007. Anche in Germania, dove pure la quota dei profitti è elevata, le condizioni del credito sono molto favorevoli e la ripresa è iniziata con vigore. La contrazione dal picco pre-crisi è stata eccezionalmente forte nel caso della Spagna (oltre quattro punti percentuali di PIL), ma è vistosa anche per il Regno Unito e l'Italia (Grafico A).

Tra le ragioni comuni a tutti i paesi ci sono il basso utilizzo della capacità produttiva, sebbene lontano dai minimi, e la grande incertezza che ancora circonda le attese sulla forza della crescita della domanda.

Le aspettative prudenti trovano molteplici e convincenti motivi nel contesto prodotto dalla crisi. Primo, il credito, anche là dove è stato sbloccato, non sarà più generosamente erogato, cosicché non sarà più possibile effettuare spesa coperta da reddito futuro. Secondo, le costruzioni rimarranno a lungo in sordina (salvo dove non c'è stata bolla recente) e quindi mancherà un importante volano all'intera economia. Terzo, il rientro dagli alti deficit e debiti pubblici è incompiuto e implica domani maggiore tassazione o minore spesa (in ogni caso più bassa domanda). Quarto, le politiche monetarie estremamente espansive sono una cura ma al tempo stesso segnalano che il malato è tutt'altro che guarito e alimentano dubbi su quando e come le misure straordinarie verranno ritirate. Quinto, gli stessi che manovrano le leve della politica economica (governi nazionali e sovranazionali, banche centrali) e che guidano gli organismi internazionali ri-

Grafico A

Paesi avanzati: l'accumulazione di capitale è bassa
(Investimenti fissi lordi al netto delle abitazioni in % del PIL, dati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

petono che la ripresa è fragile; i primi lo fanno per rendere conto delle scelte che compiono, ma in tal modo avallano la prudenza delle imprese (e delle famiglie) nell'intraprendere progetti impegnativi.

Per quanto abbia valide giustificazioni, tuttavia, questa prudenza si trasforma in profezia che si auto-avvera. Perché i minori investimenti contribuiscono in modo decisivo a tener bassa la crescita sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. Gli investimenti, infatti, hanno una doppia valenza. La prima è che sono una componente importante della domanda finale, specialmente nel determinarne le oscillazioni cicliche, direttamente, con l'acquisto dei beni strumentali, e attraverso gli effetti moltiplicativi. La seconda è che formano capacità produttiva, compresa quella di prodotti che soddisfano nuovi bisogni; sono il principale veicolo attraverso cui le innovazioni tecnologiche vengono incorporate e diffuse nel sistema economico e quindi determinano l'aumento della produttività e lo sviluppo economico.

La timidezza degli investimenti, quindi, condensa l'eredità difficile della crisi e la traduce per i paesi avanzati in un sentiero di crescita inferiore a quello osservato in precedenza. Dunque, è un fenomeno non temporaneo. Né poteva essere altrimenti, considerate la lunghezza, la profondità e le origini, molte ancora da affrontare, della crisi stessa.

In Italia gli investimenti, che sono caduti di 3,2 punti di PIL dal 2007 al 2013, risentono delle ragioni comuni a tutti i paesi avanzati (talvolta in misura accentuata) e di fattori specifici e aggravanti: la persistente e pronunciata flessione dei consumi interni, la caduta degli investimenti pubblici (crollati in termini reali tra il 2009 e il 2013 di oltre il 30%), la diminuzione della redditività, l'inaridimento del canale di finanziamento bancario e l'incertezza aggiuntiva generata dal quadro politico, che tra l'estate 2011 e la tarda primavera 2014 è stato particolarmente confuso.

La profittabilità originata dal processo produttivo è al minimo storico. Nel settore manifatturiero il margine operativo lordo in percentuale del valore aggiunto è arrivato al 18,6% nel 2013 dal 30,0% nel 2007. Il forte calo, che è avvenuto durante la crisi, si è innestato sulla flessione iniziata fin dalla metà degli anni 90: la perdita complessiva è di 15,4 punti percentuali, dal 34,0% nel 1995 (Grafico B).

La contrazione dei margini unitari, se si radica nelle aspettative, costituisce un potente disincentivo a varare nuovi piani di investimento e contemporaneamente assottiglia i flussi finanziari in grado di coprire gli impieghi delle imprese¹. Al minore autofinanziamento si sovrappongono gli effetti negativi della prolungata diminuzione dei prestiti bancari alle imprese. Questa diminuzione è ora tanto più preoccupante perché, come in-

¹ Su questo punto si veda CSC, *Scenari industriali* n. 5, giugno 2014, pag. 52-57.

dica l'indagine Banca d'Italia sulle condizioni del credito bancario, nel primo trimestre 2014 si è arrestata la riduzione delle richieste di fondi a medio-lungo termine rivolte proprio a realizzare nuovi investimenti fissi.

Come altrove e nonostante la contrazione del potenziale produttivo già evidenziata dal CSC in precedenti analisi², il grado di utilizzazione della capacità installata è ancora modesto e induce negli operatori privati un atteggiamento improntato alla cautela.

Ci sono solo timidi segnali di maggiore propensione a investire, stando alle recenti valutazioni fornite dalla Banca d'Italia sulla base dell'indagine campionaria sugli investimenti (INVIND)³. Sia nell'industria in senso stretto sia nei servizi sono migliorati i giudizi sulle condizioni per investire, anche se i saldi delle risposte rimangono negativi (prevalgono, cioè, le valutazioni pessimistiche). Circa la spesa per investimenti programmata per il 2014 sono più numerosi quanti prevedono un aumento (27,3% del totale) rispetto a quelli che prevedono una diminuzione (23,6%); il divario è leggermente più ampio (circa un punto percentuale) nell'industria rispetto ai servizi.

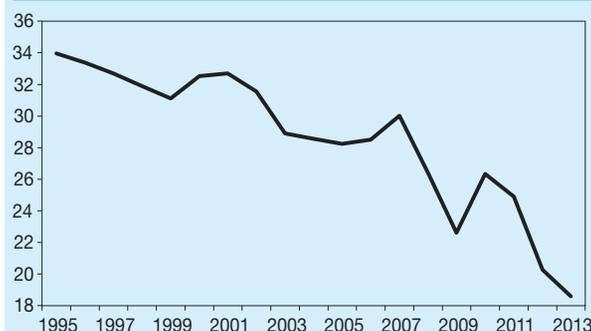
Anche in Italia, quindi, la via del rilancio passa per la ripartenza degli investimenti. Che è prioritaria rispetto a quella dei consumi proprio perché creerebbe nuova base produttiva e quindi capacità di soddisfare la domanda, oltre che nuova occupazione e dunque più spesa delle stesse famiglie. Viceversa, ricominciare da quest'ultima riporterebbe rapidamente il Paese in squilibrio nei conti con l'estero: tra 2002 e 2011 la bilancia corrente ha accumulato un passivo pari al 16,6% del PIL. Passivo che significa lavoro e reddito che la domanda interna italiana ha attivato in altri sistemi economici. Tale situazione si ripresenterebbe oggi più in fretta e a un più basso livello di domanda aggregata, a causa proprio della distruzione di capacità produttiva che è avvenuta nel frattempo. Comprendere questo punto è cruciale per stabilire le corrette priorità di politica economica.

² Si veda in particolare, con riferimento all'industria manifatturiera, CSC, *Scenari industriali* n. 4, giugno 2013, pag. 20-23, e Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 2014, pag. 92. Riguardo alla perdita del PIL potenziale italiano si rimanda a CSC, *Scenari economici* n. 19, dicembre 2013, pag. 30.

³ Si veda Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, aprile 2014, pag. 19-20.

Grafico B

In Italia margini ai minimi
(Manifatturiero; margine operativo lordo
in % del valore aggiunto)



Nota: MOL= VA - reddito da lavoro (inclusivo della stima del reddito che va a remunerare il lavoro autonomo; corretto per l'introduzione IRAP nel 1998).
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Produzione fiacca La dinamica dell'attività industriale in Italia è rimasta molto debole, tanto che i livelli sono sostanzialmente piatti da inizio 2013.

Nel primo trimestre 2014 la produzione industriale ha registrato un +0,2% congiunturale, dopo il +0,7% nel quarto 2013. Il CSC ha stimato una variazione nulla in maggio su aprile, quando vi è stato un rimbalzo dello 0,7%; la variazione acquisita per il secondo trimestre risulta di +0,2%. Le valutazioni degli imprenditori sono improntate a un maggiore ottimismo, ma prudenti.

Con l'eccezione del farmaceutico, in aprile, nessun settore di attività era tornato sui livelli pre-crisi. Il gap rispetto al picco del 2008 varia dal -4,7% dell'alimentare al -50,4% del legno (esclusi i mobili). Per il complesso dell'industria in senso stretto era di -24,0%.

Non c'è stata, invece, interruzione della caduta nelle costruzioni: -2,4% nel primo trimestre 2014, dopo il -4,4% nel quarto; il secondo parte con un acquisito di +0,2% grazie al rimbalzo di marzo e alla stagnazione di aprile. La fiducia degli imprenditori edili è in calo, mentre risultano meno pessimistiche le valutazioni sui futuri piani di costruzione.

Dal picco pre-crisi (gennaio 2008) l'attività ha subito un vero crollo: in aprile era a -43,1% (Grafico 1.4).

Grafico 1.4

Non si è interrotta la caduta nelle costruzioni
(Italia, indici di produzione, 2010=100,
dati mensili destagionalizzati)



Produzione industriale di maggio 2014: Indagine Rapida CSC.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

Nel PIL Italia peggio dei PIGS prima, durante e dopo la recessione

L'economia italiana va peggio di quelle dei PIGS. Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna sono cresciute molto più dell'Italia prima della crisi, sono arretrate meno durante la recessione e sono attese in recupero più rapido nel 2014-15. Solo la Grecia ha subito una contrazione del PIL nel 2007-2013 più marcata, avendo dovuto adottare misure fortemente restrittive per ridurre un deficit di bilancio pubblico elevatissimo (15,6% del PIL nel 2009).

La dinamica del PIL dell'Italia a partire dal 2000 è risultata inferiore a quella degli altri paesi periferici dell'Area euro. Fino al 2007 la forbice nella crescita cumulata si è ampliata rag-

giungendo il 22,3% verso l'Irlanda, il 17,9% rispetto alla Grecia e il 13,7% nei confronti della Spagna; il Portogallo ha avuto una performance analoga a quella italiana (0,8% il differenziale a favore dell'Italia; Grafico A).

Durante la crisi la divaricazione si è accentuata a sfavore dell'Italia. Il PIL italiano è diminuito dell'8,7% tra il 2007 e il 2013 e tra i PIGS solo la Grecia ha fatto peggio (-23,6%), per la ragione di cui sopra, mentre il calo cumulato è stato del 5,7% in Spagna, del 6,8% in Portogallo e del 7,6% in Irlanda (Tabella A).

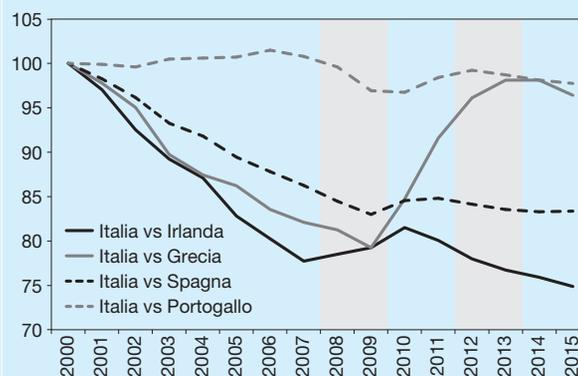
Questo risultato complessivo è dipeso da dinamiche differenti durante le varie fasi della crisi: nella prima recessione (2008-2009) solo l'Irlanda ha fatto peggio dell'Italia (-8,5% vs -6,6%); nel biennio 2010-2011 il recupero dell'Italia (+2,1%) è stato più intenso rispetto a quello registrato negli altri paesi (in Grecia si è accentuata la caduta); nella seconda recessione (2012-2013) l'arretramento del prodotto italiano (-4,3%) è il terzo per profondità dopo quelli della Grecia (-23,6%) e del Portogallo (-4,6%), mentre è stato meno marcato in Spagna (-2,8%) e Irlanda (-0,1%).

La domanda estera netta è la componente del PIL che ha maggiormente contribuito ad ampliare il divario tra l'Italia e i PIGS. Tale risultato è spiegato sia da una peggiore dinamica relativa delle esportazioni sia da una flessione delle importazioni inferiore rispetto a quella degli altri paesi.

Secondo le stime dell'FMI il recupero del PIL dell'Italia nel biennio 2014-2015 avverrà a una velocità più bassa rispetto a quella dei PIGS: +1,7% cumulato contro +1,9% della Spagna, +2,7% del Portogallo, +3,5% della Grecia e +4,2% dell'Irlanda.

Grafico A

PIL: l'Italia perde la sfida con i PIGS
(Indici 2000=100, rapporto PIL Italiano/PIL PIGS, dati annuali, prezzi costanti)



In evidenza gli anni di recessione. Per 2014 e 2015 stime FMI.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, FMI.

Tabella A

Italia peggio dei PIGS
(PIL, variazioni % cumulate)

	2000-2007	2007-2013	2013-2015	2000-2015
Irlanda	40,6	-7,6	4,2	35,4
Spagna	26,6	-5,7	1,9	21,6
Grecia	33,1	-23,6	3,5	5,2
Portogallo	8,3	-6,8	2,7	3,7
Italia	9,2	-8,7	1,7	1,4

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Tenuto conto di queste previsioni, alla fine del 2015 i livelli del PIL italiano saranno inferiori del 7,2% rispetto a quelli del 2007. Solo la Grecia farà peggio (-21,0%), mentre la caduta del PIL irlandese rispetto ai livelli pre-crisi si fermerà a -3,6%, quella del PIL spagnolo a -3,9% e quella portoghese a -4,3%.

Il differenziale negativo di crescita accumulato dall'Italia a partire dal 2000 raggiungerà così nel 2015 il -2,3% rispetto al Portogallo, il -3,6% nei confronti della Grecia, il -16,6% verso la Spagna e il -25,1% sull'Irlanda.

Il new normal dell'export italiano

Nello scenario CSC la crescita delle esportazioni di beni e servizi, in volume, dopo lo stallo del 2013 (+0,1%), accelera: +3,1% nel 2014 e +3,8% nel 2015. Le importazioni (-2,8% nel 2013) tornano ad aumentare: +2,1% nel 2014 e +3,8% nel 2015. La ripartenza dell'import ridurrà il contributo dell'export netto al PIL, che comunque rimarrà positivo: +0,8 punti percentuali nel 2013, +0,4 nel 2014 e +0,1 nel 2015.

I maggiori acquisti all'estero riflettono il miglioramento della domanda interna, seppure modesto. Nel primo trimestre 2014, le importazioni di merci e servizi in volume sono aumentate dello 0,3% congiunturale (sono in aumento dal terzo trimestre 2013). È cresciuta, in particolare, la domanda da parte delle imprese, più di quella delle famiglie: le importazioni di beni di investimento sono aumentate del 3,6% sul quarto 2013, quelle di beni intermedi del 3,1% e quelle di beni di consumo dell'1,9% (il -12,8% dei beni energetici completa il quadro). Nel primo trimestre 2014 le esportazioni di beni in volume sono cresciute dello 0,3% rispetto al quarto 2013 (+1,1% rispetto al terzo), sostenute dall'aumento della domanda europea (+1,2%) che ha più che compensato la riduzione extra-UE (-0,8%). È dal secondo semestre del 2013 che le vendite verso l'Unione europea (+2,6% rispetto al primo semestre 2013) crescono più di quelle extra-UE (-1,4% nello stesso periodo).

Ad aprile il tasso di crescita delle esportazioni in volume si rafforza (+0,6% rispetto a marzo). Prospettive di crescita dell'export sono confermate dalla componente ordini esteri del PMI manifatturiero: 56,7 in maggio (58,3 in aprile); il saldo dei giudizi sugli ordini esteri delle imprese manifatturiere è più alto (-19 in maggio) rispetto alla media del 2013 (-24).

La dinamica dell'export dipende da quella della domanda potenziale, ossia dalla crescita delle importazioni nei mercati di destinazione dei beni italiani. Nello scenario di previsione, la domanda potenziale italiana torna a crescere a un buon ritmo (+3,0% nel 2014 e +4,2% nel 2015), soprattutto grazie alla ripartenza degli acquisti dei paesi dell'Area euro, che assorbono più

del 40% delle vendite estere italiane (Grafico 1.5). Scomponendo la domanda potenziale italiana, si osserva quanto la sua accelerazione sia dovuta all'intra-area (+0,6% nel 2013, +3,2% nel 2014 e +3,6% nel 2015) e quanto all'extra-area (+2,4% nel 2013, +2,7% nel 2014 e +4,9% nel 2015). Proprio il recupero dell'assorbimento interno all'area euro imprime un cambio di passo della domanda potenziale italiana superiore a quello del commercio globale.

Va osservato che la performance dell'export italiano nel 2014 supera l'espansione dei mercati di riferimento.

Si consolida l'attivo dei conti con l'estero Nel biennio 2014-15 il valore delle esportazioni nette italiane di beni e servizi verrà sostenuto anche dal miglioramento delle ragioni di scambio. Il CSC prevede che saliranno dell'1,0% nel 2014 (+1,9% nel 2013) e dello 0,3% nel 2015.

La dinamica favorevole sia delle quantità sia dei prezzi consoliderà l'attivo della bilancia commerciale. Il cui surplus, pari al 2,4% del PIL nel 2013, livello massimo dal 1998, migliorerà ancora più nel 2014 (al 2,9% del PIL), per poi assestarsi nel 2015 (3,0%).

L'ampliamento del surplus commerciale spinge in alto l'attivo delle partite correnti: secondo le previsioni del CSC si attesta all'1,4% del PIL nel 2014 (1,0% nel 2013) e all'1,6% nel 2015.

Nonostante i progressi nel saldo di conto corrente, la posizione patrimoniale netta estera dell'Italia nel quarto trimestre 2013 (-29,8% del PIL) è peggiorata rispetto al quarto 2012 (-28,3%), a causa sia del rilevante calo del prezzo dell'oro, che ha ridotto il valore delle riserve ufficiali, sia della rivalutazione delle passività in titoli di debito in mano agli investitori esteri, legata alla flessione dei premi per il rischio.

Grafico 1.5

La domanda potenziale italiana sostiene l'export (Dati in volume, merci, variazioni %)



* Crescita delle importazioni totali di 38 partner commerciali, ponderate per le quote delle esportazioni italiane verso quei partner.
2014-2015: previsioni CSC.

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

La qualità italiana: via maestra per rafforzare la competitività dell'export

La qualità dei prodotti venduti all'estero è un fattore cruciale nel determinare la performance dell'export. E costituisce un grande punto di forza del *Made in Italy*.

Secondo le stime del CSC, infatti, nel periodo 2000-2012 il forte aumento della qualità dei beni italiani esportati ha favorito una crescita addizionale dell'export di 0,27 punti percentuali medi annui¹.

In quali mercati e in quali settori si concentra l'aumento della competitività italiana basata sulla qualità? Nei mercati fuori dall'Area euro. E in alcuni dei settori tradizionali (articoli in pelle, calzature, alimentari e minerali non metalliferi), in nuovi settori emergenti come la chimica e la farmaceutica e nei macchinari e nelle apparecchiature; questi ultimi costituiscono il primo settore, in termini di peso, delle esportazioni italiane.

Informazioni sulla dinamica e sul confronto internazionale della qualità dei beni venduti all'estero possono essere estratte dai valori medi unitari (VMU): un maggiore contenuto qualitativo dei beni venduti all'estero si riflette in VMU più elevati. Un aumento dei VMU, però, può rispecchiare anche un incremento dei prezzi alla produzione, determinato in particolare dal costo dei fattori produttivi, dei beni intermedi e dell'energia.

Nel primo caso c'è un guadagno di qualità e la competitività dell'export aumenta; nel secondo, invece, i maggiori prezzi la riducono.

Per tener conto delle variazioni dei prezzi, un indicatore dell'andamento della qualità dell'export è, allora, definito come il rapporto tra gli indici dei VMU e dei prezzi alla produzione dei beni venduti all'estero (PPE): un aumento corrisponde a un incremento della qualità e quindi della competitività non di costo/prezzo.

In base a questo indicatore, la qualità dei beni italiani esportati è aumentata molto più velocemente di quella dei prodotti dei principali competitor europei. Dal 2000 al 2013 l'indicatore di qualità dell'export è aumentato di 23,7 punti percentuali in Italia, molto più che in Germania (11,9 punti), Francia (7,4) e Spagna (6,9; Grafico A).

Confrontando, inoltre, la dinamica dell'indicatore di qualità in Italia e nella media dell'Unione europea a 28 (media calcolata dal CSC sulla base dell'importanza che i vari paesi UE hanno nei mercati di sbocco delle merci italiane), è possibile costruire un indice della competitività dell'export italiano basata sulla qualità rispetto ai concorrenti europei².

¹ Si veda CSC, *Scenari economici* n. 19, dicembre 2013.

² Questo indicatore è costruito ponderando i VMU e i PPE dei 28 paesi dell'Unione europea con i pesi che le esportazioni degli stessi paesi hanno nei mercati di destinazione dei prodotti italiani bilanciati dall'importanza che i singoli mercati hanno per gli esportatori italiani.

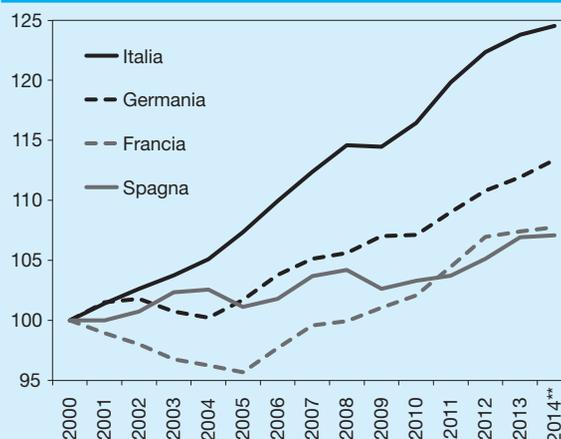
Il CSC così ha stimato che il guadagno di competitività italiano rispetto alla media dell'UE-28 è stato pari a 19,4 punti percentuali dal 2000 al 2013 (Grafico B). Questo guadagno è stato ottenuto sia da un forte incremento relativo dei valori medi unitari (+12,5 punti percentuali rispetto ai competitor europei) sia da una dinamica relativa più contenuta dei prezzi alle esportazioni (-5,8 punti).

È inoltre possibile scomporre l'indicatore di competitività di qualità dell'Italia rispetto all'UE in base alla destinazione delle esportazioni. Il guadagno maggiore rispetto ai concorrenti europei l'Italia l'ha ottenuto nei mercati extra-Area euro (+26,3% dal 2000 al 2013) e soprattutto a partire dal 2006 (+14,2%). Nell'Area euro la competitività qualitativa dei beni italiani è aumentata del 14,2% dal 2000 al 2013, crescendo a buon ritmo fino al 2008, rimanendo poi quasi invariata fino al 2012 e compiendo un balzo in avanti nel 2013 (+3,3% rispetto al 2012).

L'andamento dei valori medi unitari, depurato dalla variazione dei prezzi alla produzione, a livello di intera economia riflette, in realtà, non solo il miglioramento della qualità ma anche la variazione della composizione dei beni esportati. Per esempio, se si esportano relativamente meno calzature e più macchinari, il VMU si innalza. Occorre allora verificare, nel caso concreto italiano, se tale ricomposizione ci sia stata e con quale intensità. I dati disaggregati per

Grafico A

L'export italiano vince in qualità
(Indicatore di qualità*, 2000=100)



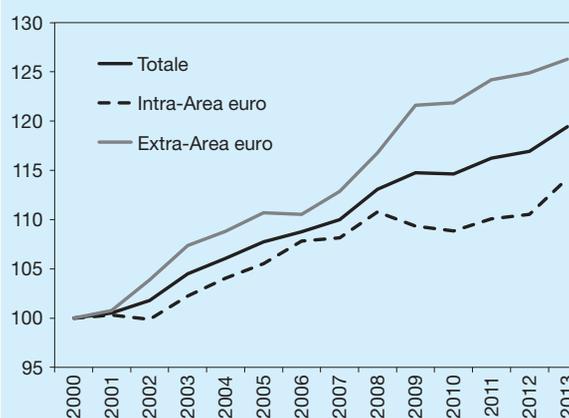
* Rapporto tra l'indice dei Valori Medi Unitari (VMU) e i Prezzi alla Produzione dei beni venduti all'Estero (PPE).

** Primi tre mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Grafico B

Italia: più qualità nell'export extra-Area euro
(Indicatore relativo di qualità* rispetto all'UE-28, 2000=100)



* Indice relativo costruito con i valori medi unitari (VMU) e prezzi alla produzione dei beni all'estero (PPE) italiani rispetto ai VMU e ai PPE dei paesi dell'UE-28, ponderati con i pesi che i competitor europei hanno nei mercati di destinazione dei prodotti italiani.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

settori (a livello di 2 digit ATECO) dicono che i cambiamenti di composizione sono stati contenuti; tra essi spicca l'aumento di peso del farmaceutico e del chimico, che sono caratterizzati da VMU elevati. Proprio al fine di isolare l'effetto qualità da quello composizione analizziamo ora indicatori qualitativi settoriali.

In quali settori c'è stato un maggiore aumento della qualità delle esportazioni italiane, misurata dall'indicatore CSC? Si trovano forti aumenti sia in quelli tradizionali del *Made in Italy* (+50,2% articoli in pelle cumulato 2002-13, +28% calzature) sia in settori il cui peso sull'export totale italiano è in aumento (farmaceutica +27,5% e chimica +19,1%) sia, infine, nei macchinari e nelle apparecchiature (+18,6%). Al contrario, la qualità sembra essere diminuita nel tessile (-7,4%) e nei mobili (-7,9%).

In termini di livelli, tuttavia, il settore moda (tessile, abbigliamento e calzature) è quello che registra i valori medi unitari più elevati rispetto alla media dell'Area euro; in particolare, per gli articoli in pelle è quasi il triplo (Tabella A). Alto livello di qualità relativa c'è anche nel tessile (il VMU italiano è quasi il doppio di quello dell'Area euro), mentre nei mobili è perfettamente allineato.

Tabella A

Dove la qualità è salita di più (Variazione % cumulata 2002-2013, indicatore di qualità settoriale*, 2010=100)						
	Germania	Spagna	Francia	Italia	Area euro	2013**: Italia/Area euro
Articoli in pelle	-12,2	-29,9	52,2	50,2	27,2	2,7
Calzature	-4,7	-65,4	-	28,0	-19,3	1,1
Farmaceutica	-43,8	8,1	17,6	27,5	-4,1	0,9
Chimica	0,9	-16,7	0,8	19,1	-2,9	1,1
Macchinari e apparecchiature	-9,6	-2,0	-	18,6	-36,1	1,2
Minerali non metalliferi	-4,8	-7,6	-	11,4	6,8	1,1
Alimentari, bevande e tabacco	47,7	-36,0	22,1	9,8	6,8	0,8
Abbigliamento	-24,9	7,6	-	4,9	-15,2	2,3
Metalli di base	-0,6	-21,2	-	1,3	6,0	1,1
Componenti elettriche	-20,4	-24,9	-	-3,0	-15,9	0,6
Tessile	-12,7	3,6	-	-7,4	-18,1	1,7
Mobili	-12,4	1,2	-	-7,9	-5,0	1,0

Per articoli in pelle, calzature e farmaceutica, variazione % cumulata 2005-2013.

* Rapporto tra gli indici dei valori medi unitari settoriali e dei prezzi alla produzione settoriale dei prodotti venduti all'estero.

** Per ciascun settore, rapporto tra i VMU italiano e Area euro (misurati come euro per 100kg di beni). Un valore superiore a 1 indica che il VMU italiano è maggiore di quello medio dell'Area euro e, indirettamente, suggerisce una maggiore qualità italiana.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

La farmaceutica è il settore con il maggior numero di imprese multinazionali. L'organizzazione delle imprese è un fattore rilevante sia per gli scambi internazionali, poiché una quota di questi è alimentata dagli scambi *intra-firm*, sia per i trasferimenti di conoscenze scientifiche e tecnologiche tra le imprese del gruppo (il 41,6% delle grandi e medie imprese industriali italiane dichiarano di beneficiarne).

Segue poi il settore chimico, in cui i forti aumenti di qualità dei prodotti venduti all'estero si rispecchiano in valori medi unitari che hanno raggiunto e superato quelli medi dell'Area euro.

Nei macchinari e apparecchiature i VMU sono più alti di quasi il 20% rispetto a quelli medi dei prodotti dell'Area euro.

L'aumento della qualità, che ha contribuito a una buona performance italiana nei mercati esteri, è impegnativo da realizzare. In questo campo le imprese esportatrici italiane hanno dimostrato di saper fare bene e in molti casi molto meglio delle concorrenti europee, nonostante tutti i limiti strutturali del contesto in cui agiscono.

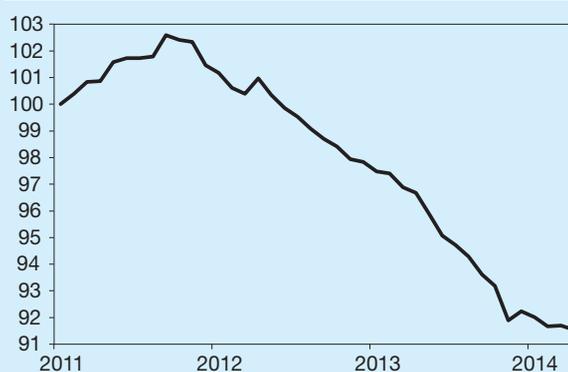
Ancora credit crunch per le imprese

La riduzione del credito per le imprese italiane è proseguita nei primi mesi di quest'anno. Ma c'è qualche segnale di attenuazione. In aprile i prestiti si sono ridotti dello 0,2%, dopo essere rimasti fermi a marzo; il ritmo medio di caduta a partire dal settembre 2011 è stato di -0,4% al mese (dati destagionalizzati). Nel complesso, lo stock di prestiti è calato del 10,8% in due anni e mezzo, per un totale di -99 miliardi di euro (Grafico 1.6).

La scarsità del credito ostacola l'operatività di molte aziende. Sono tante quelle che non ottengono i prestiti che chiedono: nel manifatturiero a maggio erano il 15,2%, una percentuale più che doppia rispetto al 6,9% della prima metà del 2011 (indagine ISTAT). E non c'è alcuna evidenza di una sua riduzione. In gran parte dei casi è la banca a negare il credito (74% a maggio), ma molte imprese rinunciano a fronte di un'offerta con costi troppo

Grafico 1.6

Frena il calo del credito alle imprese
(Italia, stock di prestiti, indice gennaio 2011=100, dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

elevati (26%). E sicuramente ci sono aziende che nemmeno provano a chiedere maggior credito, conoscendo le condizioni proibitive, ma non vengono rilevate statisticamente.

Negli ultimi mesi si è fermata la risalita della disponibilità di liquidità rispetto alle esigenze operative: saldo a 17 in maggio nel manifatturiero, stesso valore di febbraio (5 nell'aprile 2013 e 32 nella media del 2007; indagine ISTAT). Le aziende si aspettano liquidità in calo, sebbene meno che durante lo scorso anno: le attese a tre mesi erano a -8 in maggio (da -14 nel dicembre 2013). Il 19,5% delle imprese industriali e dei servizi prevedono liquidità insufficiente nel 2° trimestre, valore invariato rispetto al 1° trimestre; nel settore delle costruzioni questa quota è più che doppia (48,1%, da 48,6%; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore).

Il miglioramento della liquidità è stato ottenuto grazie al pagamento di debiti commerciali arretrati della PA, fermi a marzo a 23,5 miliardi di euro, la metà dei 47 miliardi stanziati per il 2013-2014. È cruciale che il flusso di pagamenti prosegua rapidamente nei prossimi mesi.

Secondo un'indagine Banca d'Italia relativa a fine 2013, l'11,0% di questi pagamenti è stato utilizzato dalle imprese di industria e servizi per accrescere la liquidità. Il resto è andato a pagare arretrati su stipendi, fornitori e tasse (69,7%) e ridurre il debito bancario (16,2%), spiegandone parte del calo (3,8 miliardi). Il 3,2% è stato utilizzato per finanziare nuovi investimenti.

Due indicatori suggeriscono il proseguimento della stretta creditizia. Primo, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono stati ulteriormente irrigiditi nel primo trimestre 2014, seppure con intensità molto diminuita rispetto ad altre fasi, ma comunque pari a quella del quarto trimestre 2013 (indagine sul credito Banca d'Italia). Secondo, le condizioni di accesso al credito sono peggiorate nel primo trimestre per le imprese industriali e dei servizi (saldo delle risposte a -13,2%, da -15,3% nel quarto trimestre 2013) e per quelle delle costruzioni (saldo a -30,5, da -35,9%; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore).

La stretta addizionale continua a essere motivata dalle banche con le attese negative sull'andamento dell'economia e di specifici settori e imprese. Ossia, con il timore di accumulare ulteriori prestiti deteriorati. Le sofferenze bancarie sul credito alle imprese sono salite a 118 miliardi in aprile (14,6% dei prestiti), da 26 miliardi a fine 2008 (3,0%), senza dare segnali di rallentamento. Sommando quelle sui crediti alle famiglie si arriva a 164 miliardi. Le banche italiane confermano che le difficoltà nel raccogliere fondi sui mercati e mantenere livelli adeguati di capitale e di liquidità non sono più fattori restrittivi, come lo erano invece nel 2011.

Nel primo trimestre la stretta ulteriore, come in precedenza, ha preso la forma di: un aumento dei margini di interesse per le imprese giudicate più rischiose, una richiesta di maggiori garanzie, una riduzione dei volumi accordati e un accorciamento delle scadenze. I dati

qualitativi indicano però, dopo due anni di aumento, l'allentamento del margine applicato sulla media dei prestiti. Ciò si è riflesso nei dati effettivi sui tassi di interesse pagati dalle imprese. Tuttavia, la riduzione è stata limitata: i margini applicati dalle banche sono ancora ampi e impediscono alle imprese italiane di beneficiare di tassi di mercato a breve quasi a zero. Il tasso medio pagato dalle aziende in aprile era del 3,4% (3,7% a dicembre 2012). Si trova ancora molto sopra l'Euribor a tre mesi, che in aprile era stabile allo 0,3%. Lo spread sul tasso di riferimento, quindi, era a +3,0 punti (+3,5 nel dicembre 2012), ancora cinque volte maggiore rispetto ai valori pre-crisi (+0,6 nel 2007). Le imprese più piccole pagano di più: 4,3% in aprile il tasso sui prestiti inferiori a un milione di euro, 2,7% per quelli maggiori.

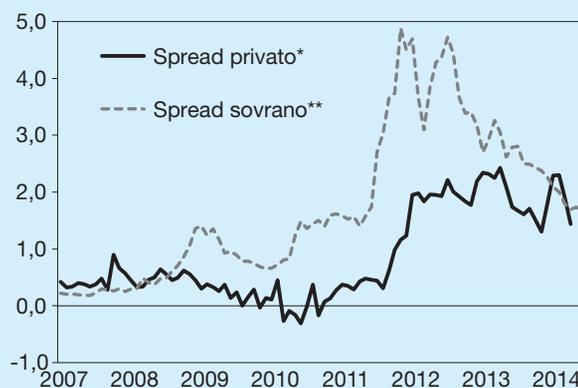
I tassi alti in Italia penalizzano la competitività delle aziende. Le PMI italiane devono fare i conti con uno spread di tassi pari a +1,4 punti percentuali in aprile rispetto alle imprese che operano in Germania (+2,0 in media nei primi quattro mesi; Grafico 1.7). Al di là delle oscillazioni mensili, il divario rimane sui valori del 2013 (+1,9 punti in media). Lo spread privato non ha riflesso la riduzione del corrispondente spread sui titoli sovrani tra Italia e Germania (+1,6 punti a giugno, da +4,7 a metà 2012)².

La domanda di credito delle imprese italiane ha smesso di calare nel primo trimestre 2014, dopo una contrazione durata due anni. Ciò riflette la fine della caduta dell'attività economica e rende più grave l'ulteriore restrizione dal lato dell'offerta, perché ostacola le possibilità di ripartenza dell'attività.

Dalla valutazione BCE spinta al credito Una serie di fattori manterrà scarsi i prestiti bancari per le imprese nel medio termine, rispetto al periodo pre-crisi: rischio di credito ancora elevato, residue difficoltà sul canale interbancario, necessità di tenere alti i *ratio* di capitale, redditività bassa delle banche, necessario aggiustamento dei bilanci degli istituti. Resta, inoltre, il legame banche-stati sovrani, eredità della crisi del debito degli ultimi anni. Una

Grafico 1.7

Giù lo spread sovrano, non il privato (Italia-Germania, valori %, dati mensili)



* Imprese, prestiti fino a 1 milione di euro, tra 1 e 5 anni.

** Titoli di stato a 10 anni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE, Thomson Reuters.

² La Banca d'Italia stima che le misure espansive decise a giugno dalla BCE alzeranno il PIL italiano di 0,5 punti percentuali nel periodo 2014-2016, attraverso il loro impatto sui tassi di interesse di mercato e il cambio dell'euro. Inoltre, ha ribadito l'annuncio di un prossimo allargamento della lista di asset bancari accettabili come collaterale nelle aste di rifinanziamento del sistema BCE, includendo alcune forme tecniche di prestito molto utilizzate dalle PMI italiane. Si veda Fabio Panetta, La nuova vigilanza bancaria europea e l'Italia, Convegno per i 75 anni di ICBPI, Roma, 19 giugno 2014.

Unione bancaria completa potrebbe sciogliere tale nesso, ma la sua costruzione procede troppo lentamente e non sarà necessariamente un rimedio netto, dato il suo attuale disegno.

Per rendere operativa la vigilanza unica della BCE occorrono ancora alcuni mesi (novembre 2014), necessari a completare la valutazione dei bilanci delle maggiori banche, e resta il rischio che non si riesca a realizzare una piena armonizzazione della vigilanza sugli istituti più piccoli. Inoltre: il meccanismo europeo di risoluzione di singole banche sarà operativo non prima del 2015; il suo processo decisionale sarà molto complesso, nonostante recenti tentativi di semplificazione; il Fondo unico di risoluzione impiegherà anni per raccogliere risorse dalle banche; il coinvolgimento di azionisti, obbligazionisti e correntisti sopra i 100mila euro (*bail-in*) partirà nel 2016; sono stati posti molti paletti relativamente all'utilizzo delle risorse dell'ESM, da fine 2014, per ricapitalizzare direttamente le banche in difficoltà. Infine, non si registrano progressi sull'assicurazione unica dei depositi.

L'andamento del credito alle imprese, perciò, continuerà a dipendere in ciascun paese anche dal rendimento dei titoli pubblici nazionali. Gli sviluppi recenti sono positivi. Il calo del rendimento del BTP decennale (2,95% a giugno, da 4,42% a settembre) sta abbassando il costo della raccolta bancaria in Italia (2,7% sulle nuove emissioni di obbligazioni nei primi quattro mesi del 2014, da 3,0% nel 2013). Inoltre, la risalita dei prezzi dei titoli pubblici attenua le pressioni sui bilanci delle banche, che ne hanno in portafoglio ancora grandi quantità.

Nonostante i ritardi dell'Unione bancaria, anche la sola valutazione approfondita degli asset delle banche da parte della BCE, accrescendo la trasparenza, potrà infondere fiducia nel sistema bancario da fine 2014. Ciò può contribuire a rilanciare il credito. Lo scenario CSC si basa sul buon esito delle analisi della BCE.

Potenziare i canali non bancari Il finanziamento della risalita dell'attività economica nel prossimo anno avrà bisogno, comunque, di un rafforzamento dei canali alternativi a quello bancario. Gli strumenti più promettenti varati in Italia per le PMI sono due: mini-bond e mercato azionario Aim-Mac. Canali che stanno crescendo, ma che potrebbero essere rafforzati con ulteriori interventi e hanno bisogno di investitori specializzati per allargare il mercato a tutte le imprese potenzialmente in grado di emetterli (si veda il riquadro *Meno banche e più mini-bond e Borsa per lo sviluppo delle PMI*). L'ottimo andamento del segmento azionario per le PMI si iscrive, peraltro, nel quadro della buona performance dei collocamenti in Borsa Italiana, favoriti dal recupero delle quotazioni.

Alcuni strumenti possono aiutare, inoltre, lo stesso canale bancario. Il Fondo di Garanzia può crescere ancora, anche fornendo un sostegno alle emissioni di obbligazioni di piccole imprese. Va rafforzato il sistema dei confidi, che fornisce garanzie sui prestiti bancari alle PMI. La BEI (Banca Europea per gli Investimenti) sta estendendo il suo impegno per l'erogazione di prestiti alle imprese, con un focus importante sulle PMI italiane.

Meno banche e più mini-bond e Borsa per lo sviluppo delle PMI

Per far tornare l'economia italiana a crescere, occorre che ripartano gli investimenti delle aziende. Perciò c'è bisogno di maggiori finanziamenti. Le difficoltà del credito bancario spingono a sviluppare rapidamente fonti alternative: capitale raccolto direttamente sui mercati con emissioni di azioni e obbligazioni. I due nuovi strumenti più promettenti per le PMI, mini-bond e listino azionario Aim-Mac, sono in crescita ma veicolano per ora risorse ridotte rispetto al vuoto scavato dal *credit crunch*. Entrambi hanno ottime prospettive di espansione nei prossimi anni. Per farli decollare è cruciale l'ingresso di investitori specializzati. Un passaggio obbligato, perché l'economia non può crescere se non è finanziata.

Mini-bond in aumento

Lo strumento più promettente lanciato in Italia durante la crisi sono i mini-bond. Per facilitare l'accesso delle PMI al mercato obbligazionario, il Governo ha riformato nel 2012-2013 le norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte di imprese non quotate, eliminando alcuni ostacoli.

Ciò, assieme all'esigenza di capitale delle imprese, ha già prodotto risultati positivi. Le emissioni di mini-bond nel 2013, quotate sul nuovo mercato dedicato ExtraMOT-Pro, sono state 16, con una dimensione media di 5 milioni di euro, per una raccolta totale di 82 milioni (Tabella A). Nel 2014 si osserva un'accelerazione: nei primi cinque mesi si sono avute 16 nuove emissioni, con una dimensione media di circa 9 milioni, per un totale raccolto di 141 milioni. Se proseguisse tale ritmo, si arriverebbe a 339 milioni nell'anno, quadruplicando i valori del 2013.

Il mercato dei mini-bond è destinato a crescere ulteriormente nei prossimi anni. Secondo le stime di CRIF, una nuova agenzia di rating italiana attiva in tale mercato, sono oltre 9mila le PMI potenziali emittenti. Si tratta della parte più solida, dinamica e trasparente. Se tale potenziale si concretizzasse, considerando un importo medio per emissione (prudente) di 8 milioni e una durata media di 5 anni (cioè quella corrente), si arriverebbe a 15 miliardi lordi di raccolta all'anno (non contando il flusso di rimborsi dei titoli emessi). Una cifra ragguardevole in tempi di risorse scarse.

Tabella A

Canali finanziari in espansione per le PMI (Italia, milioni di euro, flussi di nuove risorse)

	2013	2014
Mini-bond	82	339
Azionario Aim-Mac	168	219
Totale	250	558

2014: primi 5 mesi annualizzati.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Borsa Italiana.

Per allargare il mercato a tutte queste aziende, specie alle più piccole, però, c'è bisogno di investitori specializzati. Ad esempio, fondi di investimento che acquistino singoli mini-bond o, meglio, portafogli di titoli. Oltre 20 fondi privati sono già nati in Italia dal 2013, con obiettivi di raccolta tra 50 e 500 milioni di euro. Ciò significa una domanda potenziale di mini-bond pari a circa 4 miliardi di euro, una volta che tutti avranno ultimato la raccolta e saranno pienamente operativi.

Per sostenere il mercato nel 2014 è essenziale favorire l'ingresso di investitori istituzionali. Se, ad esempio, fondi pensione e assicurazioni investissero in mini-bond, compatibilmente con i limiti regolamentari, l'1,0% delle loro disponibilità, sul mercato affluirebbero rapidamente circa 5 miliardi di euro. Inoltre, bisogna dare avvio alla concessione di garanzie su tali titoli da parte del Fondo Centrale di Garanzia. In queste due direzioni, importanti interventi sono stati introdotti nel decreto Destinazione Italia. Molto importante sarebbe anche il concretizzarsi dell'iniziativa istituzionale che coinvolge Cassa Depositi e Prestiti e Fondo Italiano di Investimento per la creazione di un fondo che investa in mini-bond. Altrettanto rilevante è l'ingresso di investitori esteri.

Le PMI iniziano a sbarcare in Borsa

Una novità importante per la finanza di impresa in Italia è stata la recente creazione del listino azionario Aim-Mac (Mercato Alternativo del Capitale), progettato con il contributo di Confindustria per favorire l'accesso delle piccole e medie aziende alla quotazione in Borsa. Le sue caratteristiche distintive sono i più bassi requisiti per l'ammissione, le procedure più semplici, il minor costo per le imprese.

Nel 2013 l'Aim-Mac ha lanciato 15 nuove quotazioni di PMI, con una raccolta complessiva di capitale fresco pari a 168 milioni di euro. Nei primi cinque mesi del 2014 le IPO (*Initial Public Offering*) di PMI italiane sono state 8, con una raccolta di capitale pari a 91 milioni. A tali ritmi, l'anno potrebbe chiudersi con una raccolta di 219 milioni. Ciò rappresenta un successo, considerati i valori nulli degli anni precedenti; non si può, però, nascondere che si tratta ancora di cifre modeste.

Per i prossimi anni ci si attende il proseguimento del trend positivo. Sono molte le PMI interessate a quotarsi. Il successo del progetto Elite, di Borsa Italiana, il cui scopo è avvicinare le PMI al mercato del capitale di rischio, conferma le buone prospettive: le imprese partecipanti sono 150, delle quali 15 stanno già studiando una IPO. Se tutte le imprese di Elite finissero per quotarsi per un importo medio di 11 milioni (in linea con i valori sull'Aim-Mac nel 2013), nel medio termine la raccolta di capitale di rischio arriverebbe a circa 1,7 miliardi di euro.

Tuttavia, un ostacolo al decollo del nuovo segmento del mercato azionario è la scarsità di investitori pronti ad acquistare questo tipo di *equity*. Tradizionalmente, gli investitori istituzionali e i risparmiatori guardano alle imprese medio-grandi come target. Per le piccole c'è, dunque, bisogno di investitori specializzati, pronti a selezionare aziende con una solida situazione patrimoniale e prospettive reddituali favorevoli, condizioni necessarie per il buon esito della quotazione.

Credito alle famiglie scarso, meglio i mutui I prestiti alle famiglie italiane continuano a ridursi, sebbene molto meno di quelli alle imprese. In aprile lo stock registra un calo complessivo del 2,5% rispetto al picco di inizio 2012, pari a -11 miliardi di euro (a un ritmo medio di -0,1% al mese). Sia lo stock di mutui alle famiglie sia quello di credito al consumo non mostrano ancora segnali di svolta.

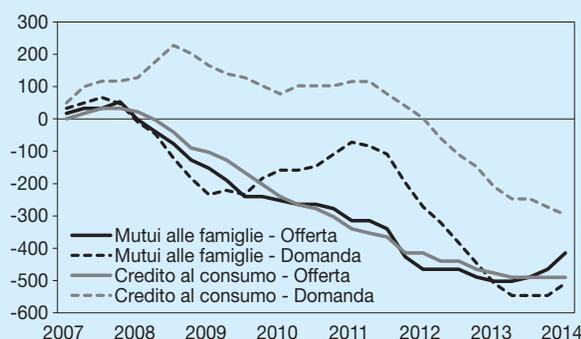
Le banche, però, indicano che a inizio 2014 i criteri di offerta per i mutui sono stati ulteriormente allentati per il terzo trimestre consecutivo (indagine Banca d'Italia; Grafico 1.8). Gli istituti segnalano di aver ridotto in media i margini di interesse, sebbene non quelli sui prestiti giudicati più rischiosi. Inoltre, hanno diminuito la stretta sul rapporto tra mutuo e garanzie, nonché sulle scadenze. Per il credito al consumo i criteri sono, invece, rimasti invariati. Nel complesso, la stretta dell'offerta sembra diminuire, ma questo non si è ancora riflesso nei dati effettivi sull'ammontare di prestiti erogati.

Gli istituti creditizi segnalano, per la prima volta dall'inizio della crisi, che il costo della provvista e i vincoli di bilancio sono diventati un fattore favorevole nell'erogazione di mutui alle famiglie, sebbene non ancora per il credito al consumo. E hanno ormai smesso di indicare timori per l'andamento dell'economia, le prospettive del settore immobiliare e il merito di credito dei consumatori.

Per i mutui, inoltre, nel primo trimestre 2014 si è avuto il primo aumento della domanda da inizio 2011. Già nella seconda metà del 2013 le richieste avevano smesso di cadere. Que-

Grafico 1.8

Risale l'offerta di mutui, non di credito al consumo
(Indici cumulati 2006-IV=0, dati trimestrali 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.

sta inversione è stata interamente dovuta all'aumento della fiducia. Le prospettive del mercato immobiliare sono giudicate ora dalle famiglie come un fattore neutrale, così come i vincoli di bilancio. Per il credito al consumo, invece, le richieste continuano a calare.

L'inizio di risalita delle richieste di mutui riflette anche una flessione dei costi, che pure restano elevati. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui è sceso al 3,6% in aprile, da 4,0% nel settembre 2013. Lo spread sull'Euribor, quindi, è calato a +3,3 punti (da +3,7 punti), ma si tratta di un livello ancora troppo elevato rispetto al 2007 (+1,3 punti). Il TAEG sul credito al consumo è sceso meno: 9,4% in aprile, da 9,6% a settembre, con uno spread sul tasso di riferimento a +9,0 punti (da +9,4), ancora quattro punti più alto che nel 2007 (+5,2).

Lavoro: stop al deterioramento

Di pari passo con lo stabilizzarsi del PIL, si sta esaurendo il calo della domanda di lavoro. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno) sia rimasta pressoché ferma nel secondo trimestre 2014, dopo aver toccato nel primo un nuovo punto di minimo dall'inizio della crisi (-1 milione e 968mila unità rispetto a fine 2007, -7,8%). Le variazioni congiunturali torneranno positive nella seconda parte dell'anno e l'intensità del recupero, dapprima molto debole, si rafforzerà progressivamente, determinando un aumento delle ULA di

153mila unità dal secondo trimestre 2014 al quarto 2015, +0,7% (Grafico 1.9). In media d'anno, dopo il -1,9% nel 2013, le ULA caleranno di un altro 0,6% nel 2014, mentre registreranno un +0,4% nel 2015. Il biennio previsivo si chiuderà con 1 milione e 815mila ULA occupate in meno rispetto a fine 2007 (-7,2%).

Calo strutturale nell'industria

Il vuoto occupazionale più ampio si registra nell'industria ed è in larga misura strutturale. In quella in senso stretto, nel primo trimestre 2014 le ULA si sono attestate su un livello di 803mila unità sotto a quello di fine 2007 (-15,9%). Il calo rappresenta oltre il 40% di quello registrato nell'intera economia e riflette l'ampia contrazione del valore aggiunto (-16,4%).

Grafico 1.9



La dinamica negativa delle ULA nell'industria in senso stretto si è esaurita, tanto che le variazioni congiunturali sono state positive sia nel quarto trimestre 2013 (+0,1%) sia nel primo 2014 (+0,6%). La ripresa della domanda di lavoro, tuttavia, si traduce in prima battuta in riassorbimento dei cassaintegrati e in allungamento degli orari. D'altronde, durante la crisi le imprese industriali hanno mantenuto elevato il *labor hoarding* (trattenimento dei lavoratori da parte delle imprese), come evidenziato dall'ampio e persistente divario tra il calo delle ULA e quello delle posizioni lavorative, che nel

primo trimestre 2014 erano sotto di 611mila unità rispetto al quarto 2007 (-11,5%; Grafico 1.10). Le quasi 200mila ULA perse in più sono principalmente spiegate dal ricorso alla CIG.

Le posizioni lavorative non recupereranno comunque i livelli pre-crisi, a causa dell'ampia perdita di potenziale produttivo del manifatturiero.

Nessuna ripresa a breve nell'edilizia

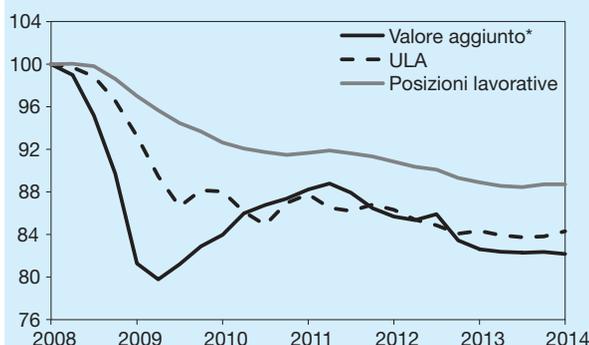
A fronte di un'ancora più ampia caduta del valore aggiunto (-26,5%), l'espulsione di manodopera nelle costruzioni è stata più intensa che nell'industria in senso stretto. Dal quarto trimestre 2007 al primo 2014 il settore ha perso 439mila ULA (-21,9%), una caduta simile a quella dei posti di lavoro (-435mila, -19,4%) e che rappresenta quasi un quarto (22,3%) del calo registrato nell'intera economia, seppure il settore impiegasse solo l'8,0% del totale delle ULA a inizio crisi (quota nel frattempo scesa al 6,8%). Il crollo dell'occupazione è proseguito a inizio 2014, quando le ULA hanno registrato un -2,9% sul trimestre precedente (-0,9% il valore aggiunto). Nessuna inversione di tendenza in vista, dato che per tutto il 2014 gli investimenti in costruzioni continueranno a essere frenati dal persistere della crisi del mercato immobiliare, dall'elevata capacità produttiva inutilizzata e dalla diminuzione degli investimenti pubblici.

Servizi: produttività ristabilita

Pronta a ripartire sarebbe, invece, l'occupazione nei servizi privati, dove la produttività oraria è stabilmente sopra ai livelli pre-crisi dall'estate 2013. Nel primo trimestre 2014, tuttavia, le ULA nel terziario, al netto di PA, istruzione e sanità, hanno registrato un -0,4% congiunturale, portando a 352mila unità il calo cumulato dal quarto 2007 (-2,9%). Avendo ristabilito (e superato) le condizioni di produttività pre-crisi, al consolidarsi della ripresa dell'attività nei prossimi mesi (dopo il +0,2% del valore aggiunto dal terzo trimestre 2013 al primo 2014), le imprese dei servizi privati espanderanno la domanda di lavoro.

Grafico 1.10

È ampio l'eccesso di manodopera nell'industria
(Italia, industria in senso stretto; dati destagionalizzati, 1° trimestre 2008=100)



* A prezzi costanti.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

CIG si sgonfia da inizio 2015...

La CIG è rimasta alta anche nella prima metà del 2014: tra gennaio e maggio, le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte sono state mediamente pari a 330mila, un livello simile a quello a cui sono state ancorate nel corso del 2013³.

Da fine 2012, tuttavia, è in atto una ricomposizione per tipo d'intervento: cresce quello straordinario, che nel bimestre aprile-maggio 2014 assorbiva 179mila unità, il 52,9% del totale, dalle 124mila del quarto trimestre 2012 (35,4% del totale); scendono quelli ordinario (83mila unità, dalle 115mila di un anno prima) e in deroga (76mila unità da 118mila a fine 2012; Grafico 1.11).

Nelle stime CSC lo stock di forza lavoro complessivamente coinvolto in CIG si sgonfierà solo a partire da inizio dell'anno prossimo, quando cominceranno a calare gli interventi straordinari. A fine 2015, tuttavia, saranno ancora circa 230mila le ULA in CIG, un livello superiore rispetto a quello di inizio 2009.

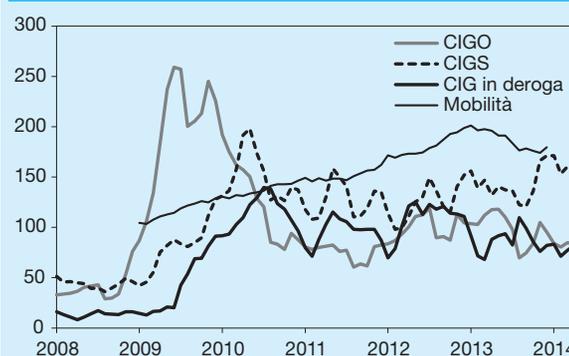
I dati INPS sul numero di lavoratori in mobilità si fermano a dicembre 2013: 179mila, -10,8% dal picco di gennaio dello stesso anno. Il calo è dovuto alla diminuzione degli interventi in deroga, che a fine 2013 coinvolgevano il 12,1% dei beneficiari (22mila), da un picco del 34,1% di un anno prima (67mila).

...e frena la ripresa dell'occupazione

L'andamento dell'occupazione è strettamente legato al ricorso alla CIG, in quanto il riassorbimento in azienda dei cassaintegrati precede e rallenta la creazione di nuovi posti, mentre il loro mancato reintegro si traduce in disoccupazione. Dato il profilo atteso per la domanda di lavoro e per il ricorso alla CIG e ipotizzando che non tutti i cassaintegrati saranno riassorbiti⁴, il numero di persone occupate comincerà ad aumentare dall'autunno 2014, dopo essere rimasto nei primi tre quarti dell'anno pres-

Grafico 1.11

Resta alta la CIG, scende la mobilità
(Equivalente forza lavoro a tempo pieno calcolata sulle medie mobili a 3 mesi delle ore utilizzate e beneficiari di mobilità; migliaia)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati INPS.

³ Il calcolo delle ULA in CIG è effettuato assumendo che nel 2014 la quota di ore effettivamente utilizzate dalle imprese sul totale di quelle autorizzate sia stata pari a quella stimata dall'INPS per il 2013 (50,1% per gli interventi ordinari e 55,2% per quelli straordinari e in deroga).

⁴ Sulla base dei dati ISTAT, tra inizio 2012 e inizio 2013 il riassorbimento al lavoro dei cassaintegrati è stato pari al 41,6% (il 32,9% è rimasto in CIG, il 25,5% è diventato non-occupato), in rialzo rispetto al 35,3% osservato un anno prima.

soché fermo sui livelli toccati a fine 2013 (22 milioni 340mila unità, -1 milione dal quarto trimestre 2007). Dopo il -2,0% nel 2013, la variazione in media d'anno sarà nel 2014 di -0,4% e nel 2015 di +0,2%. Il biennio previsivo si chiuderà con 955mila persone impiegate in meno rispetto a fine 2007 (-4,1%).

Occupazione: a quando i primi aumenti?

L'andamento dell'occupazione è quanto mai sotto ai riflettori. Il suo miglioramento è cruciale per innescare la ripartenza dei consumi, perché rafforzerebbe sia i bilanci familiari sia la fiducia e la propensione a spendere. Tuttavia, sui tempi e sull'intensità con cui l'occupazione tornerà ad aumentare c'è grande incertezza. Nonostante la fase congiunturale ancora acerba, il numero di persone occupate potrebbe cominciare a salire con anticipo rispetto a quanto ci si attenderebbe sulla base dell'esperienza passata. Vari fattori giocano a favore: la maggiore reattività dei contratti temporanei all'andamento dell'attività economica, ulteriormente accresciuta dalla recente semplificazione delle regole (non causalità, possibilità di più proroghe); gli effetti della ricomposizione settoriale sull'elasticità dell'occupazione al PIL nell'economia italiana, che è adesso più *labor intensive*, essendosi ridotto il peso di comparti a maggiore produttività come il manifatturiero. Potrebbero, infine, favorire la domanda di lavoro i recenti interventi di riduzione del cuneo fiscale a carico delle imprese (taglio dei contributi INAIL e riduzione IRAP).

Le riforme introdotte nel mercato del lavoro italiano tra la metà degli anni 90 e i primi anni Duemila hanno accresciuto i margini di flessibilità a disposizione delle imprese per adeguare l'input di lavoro alle condizioni della domanda. Secondo stime Banca d'Italia, tra il 2003 e il 2013 la risposta dell'occupazione all'andamento dell'attività economica è divenuta significativamente più rapida rispetto al decennio precedente: nel settore privato non agricolo e non energetico, l'80% dell'aggiustamento del numero di persone occupate si completa in 9 trimestri, contro i 14 osservati tra 1992 e 2002. I tempi di risposta delle ore lavorate e delle ULA si sono accorciati in misura ancora maggiore, rispettivamente da 11 e 12 trimestri a 3 e 6¹. Queste stime implicano che durante questa crisi il numero di ULA si è aggiustato velocemente al più basso livello della produzione e che la ripresa di quest'ultima dovrebbe pertanto riflettersi rapidamente sulla domanda di lavoro. Ciò si manifesterebbe, in prima battuta, in un aumento delle ore lavorate pro-capite e, più gradualmente, nella creazione di posti di lavoro. Come già accaduto nel 2010-2011, le assunzioni ripartiranno via aumento dei contratti temporanei: gli occupati dipendenti a

¹ Banca d'Italia, *Bollettino Economico* 2/2014, riquadro "La risposta dell'occupazione all'andamento dell'attività economica".

tempo determinato erano aumentati di 232mila unità tra il 2° trimestre 2010 e il 2° 2012 (nello stesso periodo quelli a tempo indeterminato diminuivano di 82mila unità) e, proiettando il netto ridimensionamento del calo osservato da inizio 2014, potrebbero ricominciare ad aumentare già nella seconda parte del 2014 (Grafico A).

Per prefigurare le prospettive dell'occupazione in risposta al rialzo dei livelli di attività vanno anche presi in considerazione gli effetti della ricomposizione settoriale. Rispetto al quinquennio pre-crisi, nel 2013 è cresciuto

il peso di settori più *labor intensive*, in particolare dei servizi privati. Nel periodo 2003-2007, l'intensità di crescita dell'occupazione, misurata dal rapporto tra la variazione del numero di persone occupate e quella del valore aggiunto, è risultata molto alta sia nel commercio, riparazioni, trasporto e turismo (1,59; cioè un incremento dell'1,59% degli occupati per ogni punto percentuale in più del valore aggiunto) sia nelle attività finanziarie, immobiliari e nei servizi alle imprese (1,50) e molto bassa nell'industria al netto delle costruzioni (0,13; Tabella A). Il fatto che la quota di occupati nei servizi privati sia passata dal 48,8% nel 2003-2007 al 52,5% nel 2013, a fronte di una diminuzione del peso

**Tabella A**

Economia italiana più <i>labor intensive</i>				
	Occupazione nel settore in % del totale			<i>Elasticità occupazione*</i>
	1993-2002	2003-2007	2013	2003-2007
Agricoltura	5,5	4,1	3,7	-3,20
Industria in senso stretto	23,2	21,1	19,1	0,13
Costruzioni	6,9	7,6	6,6	1,41
Commercio, riparazioni, trasporto e turismo	31,9	32,9	34,9	1,59
Attività finanziarie, immobiliari e servizi alle imprese	13,2	15,9	17,5	1,50
PA, istruzione e sanità	19,3	18,4	18,1	0,08
Totale economia	100,0	100,0	100,0	0,86

* Proxy per l'elasticità dell'occupazione al valore aggiunto, calcolata come rapporto tra le corrispondenti variazioni % medie annue.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

degli addetti all'industria in senso stretto (dal 21,1% al 19,1%), implica un aumento dell'elasticità dell'occupazione alle variazioni dell'attività nel complesso dell'economia. Un fenomeno analogo si era già osservato tra anni Novanta e primi anni Duemila.

Altro fattore cruciale per l'andamento della domanda di lavoro è il costo di quest'ultimo. I recenti provvedimenti di riduzione dei contributi INAIL (per un valore di 1 miliardo di euro nel 2014, 1,2 dal 2016) e dell'aliquota IRAP (del 10% circa, dal 1° maggio scorso) vanno nella giusta direzione di diminuzione del costo del lavoro, anche se in piccola misura. Tali interventi determinano, infatti, una sua riduzione inferiore all'1% e il restringimento del cuneo fiscale di neanche mezzo punto percentuale, dal 53,0% al 52,6% del costo del lavoro, valore che resta tra i paesi avanzati secondo solo al 55,8% del Belgio (35,9% la media dei paesi OCSE)².

² OCSE, *Taxing wages 2012-2013*. Per l'Italia, la stima del cuneo fiscale e contributivo è rivista rispetto al valore comunicato dall'OCSE (47,8% nel 2013) per includere nel costo del lavoro gli istituti fiscali e contributivi non considerati dall'OCSE, ovvero TFR, contributi INAIL e tassazione IRAP.

Disoccupazione stabile su alti livelli

Dopo l'aumento iniziato nell'estate 2011 e durato 11 trimestri, la disoccupazione in Italia ha raggiunto un massimo a inizio 2014: nei primi quattro mesi dell'anno il numero delle persone attivamente in cerca di lavoro superava i 3 milioni e 200mila (il doppio che a fine 2007), pari al 12,6% della forza lavoro. Il tasso di disoccupazione rimarrà su questo livello record per tutto il 2014 e, a fronte di una debole dinamica della forza lavoro (+0,1%, come nel 2014), non scenderà sotto il 12,5% nel 2015.

Considerando anche le ULA equivalenti in CIG, il CSC stima che l'incidenza della forza lavoro inutilizzata sia pari al 13,8% nel secondo trimestre, livello su cui rimarrà ferma per tutto il 2014, per scendere nel corso del 2015 (13,5% a fine anno).

Per avere un quadro completo della debolezza del mercato del lavoro, altri due gruppi vanno inclusi tra i senza lavoro, totali o parziali: gli occupati part-time involontari (2 milioni e 574mila nel primo trimestre 2014, +101,9% rispetto a sei anni prima) e i non-occupati che sarebbero disponibili a lavorare ma non hanno compiuto azioni di ricerca attiva perché scoraggiati (1 milione e 590mila individui, +59,0%) oppure perché stanno aspettando l'esito di passate azioni di ricerca (605mila, +87,3%). In totale, sono 7,7 milioni le persone a cui, in un modo o nell'altro, manca lavoro.

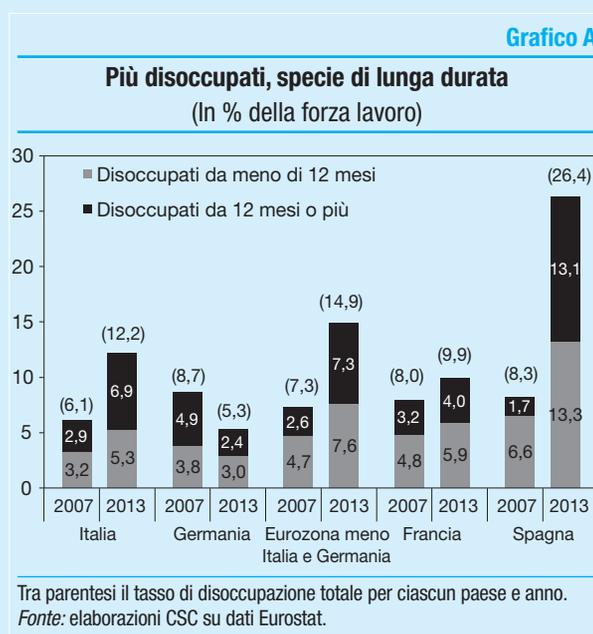
Al consolidarsi del recupero dell'economia, l'allungamento degli orari per chi ha un part-time involontario rallenterà la creazione di nuovi posti di lavoro, mentre la velocità di ritorno alla ricerca attiva per i disoccupati scoraggiati influenzerà la crescita della forza lavoro e rallenterà la discesa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

Disoccupati di lunga durata: quanti e chi sono

La crisi economica ha determinato, in Italia come nel resto dell'Area euro, ad eccezione della Germania, un sensibile aumento dei disoccupati, specie quelli di lunga durata, per i quali il re-inserimento nel lavoro è più problematico. Al crescere della durata della disoccupazione, infatti, si innesca un circolo vizioso tra scoraggiamento e deterioramento del capitale umano: da parte di chi cerca lavoro, diminuisce l'intensità e la quantità delle azioni di ricerca; dal lato della domanda, i datori sono meno inclini all'assunzione, perché preoccupati dello scarso aggiornamento dei candidati sul piano delle conoscenze. Un elevato stock di disoccupati di lunga durata rallenta così il riassorbimento della disoccupazione e aumenta il rischio che parte della disoccupazione ciclica si trasformi in strutturale. Servono interventi immediati e mirati, per accrescere l'occupabilità delle categorie maggiormente a rischio di esclusione permanente dal mercato del lavoro.

Dal 2007 al 2013 in Italia i disoccupati in percentuale della forza lavoro sono raddoppiati, dal 6,1% al 12,2% in media d'anno; isolando quelli che sono alla ricerca di un impiego da almeno 12 mesi, la loro incidenza è cresciuta ancora di più, quasi due volte e mezza, dal 2,9% al 6,9%. Ad eccezione della Germania, in controtendenza con cali rispettivamente dall'8,7% al 5,3% e dal 4,9% al 2,4%, nel complesso degli altri paesi euro il tasso di disoccupazione è cresciuto molto, dal 7,3% al 14,9% quello totale, dal 2,6% al 7,3% quello di lunga durata (Grafico A).

Gli aumenti, proseguiti per tutto il 2013, appaiono essersi arrestati nella prima parte del 2014. Tuttavia, il riassorbimento della disoccupazione nei prossimi anni sarà lento e incompleto. Il recupero dell'attività sgonfierà gradualmente la disoccupazione "di breve durata", che tornerà sui livelli pre-crisi. Nel frattempo le persone che cercano lavoro da più tempo incontreranno crescenti difficoltà a trovare impiego, rimanendo intrappolate in una disoccupazione di sempre maggiore durata. Tra 2007 e 2013, la quota di disoccupati da almeno 24 mesi è già cresciuta dall'1,7% al 4,3% della forza lavoro in Italia, dall'1,5% al 4,1% nel resto dell'Eurozona (esclusa la Germania). Se l'aumento di questa disoccupazione "di lunghissima



durata" dovesse risultare persistente, il tasso di disoccupazione in Italia non tornerebbe sotto l'8,5% e nel resto dell'Eurozona (meno la Germania) rimarrebbe addirittura ancorato nei dintorni del 10%.

A mantenere il tasso di disoccupazione alto a lungo concorrerà anche l'andamento ciclico della partecipazione al mercato del lavoro. Durante la crisi (come accade con qualunque recessione), non è solo aumentato il numero di persone che cercano lavoro e non lo trovano da lungo tempo, ma anche quello di coloro che hanno smesso di cercarlo attivamente pur essendo disponibili a lavorare: +15,0% dal 2007 al 2013 in Italia, pari a 417mila unità aggiuntive. Al radicarsi ed estendersi della risalita del PIL, parte di coloro che avevano abbandonato la ricerca del lavoro la riprenderanno, andando ad ingrossare almeno temporaneamente le fila dei disoccupati, e ciò dilaterà i tempi di riduzione della disoccupazione stessa.

Dall'analisi delle caratteristiche dei senza-lavoro, prima e dopo la crisi, emerge con chiarezza che il riassorbimento della disoccupazione in Italia richiede oggi interventi che, da una parte, risolvano i nodi di fondo che da tempo soffocano le opportunità occupazionali di donne, giovani e residenti nel Mezzogiorno e, dall'altra, affrontino il disallineamento qualitativo tra domanda e offerta di lavoro generato dalla ricomposizione settoriale in atto nell'economia italiana.

Confrontando i disoccupati con gli occupati, a inizio 2014 una quota nettamente maggiore dei primi e minore dei secondi era *under 25* (21,2% contro 3,9%), residente nel Mezzogiorno (46,0% contro 26,1%) e senza diploma (44,5% contro 32,7%; Tabella A). Prima della crisi, anche la presenza di donne risultava superiore tra i disoccupati che tra gli occupati (45,0% contro 41,9% a inizio 2008), ma le quote per genere si sono da allora in parte bilanciate, dato che l'ampia fuoriuscita di manodopera dalla manifattura e dall'edilizia ha coinvolto principalmente gli uomini (+126,5% i disoccupati maschi da inizio 2008, +71,6% le disoccupate).

Anche tra i disoccupati di lunga durata rimangono sovra-rappresentati i giovani, le donne (specie prima della crisi) e i residenti nel Mezzogiorno; la quota di questi ultimi tocca addirittura il 50,9% ed era ancora più elevata a inizio 2008 (61,2%), prima cioè dei massicci cali di manodopera che hanno coinvolto soprattutto il Nord, a maggiore vocazione industriale.

Intrappolata nella disoccupazione di lungo periodo risulta, inoltre, una quota elevatissima di individui alla ricerca di primo impiego: a inizio 2014 questi costituivano il 17,8% dei disoccupati di breve durata contro il 34,3% tra quelli di lunga, in calo dal 39,3% di 6 anni prima perché le espulsioni durante la crisi hanno aumentato l'incidenza dei disoccupati che hanno perso lavoro, sia tra quelli di breve che tra quelli di lunga.

L'assottigliamento di alcuni divari durante la crisi, dunque, ben lungi dall'essere un segnale positivo, riflette al contrario il delinearsi di una nuova priorità per il Paese: favorire la riqualificazione e la mobilità verso settori con maggiori potenzialità di crescita sia di lavoratori espulsi da comparti in contrazione sia di individui alla ricerca del primo impiego. Tale priorità si affianca a quelle ormai note da tempo, come il miglioramento della transizione scuola-lavoro e dei servizi per le famiglie, cruciale per migliorare le opportunità occupazionali di giovani e donne.

Tabella A

Lavoro: vecchie e nuove categorie a rischio di esclusione
(Italia, dati grezzi, quote % di ciascuna categoria)

	1° trimestre 2008			1° trimestre 2014		
	% sugli occupati	% sul totale disoccupati	% sui disoccupati da 12 mesi o più	% sugli occupati	% sul totale disoccupati	% sui disoccupati da 12 mesi o più
Classe di età						
15-24 anni	6,3	22,5	18,5	3,9	21,2	20,1
25-34 anni	24,4	33,7	33,8	18,9	29,3	28,5
35 anni e più	69,3	43,7	47,7	77,1	49,5	51,4
Sesso						
Uomini	60,1	48,1	44,9	58,1	55,0	54,1
Donne	39,9	51,9	55,1	41,9	45,0	45,9
Ripartizione geografica						
Nord	51,6	28,4	22,6	52,6	35,0	31,1
Centro	20,9	17,8	16,2	21,3	19,0	18,0
Mezzogiorno	27,5	53,8	61,2	26,1	46,0	50,9
Condizione precedente						
Occupati	-	44,4	36,0	-	54,6	49,2
Inattivi	-	26,5	24,6	-	17,9	16,4
Alla ricerca di primo impiego	-	29,1	39,3	-	27,5	34,3
Titolo di studio						
Fino a licenza media	38,2	48,4	-	32,7	44,5	-
Diploma	44,7	40,6	-	47,0	44,0	-
Laurea e post-laurea	17,1	11,0	-	20,3	11,5	-
Totale (migliaia di individui)	23.170	1.761	790	22.172	3.487	2.045

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

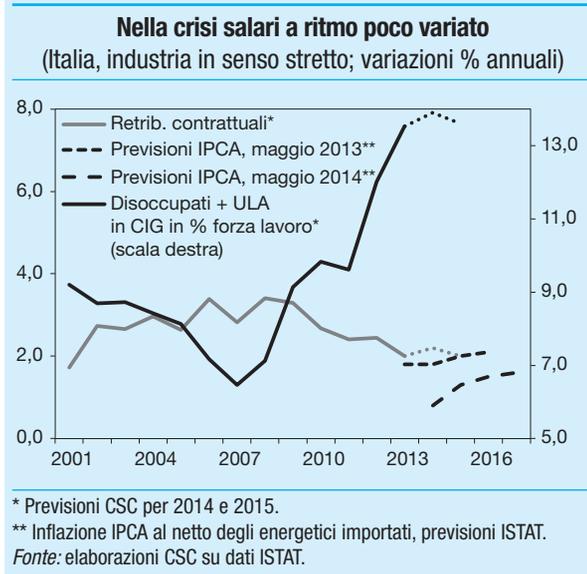
Retribuzioni a passo costante

L'andamento delle retribuzioni di fatto nel biennio 2014-2015, come già nel 2013, rimarrà ancorato alla dinamica delle retribuzioni contrattuali. Nell'intera economia, su quest'ultima continuerà a pesare il blocco delle procedure negoziali nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale), che la legge di stabilità 2014 ha prolungato fino al 31 dicembre prossimo. Nel settore privato, invece, l'attività contrattuale è stata intensa, specie nell'industria. In quella in senso stretto, i contratti rinnovati tra fine 2012 e inizio 2014 coprono quasi il 95% del monte retributivo e hanno fissato aumenti per il triennio 2013-2015 o per quello 2014-2016 prendendo a riferimento le previsioni ISTAT di inflazione al netto degli energetici importati, così come formulate ad agosto 2012 e a maggio 2013⁵. Sulla base dei CCNL in vigore, le retribuzioni contrattuali nell'industria in senso stretto cresceranno del 2,2% nel 2014 e almeno di un altro 2,0% nel 2015. Nei servizi privati, la copertura degli accordi vigenti è solo del 37,3%, ma salirà nei prossimi mesi (ci sono vari rinnovi in trattativa), quindi la dinamica delle retribuzioni contrattuali già nel 2014 accelererà dell'1,1% e salirà all'1,5% nel 2015.

Nel settore privato la crisi ha inciso sul ritmo di crescita salariale in misura non proporzionale agli effetti occupazionali. Nonostante il tasso di disoccupazione sia raddoppiato dal 2008 al 2013, la variazione media annua delle retribuzioni contrattuali è rimasta pari a 2,7% nell'industria in senso stretto e a 2,3% nei servizi privati, la stessa del periodo 2001-2007 (Grafico 1.12).

Assumendo che nel settore pubblico le procedure negoziali riprendano nel 2015 e i primi rinnovi vengano conclusi nella seconda metà dell'anno, il CSC stima che la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'intera economia sarà pari all'1,2% nel 2014 e all'1,3% nel 2015. Ad essa rimarrà sostanzialmente allineata quella delle retribuzioni di fatto nominali (+1,1% nel 2014 e +1,3% nel 2015).

Grafico 1.12



⁵ La previsione ISTAT di agosto 2012 per l'inflazione IPCA al netto degli energetici importati (+2,0% nel 2013, +1,8% nel 2014, +2,1% nel 2015) è stata presa a riferimento dagli accordi rinnovati fino a maggio 2013, quando le stime sono state aggiornate (+1,8% per il 2013, +1,8% per il 2014, +2,0% per il 2015 e 2,1% per il 2016). Il 30 maggio 2014 l'ISTAT ha comunicato la nuova previsione 2014-2017 (+0,8% per il 2014, +1,3% per il 2015, +1,5% per il 2016 e +1,6% per il 2017).

A fronte di un'inflazione che rimarrà estremamente bassa, le retribuzioni reali per il totale dell'economia, che già avevano tenuto nel 2013 (+0,1%), cresceranno dello 0,6% nel 2014 e dello 0,4% nel 2015.

CLUP ancora in aumento

Dopo il +1,1% registrato nel 2013, l'aumento del CLUP si smorzerà quest'anno (+0,2%) per tornare al +0,8% nel 2015. La pausa nel 2014 è dovuta al rafforzamento della dinamica della produttività (+0,9% da +0,3%), che l'anno prossimo sarà inferiore (+0,6%), mentre quella del costo del lavoro sarà maggiore (+1,3% da +1,1%); Grafico 1.13).

Prezzi in zona deflazione

I prezzi al consumo in Italia hanno rallentato in misura marcata. La variazione annua è scesa in maggio al +0,5% (dal +3,2% nel settembre 2012; indice NIC).

Nello scenario CSC, la crescita dei prezzi rimane sui ritmi attuali nei prossimi mesi per poi risalire molto gradualmente, sulla scia della ripartenza dell'economia italiana e della dinamica del CLUP. Il rialzo dell'IVA si è trasferito poco sui prezzi. Un freno verrà nell'intero biennio dal calo della quotazione del petrolio tradotta in euro. In media, l'incremento dei prezzi si attesta al +0,5% nel 2014 (da +1,2% nel 2013) e al +0,9% nel 2015.

La dinamica della componente *core* dei prezzi, calcolata escludendo energia e alimentari, è scesa su valori molto bassi, a seguito della debolezza della domanda interna: +0,7% annuo a maggio (+1,6% a inizio 2013). Frenano i prezzi dei servizi (+0,9%, da +2,1%). Quelli dei beni industriali hanno già da tempo una crescita estremamente bassa (+0,4%, da +0,7%) perché risentono maggiormente della concorrenza estera.

La crescita totale dei prezzi si mantiene sotto i ritmi della *core* (Grafico 1.14). Sia i prezzi dell'energia sia quelli degli ali-

Grafico 1.13

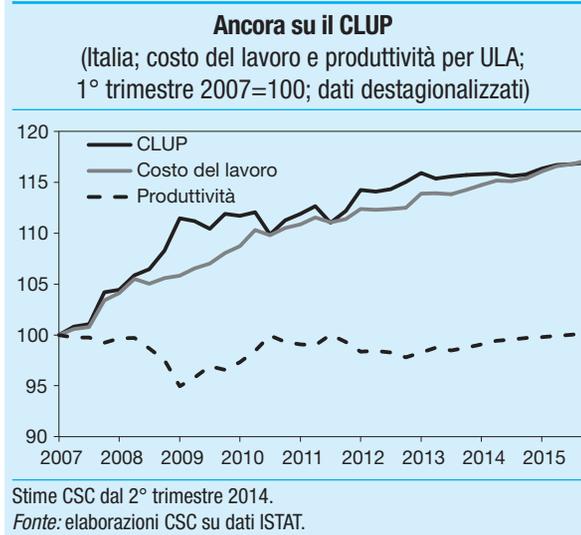
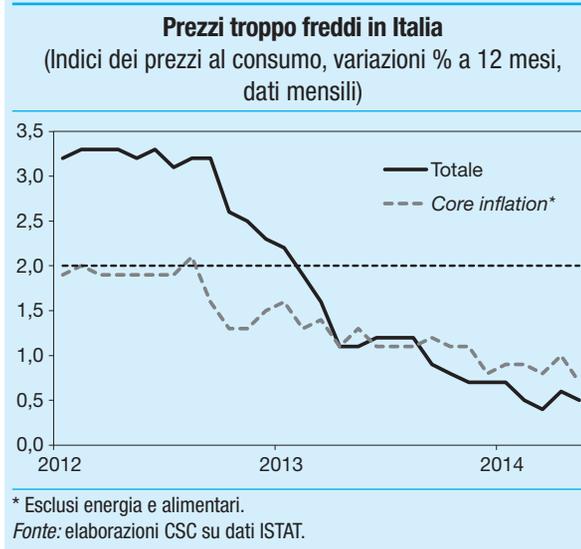


Grafico 1.14



mentari, infatti, abbassano la dinamica generale. I prezzi alimentari sono piatti a maggio in termini annui (crescevano al +3,0% nel luglio 2013). La variazione di quelli degli alimentari freschi, più direttamente legati alle quotazioni delle commodity, è calata in territorio negativo (-1,7%, da +4,4%), mentre quella dei prezzi degli alimentari lavorati ha frenato al +1,1% (dal +2,0%). La discesa dei prezzi dei beni energetici rallenta (-1,0% annuo a maggio, -3,6% a marzo). In Italia l'andamento dei prezzi energetici segue, con un ritardo di 1-2 mesi, le quotazioni del petrolio tradotte in euro (+0,8% annuo in maggio il Brent). Nello scenario CSC i prezzi dell'energia diminuiranno nella media del 2014, data la previsione di un Brent più basso (-5,0% annuo in euro), e del 2015 (-1,9% il Brent in euro).

I consumatori italiani si attendono una riduzione del livello generale dei prezzi: a maggio -18 il saldo delle risposte (da +28 a fine 2011). Tali attese sono fortemente influenzate dall'andamento di energia e alimentari freschi, che registrano una discesa dei prezzi. Il rincaro IVA in ottobre ha solo temporaneamente alzato le attese sui prezzi, diminuite subito dopo.

La brusca frenata della dinamica totale dei prezzi e le attese di ribassi da parte dei consumatori alimentano il rischio deflazione nel Paese. La previsione CSC, come già a dicembre 2013, esclude il realizzarsi di una deflazione conclamata in Italia, ossia di un processo prolungato e generalizzato di riduzione dei livelli dei prezzi.

A maggio l'impatto massimo teorico degli incrementi delle imposte indirette sull'indice dei prezzi al consumo è stato calcolato in +0,4 punti percentuali (stime ISTAT). Da ottobre 2013 è stata alzata di un punto (da 21% a 22%) l'aliquota ordinaria IVA, che incide su circa la metà del paniere di beni e servizi. Gli effetti potenziali sono maggiori per i prezzi di abbigliamento e calzature (+0,9 punti), mobili (+0,8), comunicazioni (+0,8 punti) e trasporti (+0,6). L'impatto effettivo di tale misura fiscale sull'andamento dei prezzi al consumo, tuttavia, è stato molto limitato, essendo stata in gran parte assorbita nei margini delle imprese.

La frenata dei prezzi regolamentati (+0,6% annuo a maggio, da +5,6% nel giugno 2012) sta procedendo insieme a quella dei non amministrati (+0,4%, da +2,9%). Tra i servizi è ancora elevata la dinamica dei prezzi a regolamentazione locale (+6,4%), rispetto a quella dei prezzi definiti a livello nazionale (+0,6%). Le tariffe di elettricità e gas sono in calo (-3,3% annuo), mentre quelle degli altri beni regolamentati sono piatte (+0,1%).

Inflazione italiana inferiore a quella tedesca

La dinamica dei prezzi al consumo in Italia è vicina a quella media dell'Eurozona (-0,1 punti, rispetto al +0,5% nell'area, indici armonizzati IPCA). In Eurolandia i prezzi *core* (+0,7%) hanno una crescita di 0,1 inferiore a quella italiana. I prezzi alimentari sono fermi come in Italia. Quelli dei beni energetici, invece, non scendono più nella media dell'area.

L'incremento dei prezzi in Italia si mantiene, in particolare, più basso di quello in Germania. A maggio l'incremento dei prezzi tedeschi è sceso al +0,6% annuo (da +1,9% nel luglio

2013). Il differenziale di dinamica tra Italia e Germania è di -0,2 punti. La forbice dei prezzi resta dunque invertita, rispetto al tradizionale gap a sfavore dell'Italia (+1,7 punti nel luglio 2012). La componente *core* in Germania (+0,7% a maggio) è allineata a quella media di Eurolandia, di 0,1 punti sotto quella italiana. A tenere più alta la variazione totale in Germania rispetto all'Italia sono i prezzi alimentari che rincarano (+1,1%) e quelli energetici che calano meno (-0,8% annuo).

La dinamica dei prezzi tedeschi, comunque, è incompatibile con un percorso equilibrato e simmetrico di aggiustamento delle posizioni competitive all'interno dell'Area euro.

Rallenta la discesa del deficit pubblico

Il CSC stima un indebitamento netto pari al 2,9% del PIL quest'anno e al 2,5% nel 2015 (Tabella 1.2) in peggioramento rispetto allo scenario di dicembre scorso (2,7% del PIL nel 2014 e 2,4% nel 2015). La previsione incorpora una dinamica del PIL nominale di +1,3% quest'anno e di +2,2% il prossimo, al di sotto di quanto indicato a dicembre (+2,2% quest'anno e +2,8% il prossimo) e dal Governo ad aprile scorso nel Documento di Economia e Finanza (DEF, +1,7% nel 2014 e +2,5% nel 2015). Ciò spiega il deficit più elevato, sebbene in diminuzione e al di sotto del 3,0% del PIL. Il miglioramento l'anno prossimo è legato all'aumento del PIL e all'esaurirsi delle correzioni di bilancio. Per il 2015 il CSC incorpora solo le misure già effettivamente approvate e non le indicazioni programmatiche.

Al netto della componente ciclica e delle una tantum, il deficit pubblico sarà pari all'1,2% del PIL nel 2014 e allo 0,9% nel 2015 (dall'1,1% del 2013). Il pareggio in termini strutturali viene, come è noto e come opportuno, spostato in avanti.

Il saldo primario è stimato al 2,3% del PIL quest'anno (dal 2,2% del 2013), il valore più alto tra i 27 paesi dell'Unione dopo quello di Polonia (7,8% del PIL secondo le stime della Commissione europea) e Grecia (4,8% del PIL). L'avanzo salirà al 2,6% il prossimo anno. In termini strutturali sarà al 4,1% del PIL quest'anno e toccherà il 4,2% nel 2015.

Bene il fabbisogno

Il fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche appare in linea con gli andamenti previsti. Ad aprile è risultato pari a 41,1 miliardi di

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)

	2012	2013	2014	2015
Entrate totali	48,1	48,2	48,1	47,9
Uscite totali	51,1	51,2	51,0	50,5
Pressione fiscale apparente	44,0	43,8	43,8	43,7
Pressione fiscale effettiva	52,9	52,7	52,6	52,5
Indebitamento netto	3,0	3,0	2,9	2,5
Indebitamento netto strutturale	1,6	1,1	1,2	0,9
Saldo primario	2,5	2,2	2,3	2,6
Saldo primario strutturale	3,9	4,2	4,1	4,2
Debito pubblico	127,0	132,6	135,9	135,1
Debito pubblico (netto sostegni)*	124,2	129,1	132,0	131,4

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

euro, inferiore di 6,1 miliardi rispetto ai primi quattro mesi del 2013 (Tabella 1.3). Risulta in calo di 8,6 miliardi al netto degli introiti da dismissioni (che riducono il fabbisogno), dei sostegni finanziari erogati ai paesi UEM (che lo accrescono), di alcune operazioni straordinarie e dello sblocco dei pagamenti dei debiti della PA verso le imprese (che nel 2013 è cominciato solo nella seconda metà di aprile).

Il debito pubblico a dicembre 2014 è previsto salire al 135,9% del PIL, debito calcolato al lordo dei sostegni ai fondi di stabilità europei (132,0% al netto) e scendere nel 2015 al 135,1% (131,4% al netto)⁶. La stima include 0,7 punti di PIL l'anno di privatizzazioni e dismissioni immobiliari, come indicato dal Governo, sebbene nei primi quattro mesi del 2014 queste entrate siano state pari solo a 31 milioni.

Il debito include anche gli effetti del pagamento dei debiti della PA alle imprese che quest'anno, se saranno rispettati i programmi, inciderà per 37,0 miliardi di euro: 20 previsti dal DL 35/13; ulteriori 9,3 miliardi approvati con il DL 66/14; altri 5,7 miliardi di residui ancora da pagare sulle somme stanziare per il 2013. Nella stima del debito pubblico non si è tenuto conto dei crediti nei confronti della PA che una volta certificati potranno essere ceduti alle banche seguendo il meccanismo previsto dal DL 66/14.

Spesa primaria stabile quest'anno

La spesa pubblica in rapporto al PIL si attesterà al 51,0% del PIL nel 2014 (dal 51,2% nel 2013) e scenderà al 50,5% nel 2015, ma in valore aumenterà dello 0,9% quest'anno e dell'1,1% nel 2015. L'aumento della spesa primaria quest'anno (+0,5%) è da imputare alle prestazioni sociali (+2,6%) e alle uscite in conto capitale (+7,3%), mentre saranno in diminuzione tutte le altre voci, a eccezione della spesa per interessi che comunque scenderà in rapporto al PIL al 5,2%, in linea con quanto indicato dal DEF. Nel 2015 torneranno moderatamente a crescere anche la spesa per redditi da lavoro dipendente e quella per acquisti di beni e servizi. La spesa in conto capitale sarà pari al 2,9% del PIL quest'anno e al 2,8% l'anno seguente.

Tabella 1.3

Fabbisogno in calo		
(Periodo gennaio-aprile; milioni di euro)		
	2013	2014
Fabbisogno PA	47.244	41.098
Dismissioni (+)	1.176	31
Prestiti a EFSF e paesi membri (-)	1.075	1.451
Contributi a ESM (-)	2.867	2.866
Totale al lordo di operazioni straordinarie	44.478	36.812
Operazioni straordinarie	-3.600	0
Pagamenti debiti alle imprese (-)		~ 4.500
Totale	40.878	32.312

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

⁶ Si tratta delle passività connesse ai prestiti in favore di Stati membri dell'UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF (*European Financial Stability Facility*), e del contributo al capitale dell'ESM (*European Stability Mechanism*).

**Pressione fiscale
meno pesante**

L'incidenza delle entrate totali sul PIL nello scenario CSC si attesta al 48,1% quest'anno (dal 48,2% del 2013) e al 47,9% l'anno prossimo. Nel 2014 gli incassi cresceranno dell'1,1%, per accelerare nel 2015 (+1,8%). La pressione fiscale rimarrà al 43,8% del PIL nel 2014 e diminuirà al 43,7% nel 2015.

La pressione fiscale effettiva, misurata dal rapporto delle entrate fiscali e contributive sul PIL depurato dal sommerso, toccherà il 52,6% quest'anno e scenderà al 52,5% nel 2015.

Le riforme innalzano il PIL

I ritardi strutturali dell'Italia nel confronto con gli altri paesi europei sono ampi e zavorrano competitività e crescita. Per questa ragione, secondo le stime della Commissione europea, il Paese è tra quelli che potrebbero ottenere i benefici maggiori, in termini di aumento del PIL, se le riforme riducessero il gap esistente con i paesi migliori. L'aumento della partecipazione al lavoro per donne, ultrasessantenni e lavoratori meno qualificati avrebbe i più grandi effetti positivi. Il Governo nell'ultimo DEF ha stimato in 2,4 punti di PIL gli effetti cumulati al 2018 delle misure appena varate e in corso di attuazione. Molte altre e più rilevanti sono in programma ed è essenziale che agli annunci, che hanno alimentato grandi e positive aspettative, seguano i fatti.

Un recente studio della Commissione europea ha stimato l'incremento del PIL che in alcuni paesi - Germania, Francia, Italia, Spagna, Irlanda, Portogallo e Grecia - si potrebbe ottenere se fossero introdotte riforme in grado di chiudere metà del divario esistente su alcuni indicatori rispetto alla media dei tre migliori paesi dell'Unione¹. Gli indicatori considerati riguardano l'apertura dei mercati alla concorrenza, il peso fiscale su consumi e su lavoro, il capitale umano, il mercato del lavoro e gli investimenti in ricerca e sviluppo. Buona parte di essi evidenziano un ritardo consistente dell'Italia sia rispetto ai tre paesi migliori sia rispetto agli altri paesi considerati (Tabella A).

Per aumentare la concorrenza nei mercati lo studio ipotizza che siano ridotti i costi di apertura di un'attività (così da consentire a un numero più ampio di imprese di entrare sul mercato) e diminuito il mark-up nei servizi. Questi ultimi, essendo meno esposti alla concorrenza internazionale, garantiscono una posizione di rendita; interventi regolatori adeguati, che abbattano i prezzi dei servizi, possono ridurre tale rendita e quindi i costi sostenuti da altre imprese e dalle famiglie.

In ambito fiscale, lo spostamento della tassazione dal lavoro al consumo, in modo tale da essere neutrale per il bilancio pubblico, consentirebbe di ridurre il costo dei beni prodotti

¹ Lo studio è contenuto in Commissione europea, *Quarterly report on the Euro area*, vol. 12, n. 4, 2013.

Tabella A

Tanto da guadagnare dalle riforme (Indicatori e impatti sul PIL)											
Settore di intervento (anno indicatori)	Indicatori	Germania	Francia	Italia	Spagna	Irlanda	Portogallo	Grecia	Media dei 3 migliori paesi UE		
Apertura dei mercati	Mark-up nei servizi (1996-2007, %)	14,0	16,0	14,0	23,0	12,0	23,0	34,0	13,3		
	Costo di apertura di un'attività (2012)	4,6	0,9	18,2	4,7	0,4	2,3	20,1	0,1		
Fisco (2011)	Aliquota implicita sui consumi (%)	20,1	19,9	17,4	14,0	22,1	18,0	16,3	28,6		
	Aliquota implicita sul lavoro (%)	37,1	38,6	42,3	33,2	28,0	25,5	30,9			
Capitale umano (2011)	% persone con laurea o più	7,9	7,1	3,4	9,0	7,9	3,3	6,0	9,7		
	Spesa università (in % PIL)	1,3	1,3	0,9	1,1	1,5	1,1	1,2	2,2		
	% persone con nessun diploma	14,8	27,1	42,2	45,5	25,3	62,3	34,0	8,0		
	Spesa per la scuola secondaria (in % PIL)	2,5	2,7	2,2	1,9	2,6	2,6	2,4	3,1		
Mercato del lavoro (2011)	Donne inattive (25-59 anni) di cui:										
	% nessun diploma	29,0	22,1	46,4	34,8	40,0	26,2	42,3	25,0		
	% diploma	14,7	13,5	25,2	19,3	25,3	10,2	30,5	12,1		
	% laurea o più	9,1	8,5	15,7	11,2	12,7	8,3	13,9	6,4		
	Spesa scuola pre-primaria (in % del PIL)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,1	0,6	0,6	1,1		
	Uomini con nessun diploma inattivi (25-59 anni)	16,7	13,8	18,0	14,4	22,4	12,8	10,4	11,3		
	Persone inattive (60-64 anni) di cui:										
	% nessun diploma	5,2	15,8	6,9	2,1	6,2	3,5	7,1	2,6		
	% diploma	3,5	8,9	2,8	0,7	2,0	1,1	2,9	1,0		
	% laurea o più	2,2	4,6	2,1	0,7	1,3	1,3	2,7	0,7		
Spesa politiche attive del lavoro (in % PIL)	0,9	1,1	0,4	0,8	0,9	0,7	0,2	1,5			
Sussidio disoccupazione/retribuzione (%)	61,5	58,4	9,1	47,7	82,5	58,8	24,7	55,7			
Ricerca e Sviluppo (2008)	% Credito d'imposta (incentivo per 1 euro di investimento in R&D)	-0,02	0,43	0,12	0,35	0,11	0,28	0,01	0,35		
Impatti sul PIL dalla chiusura di metà del gap rispetto ai 3 migliori paesi UE											
	Dopo 5 anni (Var. %)										
		1,3	-	1,9	4,4	-	3,0	6,0			
Dopo 10 anni (Var. %)											
	2,4	4,0	4,6	6,7	4,5	5,0	15,0				

Nota: i costi di apertura di un'attività sono espressi in % del reddito pro-capite del 2012. Le aliquote implicite sul lavoro e sui consumi sono calcolate come rapporto tra il gettito e la base imponibile di contabilità nazionale. L'aliquota implicita sul lavoro include le imposte sul reddito da lavoro e i contributi sociali ma anche imposte indirette che incidono sul lavoro; sono escluse le imposte e i contributi a carico dei lavoratori autonomi ma inclusi quelli relativi ai parasubordinati. Per l'Italia, sono incluse anche la quota di IRAP relativa al costo del lavoro dipendente e le imposte e i contributi relativi ai co.co.co. Il rapporto tra il sussidio di disoccupazione e la retribuzione per i tre migliori paesi corrisponde alla media UE. Sussidi e retribuzioni sono al netto delle imposte e calcolati su un periodo di 60 mesi dall'inizio della disoccupazione.

Fonte: elaborazioni CSC su stime Commissione europea.

in Italia mentre farebbe crescere il prezzo dei beni importati, ottenendo effetti simili alla svalutazione del tasso di cambio.

Sul capitale umano, l'intervento prospettato dalla Commissione (aumento della spesa destinata alle scuole superiori e alle università) punta all'innalzamento della quota di laureati sulla popolazione e alla riduzione della quota di coloro che non possiedono un diploma. Sul mercato del lavoro si ipotizza l'incremento della partecipazione degli inattivi: donne, uomini senza un diploma e persone tra i 60 e i 64 anni. Ciò può essere ottenuto aumentando la spesa pubblica per l'infanzia e per le politiche attive del lavoro e riducendo il rapporto tra sussidi di disoccupazione e ultima retribuzione percepita². Infine, per potenziare gli investimenti in ricerca viene ipotizzato l'aumento del credito d'imposta.

Se con le riforme si riuscisse a colmare la metà del divario esistente per ciascun indicatore tra l'Italia e i tre migliori paesi dell'Unione, il PIL italiano sarebbe più elevato di 1,9 punti percentuali dopo 5 anni, di 4,6 punti dopo 10 anni e di 20,8 punti dopo 50. Tali benefici risulterebbero inferiori solo a quelli che otterrebbero Grecia (6 punti di PIL dopo 5 anni e 15 dopo 10), Spagna (4,4 punti dopo 5 anni e 6,7 dopo 10) e Portogallo (3 punti dopo 5 anni e 5 dopo 10), ma superiori a quelli stimati per Irlanda (4,5 punti dopo 10 anni), Francia (4 punti dopo 10 anni) e Germania (1,3 punti dopo 5 anni e 2,4 dopo 10).

I ritardi dell'Italia, infatti, sono così ampi che i benefici che si possono ottenere colmando anche solo la metà di essi sono molto consistenti. In Italia, dunque, più che altrove le riforme innalzano il PIL.

L'aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro è lo strumento che darebbe gli effetti più positivi: 0,7 punti di PIL dopo 5 anni e 1,6 dopo 10 (Tabella B). Ma anche il mantenimento al lavoro degli ultra-

Tabella B

Cruciale accrescere la partecipazione femminile al lavoro
(Italia, effetti cumulati sul PIL,
scostamenti % rispetto allo scenario base)

Riforme	5 anni	10 anni	50 anni
Aumento partecipazione femminile al lavoro	0,7	1,6	5,1
Riforma pensioni	0,2	0,6	2,9
Aumento spesa politiche attive del lavoro	0,2	0,6	0,7
Spostamento tassazione da lavoro a consumi	0,4	0,5	0,5
Riduzione mark-up nei servizi	0,2	0,3	0,6
Riduzione costo apertura attività	0,1	0,3	1,8
Aumento partecipazione al lavoro non diplomati	0,2	0,3	0,6
Aumento diplomati	-0,1	0,2	6,1
Aumento laureati	0,0	0,1	1,9
Riduzione sussidio disoccupazione/retribuzione	0,0	0,0	0,0
Aumento credito d'imposta R&D	0,0	0,0	0,5
Totale	1,9	4,6	20,8

Riforme in ordine decrescente per gli effetti cumulati sul PIL dopo 10 anni.
Fonte: elaborazioni CSC su stime Commissione europea.

² Ovviamente ciò può avvenire solo nei paesi in cui il rapporto sussidio-retribuzione è più elevato della media dei tre migliori paesi UE. Non è questo il caso dell'Italia.

sessantenni fornirebbe un contributo consistente (0,6 punti di PIL dopo 10 anni), analogo a quello che potrebbe aversi dall'aumento delle risorse destinate alle politiche attive (portandole al livello dei tre migliori paesi dell'Unione). Tutt'altro che trascurabile l'effetto dello spostamento della tassazione dal lavoro al consumo: a costo zero, garantirebbe un aumento di 0,5 punti di PIL.

Il Governo, nel Documento di economia e finanza presentato ad aprile scorso, ha stimato gli effetti sul PIL di alcune misure varate e in attuazione (aumento detrazione IRPEF per i lavoratori dipendenti, riduzione dell'IRAP, più elevata tassazione delle rendite finanziarie, pagamento dei debiti PA, riforma del mercato del lavoro, *spending review*, liberalizzazioni e semplificazioni). Nel 2018 l'effetto cumulato è quantificato in 2,4 punti di PIL (Tabella C); ma già quest'anno sarà di 0,3 punti e l'anno prossimo di 0,8.

Tabella C

Anche il Governo punta sugli effetti positivi delle riforme varate
(Effetti cumulati sul PIL, scostamenti % rispetto allo scenario base)

	2014	2015	2016	2017	2018
Aumento detrazione IRPEF lavoratori dipendenti	0,1	0,3	0,4	0,6	0,6
Riduzione IRAP	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Revisione tassazione rendite finanziarie	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Spending review</i>	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
Pagamento debiti PA	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2
Liberalizzazioni e semplificazioni	0,1	0,3	0,4	0,6	0,9
Riforma mercato del lavoro	0,2	0,3	0,4	0,5	0,8
Totale	0,3	0,8	1,3	1,8	2,4

Fonte: elaborazioni CSC su stime Governo.

1.2 Le esogene della previsione

Commercio mondiale su un trend più lento Nel primo trimestre 2014 il commercio mondiale è diminuito: -0,8% in volume, dal +1,5% nel quarto 2013. La contrazione, iniziata a dicembre 2013, ha tolto sei decimi di punto alla crescita acquisita nel 2014 e dovrebbe essere temporanea.

Il minor dinamismo delle economie emergenti è nei prossimi trimestri controbilanciato dall'accelerazione delle principali economie avanzate nel determinare un'espansione degli scambi mondiali che sarà comunque molto meno robusta, anche in rapporto alla crescita del PIL mondiale, rispetto a quanto osservato per lungo tempo prima della crisi (la spiegazione di ciò viene data più avanti). Ciò, insieme all'andamento fin qui osservato, porta a una revisione al ribasso delle stime CSC: +2,7% nel 2014 (da +4,6% indicato a dicembre; Tabella 1.4) e +4,4% nel 2015 (da +5,8%), contro il 7,0% medio annuo sperimentato dal 1995 al 2007.

Inizio 2014, domanda mondiale ferma Nel primo trimestre del 2014 si è arrestata la crescita delle importazioni mondiali (-0,1% rispetto al quarto 2013, da +1,3% rispetto al terzo). Questo inizio negativo inciderà sulla media dell'anno; nel complesso, tuttavia, le prospettive restano favorevoli. Come conferma la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale, salita in maggio a 51,8 e in area espansiva da quindici mesi. Il brutto avvio è, infatti, riconducibile agli effetti dell'inverno eccezionalmente rigido che ha avuto luogo in USA e alle conseguenze degli aggiustamenti attuati in molti emergenti, soprattutto asiatici. Una battuta d'arresto inusuale (Grafico 1.15).

Tabella 1.4

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni %)				
	2012	2013	2014	2015
Commercio mondiale	1,9	2,7	2,7	4,4
Prezzo del petrolio ¹	112,0	108,9	106,0	104,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	2,8	1,9	1,9	3,0
Area euro	-0,7	-0,4	0,8	1,4
Paesi emergenti	5,0	4,7	4,6	5,0
Cambio dollaro/euro ²	1,29	1,33	1,36	1,36
Tasso FED ³	0,25	0,25	0,25	0,33
Tasso di interesse				
a 3 mesi USA ³	0,43	0,27	0,24	0,31
Tasso BCE ³	0,88	0,55	0,19	0,15
Tasso di interesse				
a 3 mesi Area euro ³	0,57	0,22	0,23	0,18

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

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

Grafico 1.15

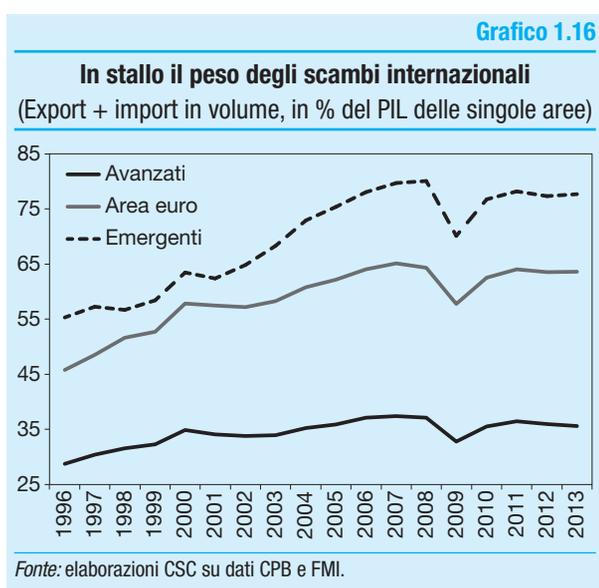
Domanda mondiale: stentano anche gli emergenti
(Dati trimestrali in volume destagionalizzati, variazioni % congiunturali e contribuiti alla crescita)



Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB.

Fattori temporanei, dunque. Per tale motivo il CSC prevede il rimbalzo degli scambi mondiali nel 2° trimestre, a un tasso di crescita leggermente superiore a quello medio mensile di lungo periodo (+0,56% da gennaio 1995 ad aprile 2007), e il successivo rientro su un sentiero di crescita inferiore a quello di lungo periodo.

Durante la crisi si è, infatti, assistito al posizionarsi degli scambi di beni su un nuovo trend più lento (+0,2% medio mensile da novembre 2010 a marzo 2014). A seguito di tale trend, il grado di apertura del sistema economico globale, misurato dal rapporto fra commercio estero e PIL mondiali, è rimasto invariato (mentre nei decenni passati continuava a salire). Tale invarianza è comune a tutti i principali blocchi commerciali, soprattutto quelli formati dai paesi avanzati (Nord America, Area euro; Grafico 1.16). Proprio la sua diffusione suggerisce che sia il riflesso di un cambiamento generale del ruolo degli scambi internazionali nelle attività produttive.



Ci sono elementi per ipotizzare che si tratti di una nuova fase della globalizzazione, rispetto a quella che ha portato a intensi processi di delocalizzazione o multi-localizzazione all'estero tra gli anni 90 e la prima metà dei 2000 e al formarsi di catene globali del valore che hanno alimentato forti flussi di scambi di semilavorati¹. L'invarianza del rapporto tra commercio mondiale e PIL nascerebbe dall'attenuazione del ritmo di espansione degli scambi di beni intermedi, ossia dal rallentamento del processo di frammentazione delle catene del valore su scala internazionale. Sulla spinta sia delle scelte aziendali di riportare all'interno fasi produttive sia delle politiche industriali nazionali. Un esempio di ciò è dato dai flussi di *reshoring* messi in atto dagli Stati Uniti, con il ritorno, dal 2007 al 2012, di 134 imprese principalmente localizzate in Asia (di cui 81 in Cina). In questo modo, viene meno una ragione di scambio internazionale.

Le stime UNCTAD disponibili per il 2013 sui flussi di IDE in uscita evidenziano che nel Mondo i capitali esteri sono aumentati del 5,1% nel 2013 rispetto al 2012, sostenuti prevalentemente dai flussi attivati dai paesi emergenti (+4,0%) e dalle economie in transizione (+85,2%) e soltanto marginalmente dai capitali provenienti dai paesi avanzati (+0,6%). In controtendenza i flussi in uscita dagli Stati Uniti verso il Mondo si sono ridotti nel 2013 (-7,8%).

¹ Su alcuni di questi aspetti si rimanda a CSC, *Scenari industriali* n. 5, giugno 2014.

In particolare 2/3 degli IDE in acquisizioni/fusioni (M&A) degli emergenti sono stati diretti verso altri paesi emergenti, con predilezione per l'industria estrattiva al fine di assicurarsi l'approvvigionamento strategico di materie prime.

I rischi al ribasso sottostanti a questa previsione vengono dall'Area euro e dai paesi emergenti. La decelerazione dei principali paesi emergenti potrebbe non essersi esaurita, mentre cambio forte e tassi reali alti rendono precaria la debole ripartenza appena iniziata in Eurolandia.

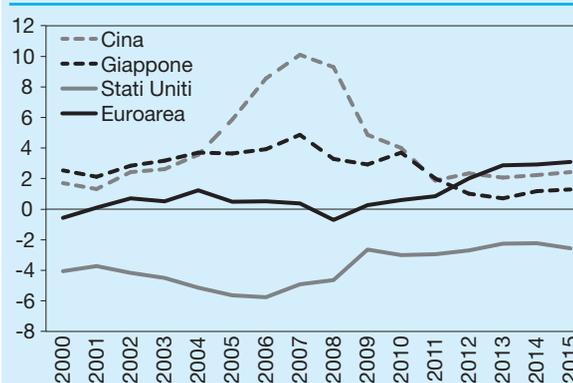
Conti con l'estero in riequilibrio Durante la lunga crisi sono diminuiti gli squilibri nei conti con l'estero delle principali economie; gli Stati Uniti, maggiore debitore estero, e la Cina, principale creditore, hanno molto ridotto i saldi delle loro bilance correnti (Grafico 1.17). Il deficit USA si è stabilizzato intorno al 2,3% del PIL nel 2013 (-2,6% primo trimestre 2014); era prossimo al 6% nel 2006. Il surplus cinese si è ulteriormente ridotto nel 2013 al 2,1% (dal 2,3%); aveva superato il 10% nel 2007.

La diminuzione del surplus commerciale giapponese è stata tale che dal 2011 è diventato passivo (-2,4% del PIL nel 2013), non accadeva dal 1980. La bilancia corrente rimane in attivo (1,2% del PIL), ma ben lontano dal quasi 5% del 2007.

Nell'Area euro aggiustamento asimmetrico I paesi periferici sono tornati ad avere partite correnti in attivo, grazie alla forte riduzione delle importazioni unita alla buona performance delle esportazioni (specie in Italia e Spagna). Al l'opposto, non vi è stata alcuna riduzione del surplus tedesco, che dal 2011 permane al di sopra del 7,0% del PIL (6% è la soglia massima stabilita dalla Commissione europea per avviare la procedura di raccomandazione; Grafico 1.18).

Grafico 1.17

Nel Mondo è simmetrica la correzione degli squilibri dei conti con l'estero ma...
(Saldo delle partite correnti in % del PIL)

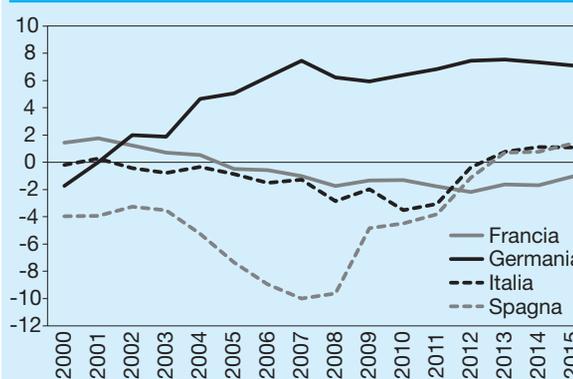


* Stime FMI e Commissione europea.

Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime FMI.

Grafico 1.18

...non in tutti i paesi dell'Area euro
(Saldo delle partite correnti in % del PIL)



Previsioni dell'FMI per il 2014 e il 2015.

Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime FMI.

Per favorire una ripresa più robusta ed equilibrata dell'Area euro è indispensabile che i paesi in attivo nei conti esteri (oltre alla Germania, anche Paesi Bassi e Austria) attuino politiche espansive della domanda interna.

Nell'Eurozona ripartenza lenta...

Nel primo trimestre 2014 il PIL dell'Area euro è cresciuto dello 0,2%, in rallentamento dal già moderato 0,3% del quarto 2013 (Grafico 1.19). Sono risaliti leggermente i consumi (+0,1%), ma hanno frenato gli investimenti (+0,3%, dal +0,9% del trimestre precedente). Deludente, in particolare, la crescita delle esportazioni (+0,3%, dopo +1,4%). Il contributo positivo della domanda interna (+0,4%) è stato così per metà eroso da quello negativo del settore estero (-0,2%), che aveva invece concorso in maniera significativa (+0,3%) alla crescita del PIL nel quarto trimestre 2013.

...graduale...

Gli indicatori recenti segnalano il consolidamento della ripresa in primavera su bassi ritmi. In aprile sono aumentate le vendite al dettaglio (+0,4% in volume su marzo) a conferma della ritrovata fiducia dei consumatori. La produzione industriale (+0,8% congiunturale, +1,4% annuo) ha più che recuperato il calo di marzo e si è riportata sul trend di lenta crescita iniziato a fine 2012. Un'ulteriore espansione dell'attività dell'intera economia viene suggerita in maggio dagli indici PMI (composito a 53,5 da 54,0 in aprile).

Nello scenario CSC la crescita si rafforzerà gradualmente, grazie all'affievolirsi degli effetti delle politiche di bilancio restrittive, al miglioramento della fiducia delle imprese (tornata sui livelli di agosto 2011) e delle famiglie (sui livelli di ottobre 2007), alla politica monetaria più espansiva e al recupero della domanda interna nei principali mercati. Dopo il -0,4% nel 2013, il PIL dell'area è atteso crescere dello 0,8% nel 2014 e accelerare moderatamente nel 2015 (+1,4%).

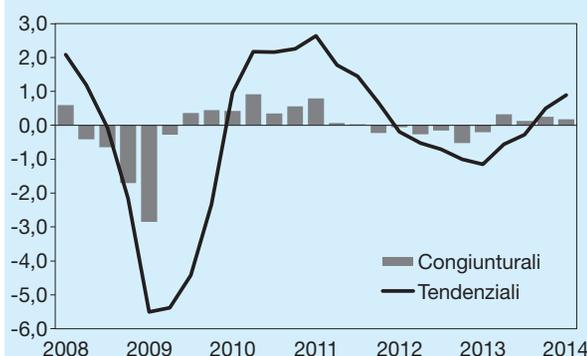
...fragile...

L'espansione dell'attività nell'Area euro resta vulnerabile sia a possibili shock esogeni, quali l'andamento meno favorevole del commercio internazionale o l'ulteriore apprezzamento del cambio, sia all'incertezza sulla solidità finanziaria e bancaria in Europa. L'ulteriore allentamento della politica monetaria contribuirà

Grafico 1.19

Prosegue lenta la ripresa di Eurolandia

(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

a ridurre le tensioni sui debiti sovrani e, assieme alla costruzione dell'unione bancaria, migliorerà le condizioni di accesso al credito. Ci saranno, invece, effetti limitati sul costo del denaro: la riduzione del tasso di riferimento BCE mitigherà, infatti, solo marginalmente il rialzo dei tassi di interesse reali, dovuto alla forte diminuzione dell'inflazione, che sta già esercitando un freno all'espansione, specialmente nei paesi periferici.

...e a ritmi differenziati

Un ulteriore fattore di rischio per la tenuta della fragile ripresa in atto è costituito dalle ampie differenze di performance tra i paesi dell'Area euro: corre la Germania (+0,8% il PIL nel primo trimestre), accelera la Spagna (+0,4%; si veda il riquadro *Spagna: segnali di ripresa, ma ancora poco lavoro*), ma ristagna la Francia e retrocedono non solo paesi periferici quali il Portogallo (-0,7%) ma anche *core* quali l'Olanda (-1,4%) e la Finlandia (-0,4%, all'ottavo dato trimestrale consecutivo piatto o negativo; Grafico

1.20). Gli indici PMI di maggio indicano che i divari continuano ad ampliarsi: prosegue l'espansione tedesca nel manifatturiero (PMI a 52,3) e accelera nei servizi (56,0 da 54,7), mentre in Francia arretra l'attività in entrambi i settori (PMI a 49,6 e 49,1). Tra le imprese francesi, a maggio torna sotto la media di lungo periodo l'indice di fiducia (99 da 100): peggiorano in particolare le attese di produzione, ai minimi da dicembre (a 4 da 11), e gli ordini (a -22 da -18).

Prezzi delle case in correzione

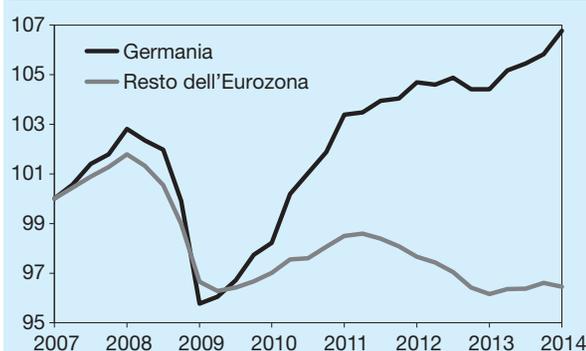
Le condizioni dei mercati immobiliari differiscono fortemente tra i paesi europei, costituendo così un fattore che alimenta le divergenze all'interno dell'area. In particolare, le due principali economie, Germania e Francia, si trovano in posizioni opposte: in robusta crescita il mercato tedesco, in lungo aggiustamento quello francese.

Nei paesi in cui la correzione delle quotazioni è lontana dall'essere completata saranno frenati l'attività nelle costruzioni e nei servizi immobiliari e i piani di spesa delle famiglie, le quali vedono ridursi la ricchezza.

Nel primo trimestre 2014 la variazione tendenziale dei prezzi delle case è stata nettamente positiva in Germania (+6,7%; quarto trimestre 2013, ultimo disponibile), in Irlanda (+7,4%) e nel Regno Unito (+8,0%); negativa, invece, in Francia (-1,3%), nei Paesi Bassi (-1,5%), in Spagna (-4,2%) e in Italia (-4,8%; quarto trimestre 2013).

Grafico 1.20

Si allarga il gap tra Germania e resto dell'Eurozona (PIL reale, indici, 1° trimestre 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Soprattutto, sono diverse le prospettive. Come suggerisce l'indicatore principe dell'accessibilità delle abitazioni, ossia il rapporto tra i prezzi delle case e il reddito disponibile pro-capite, che misura la capacità di spesa delle famiglie: valori più elevati di tale indicatore significano minori possibilità di comprare casa. Nel primo trimestre 2014 esso era molto superiore alla media di lungo periodo in Francia (+27,7%), nei Paesi Bassi (+21,5%) e nel Regno Unito (+21,3%): in questi paesi è dunque alto il rischio di caduta delle quotazioni (Tabella 1.5). Nonostante la riduzione dei prezzi osservata, l'aggiustamento non è ancora

completo in Italia (+6,1% sulla media di lungo periodo) e soprattutto in Spagna (+12,6%); qui è condizione necessaria alla stabilizzazione dei prezzi una decisa ripresa del reddito delle famiglie. Le quotazioni sono invece sottovalutate rispetto alla media di lungo periodo in Irlanda (-7,6%), dopo una forte caduta dal 2007 al 2013, e in Germania (-16,8%).

Queste prospettive sono confermate anche dal rapporto tra il livello dei prezzi delle case e quello degli affitti. In Francia e in Gran Bretagna esso è molto superiore alla media di lungo periodo e dunque i prezzi sono attesi calare. È inferiore, al contrario, in Germania. In Italia il rapporto è tornato sotto alla media di lungo periodo grazie alla rapida riduzione degli affitti, diventando così un fattore favorevole alla stabilizzazione delle quotazioni.

Infine, un sostegno ai prezzi viene dai bassi tassi di interesse, che rendono più agevole l'acquisto di una casa finanziato con un mutuo e innalzano, a parità di altre condizioni, la valutazione dell'asset casa. L'indice di accessibilità del mercato immobiliare, definito come il rapporto tra il reddito disponibile pro-capite e il costo del servizio di un nuovo mutuo ipotecario, è in aumento in Italia e in Spagna segnalando quindi condizioni migliori per la domanda di case. Rispetto al 2003, il valore dell'indice è molto maggiore in Germania (+35,0 punti percentuali nel quarto trimestre 2013), mentre è basso in Francia (-7,8 punti nel primo 2014).

Tabella 1.5

Case: incompleto l'aggiustamento dei prezzi			
in molti paesi europei			
(Rapporto prezzo/reddito; media di lungo periodo=100)			
	2000	2007	1° trimestre 2014*
Francia	82,6	135,6	127,7
Paesi Bassi	125,6	149,4	121,5
Regno Unito	86,3	136,6	121,3
Spagna	93,9	161,2	112,6
Italia	84,3	116,2	106,1
Irlanda	109,7	160,2	92,4
Stati Uniti	90,2	107,4	87,0
Germania	95,1	77,1	83,2
Giappone	91,9	70,7	58,3

* Per Italia e Germania 4° trimestre 2013.
Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

Spagna: segnali di ripresa, ma ancora poco lavoro

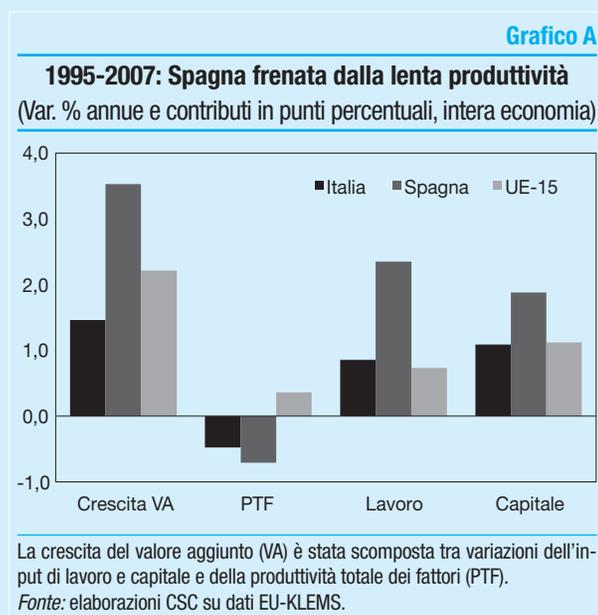
La crisi ha trasformato la Spagna da caso di successo dell'UE a minaccia per la stabilità dell'euro. Il successo, alla luce delle caratteristiche della crescita che l'ha generato, si è rivelato insostenibile. La minaccia, invece, sembra oggi meno grave, grazie anche al rapido miglioramento della competitività di costo e allo sgonfiamento della bolla immobiliare; dall'estate 2013 l'economia è tornata ad avanzare. Tuttavia, lo spettro della deflazione e l'elevata disoccupazione rimangono importanti incognite sulla strada della sostenibilità del debito e della ripresa.

La Spagna è uno dei paesi UE maggiormente colpiti dalla crisi. Nonostante l'incremento registrato per tre trimestri consecutivi (+0,5% il dato tendenziale del 1° trimestre 2014), il PIL rimane del 6,9% inferiore al picco pre-crisi.

Le caratteristiche della performance economica precedente il 2008 spiegano le difficoltà attuali e le differenze con gli altri PIGS. Fra il 1995 e il 2007 la crescita è stata sostenuta (+3,5% medio annuo) e superiore sia a quella UE (+2,5%) sia a quella USA (+3,2%). Tale ritmo ha permesso alla Spagna di convergere ai livelli di benessere dei principali partner europei: il PIL pro-capite è passato dal 78,8% al 93,5% di quello medio UE-15.

Questi risultati erano, però, insostenibili per due ragioni. Anzitutto, per l'andamento della produttività totale dei fattori, il cui contributo è stato negativo, mentre il maggior output è stato ottenuto grazie a un maggiore utilizzo dei fattori capitale e lavoro, soprattutto nelle componenti straniera e femminile (Grafico A). Unita a un aumento del costo del lavoro, l'insoddisfacente dinamica della produttività ha eroso la competitività e contribuito all'incremento significativo del deficit delle partite correnti (dal -0,3% nel 1995 al -10,0% nel 2007 rispetto al PIL).

In secondo luogo, l'espansione è stata trainata principalmente dalle costruzioni, il cui peso sul valore aggiunto totale è aumentato del 50% in meno di un decennio (dal 9,1% al 13,7% nel periodo 1997-2006). Causa e conseguenza di questa ipertrofia edilizia è stata la grande bolla immobiliare¹, favorita sia dalla marcata diminuzione dei tassi di interesse, ottenuta gra-



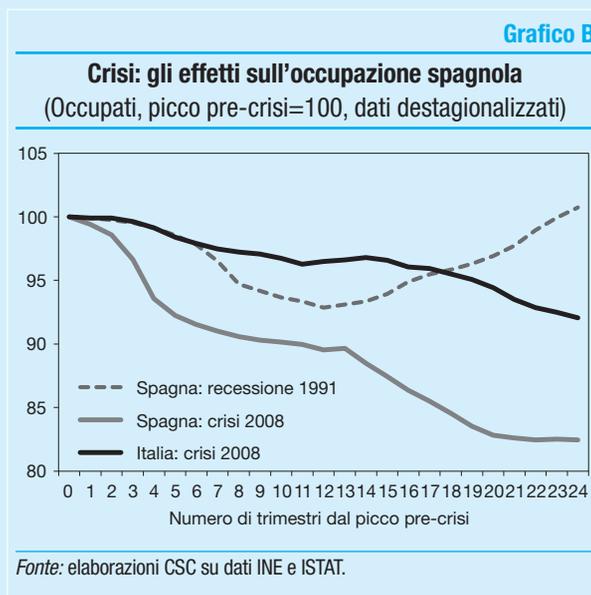
¹ Secondo uno studio dell'OCSE la sopravvalutazione del prezzo delle abitazioni può essere arrivato, nel 3° trimestre 2007, fino al 30%. Si veda OCSE (2010), *Economic Survey of Spain 2010*, Parigi.

zie all'ingresso nell'euro, sia da cambiamenti legislativi che hanno permesso alle Comunità Autonome di finanziarsi concedendo permessi di urbanizzazione sia dalla pessima *governance* delle Casse di Risparmio locali². La bolla ha avuto effetti profondi: ha modificato la struttura della domanda e dell'offerta di lavoro e, riducendo il rendimento dell'istruzione, ha abbassato l'investimento in capitale umano³.

Come conseguenza di questo andamento squilibrato, il peso del manifatturiero sul valore aggiunto è sceso dal 17,7% al 12,5% nel periodo 1999-2009. A livello di settori industriali, il forte ridimensionamento del tessile è stato solo leggermente controbilanciato dall'aumento dei prodotti in metallo. La produttività è rimasta stagnante anche per effetto della deludente performance delle nuove imprese, per lo più attive in settori poco esposti alla concorrenza internazionale⁴.

I conti pubblici spagnoli, in linea con i parametri europei prima della crisi (nel 2007 registravano un surplus del 2% e il rapporto debito/PIL era al 36,3%, quasi la metà di quello tedesco), sono peggiorati drasticamente (nel 2013 il rapporto debito/PIL è arrivato al 93,9%), peggioramento che è stato affrontato con politiche di bilancio restrittive.

Gli effetti più gravi si sono avuti comunque sul mercato del lavoro. Nel 2013 il tasso di disoccupazione è arrivato al 26,1% (era l'8,2% nel 2007, un livello molto basso rispetto al passato, in un certo qual modo anch'esso figlio dello sviluppo "drogato"). La distruzione di occupazione, nonostante si sia recentemente attenuata (-0,1% congiunturale gli occupati nel 1° trimestre 2014), è stata molto grave: -17,6% nel 1° trimestre 2014 rispetto al massimo pre-crisi. In Italia, dove la caduta del PIL è stata superiore, il calo occupazionale è risultato dell'8% (Grafico B).



² Si veda Cuñat V. e Garicano L. (2010), "Did good Cajas extended bad loans?" in Bentolilla S., Boldrin M., Díaz Jiménez J. e Dolado J. (a cura di), *The crisis of the Spanish economy*, Madrid, FEDEA.

³ Si veda Bonhomme S. e Hospido L. (2012), "The cycle of earnings inequality: evidence from Spanish social security data", *Banco de España Working Paper 1225* e Garicano L. (2014), *El dilema de España*, Barcellona, Península.

⁴ Si veda Castiglionesi F. e Ornaghi C. (2009), "Dynamics in the Spanish Manufacturing Sector: Evidence from Aggregate and Firm-level Data", *Working Paper FEDEA annual policy conference*.

Oltre che alla contrazione delle costruzioni, ciò è riconducibile alla centralizzazione della contrattazione collettiva e all'alto tasso di contratti a tempo determinato (nel 2007 erano il 48,6% del totale).

La Spagna è lontana dall'aver ripristinato condizioni economicamente e socialmente sostenibili, ma la stabilità del quadro politico ha consentito di implementare alcune riforme: la contrattazione salariale è stata decentralizzata a livello di impresa, gli indennizzi per i licenziamenti senza giusta causa sono stati diminuiti, la disciplina dei licenziamenti per giusta causa è stata resa meno arbitraria e, infine, è stato potenziato il segmento tecnico e professionale di istruzione secondaria sul modello di quello tedesco. Anche grazie a queste riforme, il CLUP è diminuito e ciò ha migliorato la competitività e fatto ripartire le esportazioni⁵. Ulteriori segnali positivi sono costituiti dall'aumento degli investimenti diretti esteri (+0,5 punti di PIL nel 2012), dall'aumento del numero di autovetture prodotte (+11,7% nel 2013), dallo sgonfiamento della bolla immobiliare (-37,0% l'indice del prezzo delle case dal picco del 3° trimestre 2007; le compravendite sono salite a marzo 2014) e dal risveglio della domanda interna (il suo contributo alla variazione del PIL nel 1° trimestre 2014 è stato positivo).

Sollewa, però, nuove incognite circa la sostenibilità del debito pubblico l'inflazione vicina allo zero (+0,2% annuo a maggio dopo lo 0,5% di aprile). E la crisi non potrà dirsi superata finché la disoccupazione non sarà a livelli accettabili. A questo fine occorrono, insieme a politiche macroeconomiche meno restrittive e più bassi tassi di interesse a carico delle imprese, i miglioramenti dei servizi per l'impiego e della formazione⁶.

⁵ Si veda OCSE (2013), *The 2012 Labour market reform in Spain*, Parigi, OCSE e per una visione più critica Bentolila S. (2013), "Labour Market Reform and Job Destruction", *No free lunch*, 12 marzo.

⁶ Si veda Bentolila S., García Pérez I. e Jansen M. (2013), "For a new impetus to job creation in Spain", *No Free Lunch*, 27 giugno.

Si consolida la ripresa USA

Dopo la contrazione del primo trimestre (stimato dal CSC a -2,0% annualizzato), determinata dalle condizioni climatiche eccezionalmente avverse, il PIL degli Stati Uniti ha ripreso a correre nel secondo (+3,6% atteso). L'attività economica è prevista continuare a espandersi a ritmi sostenuti nei prossimi trimestri. L'aumentata fiducia, il netto miglioramento del mercato del lavoro e le politiche fiscali meno restrittive sosterranno i consumi; aspettative in rialzo, profitti elevati e minore incertezza favoriranno gli investimenti. La crescita americana si stabilizzerà su ritmi attorno al 3%. In media d'anno, il CSC stima +1,9% nel 2014 e +3,0% nel 2015 (Grafico 1.21).

Colmato il vuoto occupazionale

È proseguita a maggio a ritmi sostenuti la creazione di nuovi posti di lavoro: +217mila occupati in più nel settore non agricolo. Gli USA hanno così del tutto recuperato gli 8,7 milioni di posti persi durante la recessione del 2008-2009. Il tasso di disoccupazione è al 6,3% (picco al 10% nell'ottobre 2009); ulteriori cali dipenderanno anche dall'andamento del tasso di partecipazione alla forza lavoro, per ora ancorato al 62,8%, ai minimi da quasi 30 anni. Il contemporaneo aumento di salari (+0,2% mensile e +2,1% annuo la retribuzione media oraria nel settore privato) e ore lavorate (+0,2% in aggregato) sostiene il reddito disponibile e alimenta la fiducia dei consumatori (83,0 l'indice *Conference Board* in maggio, 70,4 lo scorso novembre). Le vendite al dettaglio hanno messo a segno il quarto incremento mensile consecutivo (+0,4% su aprile, +4,3% annuo); le vendite di auto sono a 16,7 milioni di unità, massimo da febbraio 2007.

A maggio, nel manifatturiero sono aumentate a 41,1 (da 40,9) le ore medie lavorate settimanalmente, un livello mai così elevato dal 1945. L'espansione dell'attività è confermata dall'indice *ISM* a 55,4 a maggio (da 54,9 in aprile), il livello più alto degli ultimi cinque mesi; il rialzo della componente relativa agli ordini indica che l'aumento della produzione proseguirà nei prossimi mesi. L'attività è in forte espansione anche nei servizi (*ISM* a 62,1 da 60,9).

Migliorano le prospettive di investimento

L'aumento dell'attività produttiva, le aspettative di maggiore domanda e gli elevati profitti promettono maggiori investimenti, specialmente in settori dove i processi di sostituzione e rinnovamento di impianti e macchinari sono stati rinviati per anni. Una forte e imminente accelerazione degli investimenti è confermata da gran parte delle indagini condotte dalle FED regionali, da cui emerge che la percentuale di imprese intenzionate ad aumentare la spesa per impianti è molto aumentata negli ultimi mesi (Grafico 1.22).

Grafico 1.21

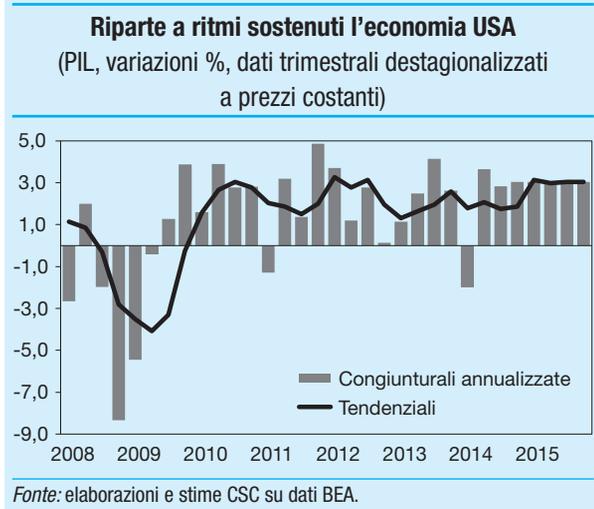
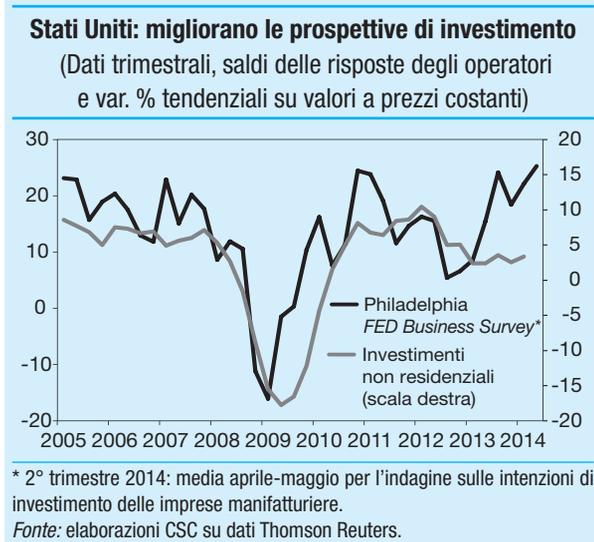


Grafico 1.22



Riparte l'immobiliare Andamenti contrastanti continuano a caratterizzare il mercato immobiliare, penalizzato dal maltempo nel corso dell'inverno. L'aumento dei prezzi delle case (+1,2% a marzo l'indice S&P Case-Shiller, +12,4% rispetto a un anno prima), se da un lato accresce la ricchezza delle famiglie e quindi la spesa, ha tuttavia contribuito negli ultimi mesi a frenare la domanda di case, riducendone la convenienza, specialmente perché accompagnato dal rialzo dei tassi di interesse sui mutui. Questi ultimi, dopo

aver raggiunto il 4,5% a inizio marzo, sono solo di recente tornati al 4,1%, un livello comunque più elevato rispetto al 3,4% di fine 2012. L'aumento delle vendite registrato in aprile, sia di case nuove (+6,4% su marzo) sia di case esistenti (+1,3%), potrebbe aver segnato la svolta di un trend negativo che si protraeva dall'estate del 2013 (Grafico 1.23). A partire dalla seconda metà di quest'anno, infatti, la crescita dei redditi e la maggiore fiducia innalzeranno la domanda di abitazioni e gli investimenti residenziali, calati del 3,3% cumulato in termini reali negli ultimi due trimestri, torneranno a fornire un contributo positivo alla crescita del PIL USA.

Giappone: in attesa delle riforme La terza economia del Mondo ha accelerato di molto il ritmo di crescita nel primo trimestre 2014: +6,1% congiunturale annualizzato il PIL, la variazione più elevata dal terzo 2011, grazie alle brillanti performance degli investimenti delle imprese (+34,2%) e dei consumi privati (+9,2%; Grafico 1.24). Entrambe sono attribuibili in buona parte all'anticipo degli acquisti prima dell'aumento avvenuto in aprile dell'IVA dal 5% all'8%, che causerà nel secondo trimestre un rallentamento dell'intera economia.

Il Giappone è atteso tornare a crescere nella seconda metà dell'anno grazie al contributo positivo dell'export, che sfrutterà l'inde-

Grafico 1.23

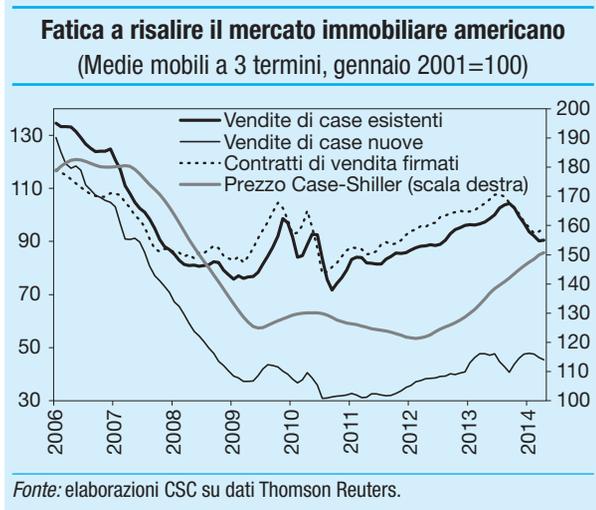
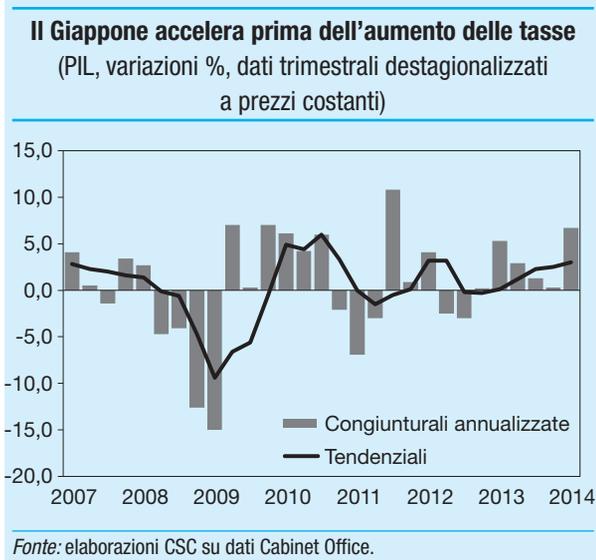


Grafico 1.24



bolimento dello yen e il recupero del commercio mondiale, e all'auspicata spinta del basso tasso di disoccupazione (3,6% in aprile, minimo da 7 anni) alla dinamica dei salari (in aprile +0,9% annuo, da +0,6%), che attivi il ciclo di consumi e investimenti. Il PIL crescerà dell'1,4% nel 2014 e poco più del potenziale (1,0%) nel 2015.

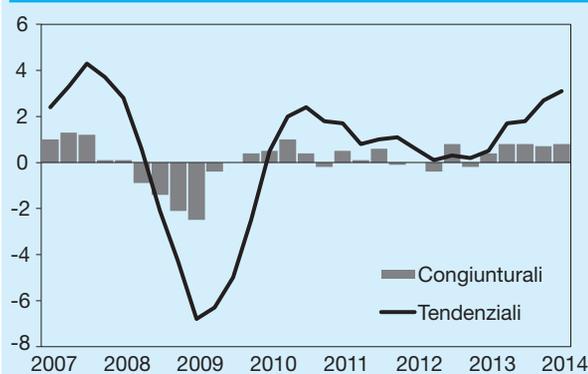
Le prime due frecce dell'*Abenomics*, politica di bilancio flessibile e iper-espansione monetaria, sono andate a segno. Agli stimoli del 2013 è seguito nell'aprile 2014 l'incremento della tassa sui consumi che sarà ulteriormente elevata al 10% nel 2015, compatibilmente con lo stato di salute dell'economia, ma il cui effetto sarà in parte compensato da un pacchetto di stimoli pari all'1,1% del PIL. L'allentamento monetario qualitativo e quantitativo della *Bank of Japan* ha portato al deprezzamento dello yen e messo le basi per il percorso di uscita dalla deflazione: in aprile l'indice *core* dei prezzi al consumo è cresciuto del 3,2% annuo e dell'1,5% escludendo l'effetto dell'incremento dell'imposta. L'obiettivo di inflazione stabile al 2% è raggiungibile nel 2015.

Le attese maggiori restano per la terza freccia: le riforme strutturali, incentrate su tasse più basse sui redditi d'impresa, maggiore concorrenza e più investimenti nel settore privato, incluso il turismo per cui si punta al raddoppio del numero dei visitatori da 10 milioni a 20 nel 2020, anno dell'Olimpiadi di Tokio, aumento della popolazione attiva attraverso l'innalzamento dell'occupazione femminile e dell'età pensionabile e la riduzione delle restrizioni in vigore all'immigrazione, ulteriore consolidamento delle finanze pubbliche verso l'obiettivo di avanzo primario nel 2020, per mettere su un sentiero di riduzione il rapporto debito pubblico/PIL, attualmente al 240%.

Regno Unito: La ripresa dell'economia britannica si è ulteriormente consolidata nei primi tre mesi del 2014: +0,8% congiunturale il PIL, da +0,7% nel quarto 2013 e +1,7% nell'intero 2013 (Grafico 1.25). Un recupero bilanciato. Dal lato della domanda è guidato dai consumi delle famiglie (+0,8%), con la fiducia dei consumatori ai massimi in maggio dall'aprile 2005 e l'occupazione in rapida espansione, e dagli investimenti privati (+0,6%); nullo il contributo delle esportazioni nette. Dal lato dell'offerta è in aumento la produzione nell'industria (+0,7%), nei servizi (+0,9%) e nelle costruzioni (+0,6%). Il picco pre-crisi (1° trimestre 2008) sarà recuperato

Grafico 1.25

Nel Regno Unito il recupero si è consolidato
(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

nel 2° trimestre 2014. Quest'anno il PIL salirà del 3,0%, il ritmo più elevato tra i paesi del G7, e rallenterà di poco nel 2015, quando è previsto che la politica monetaria inizi a essere meno espansiva.

Secondo il Governatore della *Bank of England* (BoE), infatti, l'economia è vicina al punto in cui il tasso di riferimento potrà aumentare gradualmente dallo 0,5% attuale, il che avverrà comunque prima di iniziare a riassorbire il programma di *Quantitative Easing* da 375 miliardi di sterline. Il primo rialzo dei tassi è atteso non più tardi del secondo trimestre del 2015, ma non è escluso che la decisione venga anticipata a fine del 2014. Il tasso di disoccupazione, variabile chiave anche se non più l'unica della *forward guidance* della BoE, è sceso in aprile al 6,6%, valore minimo da inizio 2009 e più basso della soglia del 7% al di sotto della quale il tasso di interesse sarebbe dovuto aumentare, secondo la strategia annunciata nell'agosto 2013 (è stata poi modificata lo scorso febbraio). L'avvio del ripristino di condizioni monetarie normali servirà, insieme ad altri accorgimenti macro-prudenziali, anche a raffreddare i prezzi del mercato immobiliare, che rappresentano secondo la BoE il rischio più importante per la stabilità finanziaria e, quindi, per il prolungamento della ripresa economica.

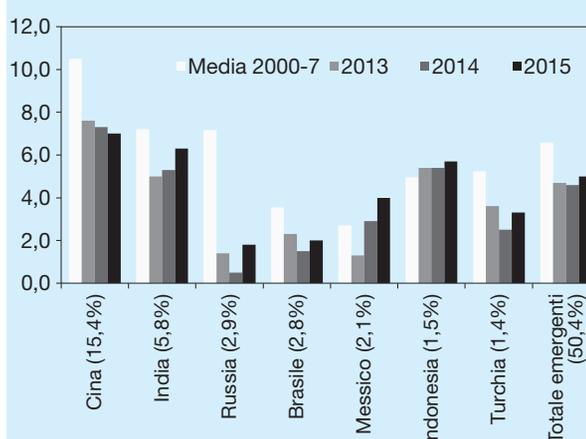
Gli emergenti decelerano

La crescita dei paesi emergenti ha decelerato nel 2013 al 4,7%, un ritmo inferiore al 6,6% medio del 2000-2007, ma vicino al 4,9% medio degli ultimi trent'anni.

Il CSC prevede un aumento del PIL del 4,6% quest'anno e del 5,0% il prossimo; stime inferiori a quelle elaborate in dicembre (5,0% e 5,2%), principalmente a causa degli effetti della crisi ucraina sulla Russia e per il rallentamento più marcato dell'atteso in Brasile, Turchia e Sudafrica (Grafico 1.26). Nel 2015 la crescita sarà più elevata grazie al miglior andamento dell'India e di molti paesi africani e mediorientali (tra cui Nigeria, Emirati, Arabia Saudita), al riassetto di Brasile e Turchia e, infine, alla ripartenza dell'Europa emergente, capeggiata dalla Polonia (per approfondimenti su Polonia e Turchia si vedano i riquadri *Polonia: la tigre dell'Est aiutata da cambio flessibile e riforme strutturali* e *Turchia: squilibri da eliminare per migliorare la competitività e continuare a crescere*).

Grafico 1.26

Meno forte la dinamica degli emergenti (PIL, variazioni %, dati a prezzi costanti)



Tra parentesi il peso sul PIL mondiale calcolato a PPA nel 2013.
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

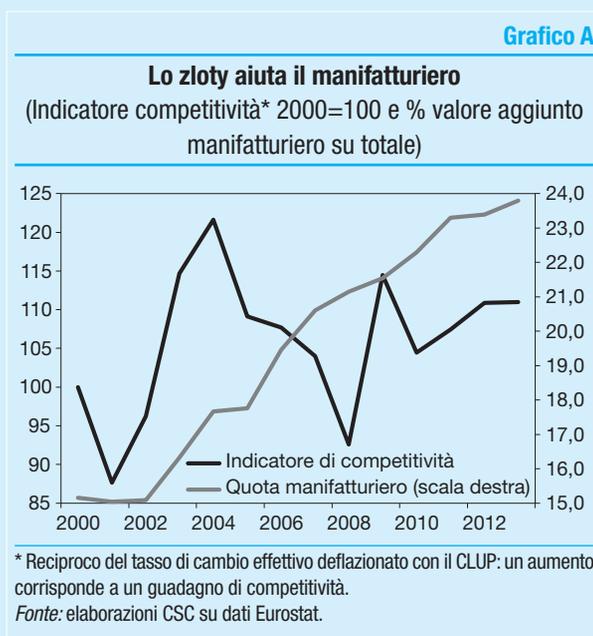
Polonia: la tigre dell'Est aiutata da cambio flessibile e riforme strutturali

La Polonia è la più grande economia post-socialista dell'Unione europea. Le riforme strutturali della transizione e i gradi di libertà concessi dalle politiche macroeconomiche le hanno permesso di evitare la recessione e rafforzare la struttura industriale. Il basso tasso di occupazione, unito al rapido invecchiamento della popolazione, rappresenta il principale ostacolo per la sostenibilità della crescita.

A giugno 2014 la Polonia ha celebrato il 25° anniversario del ritorno della democrazia. Anche grazie alle riforme strutturali implementate senza esitazioni negli anni Novanta, è il principale caso di successo dei paesi in transizione: la breve durata dei primi governi democratici non solo non ha scalfito l'ampio consenso tra cittadini, esperti e politici di ogni schieramento sulla necessità del cambiamento, ma ha paradossalmente protetto il processo riformatore dagli interessi corporativi che volevano mantenere lo *status quo*¹.

Durante la crisi internazionale la Polonia non è mai entrata in recessione e il PIL pro-capite in parità di potere d'acquisto è ormai il 66,8% di quello UE (era il 42,6% nel 1995). Ma lo sviluppo non è stato soltanto economico: sono aumentati gli indici che misurano il benessere percepito e la qualità della vita².

Il peso dell'industria manifatturiera, dopo il calo registrato nei primi anni della transizione (dal 10,8% del 1989 al 7,4% del 1991), è tornato a crescere raggiungendo il 23,8% nel 2013. Ha giocato un ruolo importante la flessibilità di cambio dello zloty, con due importanti svalutazioni nel 2002 e nel 2009 (Grafico A). Ma significativi passi avanti per la competitività sono stati fatti anche grazie alle riforme strutturali, soprattutto quelle che hanno reso più facile fare impresa e potenziato l'investimento in capitale umano. Secondo l'indagine *Doing Business* della Banca Mondiale, negli ultimi 10 anni



¹ Si veda Lehmann H. (2012). "Polonia: dalla transizione allo sviluppo tenendo dritta la barra delle riforme" in Centro Studi Confindustria (2012), *Cambia Italia. Come fare le riforme e tornare a crescere*, Biennale 2012, Roma, SIPI.

² Si veda Piatkowski M. (2013), "Poland's new golden age: shifting from Europe's periphery to Its center", *Policy Research Working Paper 6639*, Banca Mondiale.

il costo per aprire una nuova impresa, misurato in percentuale del reddito pro-capite, si è ridotto di 6,9 punti percentuali e i tempi della giustizia civile sono scesi del 31,5%.

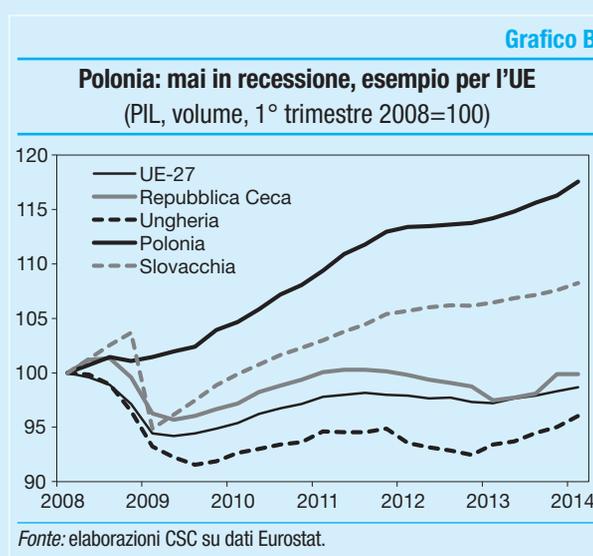
Alla fine degli anni Novanta importanti progressi hanno riguardato l'istruzione: la scelta dell'indirizzo delle superiori è stata rinviata di un anno; è aumentato il numero delle ore di insegnamento e le scuole hanno avuto più autonomia nella scelta dei programmi. Gli effetti positivi hanno riguardato sia la quantità sia la qualità dell'istruzione: nel 2012 fra i 30-34enni i laureati erano il 37% contro il 15% del 2001 e, secondo gli indicatori OCSE-PISA, le competenze in matematica e in lettura dei 16enni sono migliorate sensibilmente portando la Polonia, unico dei paesi in transizione, sopra la media OCSE.

Dopo il rallentamento fra il 2012 e 2013 (crescita tendenziale dal 4,8% del 2° trimestre 2011 allo 0,7% del 1° 2013), dovuto anche alla diminuzione degli investimenti pubblici in infrastrutture, la performance negli ultimi trimestri è nuovamente migliorata grazie alla politica monetaria finalmente espansiva e al traino della Germania: il PIL, che ha ripreso a crescere a ritmi sostenuti (nel 1° trimestre 2014 +1,1% congiunturale e +3,5% tendenziale), è ormai 17,5 punti percentuali più alto rispetto al 1° trimestre 2008 e

il rischio che la crisi ucraina lo frenasse non si è per ora materializzato (Grafico B). Le previsioni del CSC indicano una crescita del 3,2% nel 2014 e del 3,5% nel 2015.

La principale sfida per i prossimi anni è aumentare il tasso di occupazione (60,0% nel 2013), rimasto tra i più bassi della UE, nonostante la crescita. Il rallentamento 2012-2013 ha inoltre lasciato qualche segno sul tasso di disoccupazione (passato dal 6,9% del 4° trimestre 2008 al 10,6% del 1° 2013) e i segnali sono di miglioramento ancora lento (9,7% nel 1° trimestre 2014, -0,9 punti su base annua). Vincere la sfida permetterebbe di attenuare gli effetti negativi dell'invecchiamento della popolazione, dovuti anche a uno dei tassi di fertilità più bassi dell'Unione (1,3 figli per donna nel 2012 contro l'1,6 UE). A questo proposito, desta qualche perplessità la legge approvata all'inizio del 2014 che costituisce un passo indietro rispetto alla riforma del sistema pensionistico³.

³ Si veda Dennis N. (2013), "Pension reform plays out in portfolios", *Financial Times*, 25 novembre e il box a p. 18 in OCSE (2014), *Economic Survey of Poland 2014*, Parigi.



Nonostante una discreta flessibilità in uscita, il mercato del lavoro rimane molto segmentato, a causa della lunghezza delle dispute per le cessazioni non consensuali dei rapporti di lavoro e dell'alta quota di contratti a tempo determinato. I centri per l'impiego sono sottodimensionati e hanno ampi margini di miglioramento sia quantitativi sia qualitativi. Lo scarso sviluppo degli asili nido e delle politiche per il sostegno alla maternità costituiscono una debolezza strutturale per il mercato del lavoro e mantengono basso il tasso di occupazione femminile (53,4% nel 2013, 58,7% nella UE)⁴. I rischi per l'anno in corso rimangono bilanciati. Il principale al ribasso è un nuovo indebolimento dell'Area euro. In particolare, le banche potrebbero risentire di un'improvvisa diminuzione dei flussi di capitali esteri in entrata. Anche se la loro capitalizzazione è migliorata e le mette parzialmente al riparo. La forte competitività di costo e la debole domanda interna hanno, inoltre, migliorato il deficit delle partite correnti (dal -5,1% del PIL nel 2010 al -1,3% del 2013), riducendo il rischio di coinvolgere la Polonia in un effetto contagio innescato dalla volatilità che sta caratterizzando i movimenti di capitale verso i paesi emergenti.

⁴ Si veda OCSE (2014), *Economic Survey of Poland 2014*, Parigi.

I mercati emergenti continueranno a essere un motore importante del PIL mondiale, contribuendo per due terzi alla sua crescita nel 2014 e 2015 (dal 79% nel 2013). Dai BRIC proviene oltre la metà del PIL degli emergenti, essi hanno in comune solo la posizione nella parte alta della classifica; mentre l'andamento e la struttura delle loro economie sono molto diversi. Le previsioni del CSC sono invariate, rispetto a dicembre, per la Cina, riviste all'insù per l'India e all'ingiù per Russia e Brasile.

Cina verso il new normal La Cina crescerà del 7,3% nel 2014 e del 7,0% nel 2015, dopo il 7,7% del 2013. Il paese si sta assestando su ritmi di crescita più bassi e maggiormente basati sulla domanda interna; è il percorso normale di un'economia che raggiunge livelli di PIL pro-capite superiori. Un percorso, per ora, analogo a quello sperimentato dalla Corea che nel 1993 superò la soglia di 10mila dollari di PIL pro-capite a parità di potere di acquisto (PPA), dopo una crescita dello stesso del 10,8% annuo nei dieci anni precedenti; la Cina ha raggiunto la soglia di 9.844 euro nel 2013, dopo una crescita del 10,8% dal 2004 al 2013 (Grafico 1.27).

Le priorità politiche del governo cinese sono cambiate; l'obiettivo non è più soltanto la crescita, ma lo "sviluppo sostenibile", che include l'aumento di consumi e occupazione e una maggiore attenzione all'ambiente. Il Governo ha varato in maggio una serie di misure in questa direzione: attivazione immediata dei progetti di rinnovamento delle infrastrutture

idriche, importanti soprattutto per aumentare la produttività del settore agricolo; sostegno alle industrie innovative (energie alternative, infrastrutture per trasporti e settori tecnologici) attraverso 80 progetti che prevedono partnership tra imprese pubbliche e private, nell'ottica di una maggiore efficienza. Inoltre, in giugno è stato abbassato il tasso di riserva obbligatoria per gli istituti di credito che finanziano il settore agricolo e le società di finanziamento e di leasing, allo scopo di favorire il credito al consumo; questa misura è importante più

per il messaggio che per la portata, giacché per la prima volta si usa la politica monetaria come coadiuvante per raggiungere un obiettivo di medio termine.

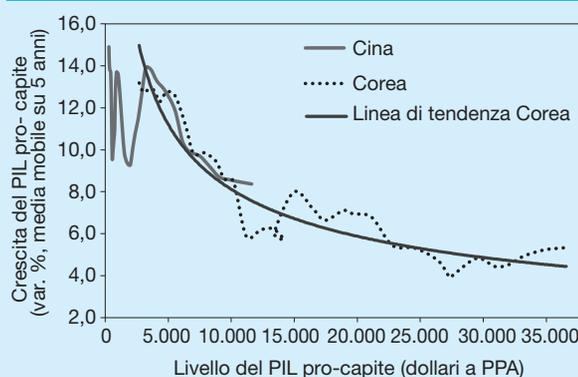
L'insieme di questi provvedimenti segnala che le manovre di politica economica saranno mirate a obiettivi specifici. La nuova direzione politica si riflette anche sugli incentivi degli amministratori pubblici: non più basati sulla crescita del PIL, ma sulla riduzione progressiva delle emissioni di gas nocivi, direttamente collegata al trasferimento di fondi pubblici dal governo centrale. Inoltre, i controlli sui dati pubblicati dalle amministrazioni si annunciano rigidi e falsificazioni di dati ambientali saranno perseguibili anche penalmente, due grandi novità rispetto al passato.

Il governo nei prossimi mesi sarà messo alla prova nella gestione del rallentamento del mercato immobiliare (-8,6% annuo le vendite d'immobili nei primi quattro mesi del 2014 e -20% le nuove costruzioni nel primo trimestre) e nella razionalizzazione degli investimenti pubblici per contenere i debiti delle amministrazioni e delle aziende statali. L'obiettivo sarà di concludere velocemente i progetti già avviati e di iniziarne di nuovi solo ove apportino sostanziali aumenti di produttività (ne è un esempio, il citato rinnovamento delle infrastrutture idriche).

In India effetto-Modi sull'economia Il CSC rivede al rialzo le previsioni per l'India: +5,3% il PIL nel 2014 e +6,3% nel 2015². Un ritmo superiore al 2013 (5,0%), ma inferiore al 7,2% medio del 2000-2007. Lo slancio verrà anzitutto dal miglioramento della fiducia, grazie a

Grafico 1.27

La Cina sulla strada del 'new normal' (PIL pro-capite a PPA, 1981-2015)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

² Per l'India si considera l'anno fiscale che va da aprile a marzo (ad esempio, il 2014, va da aprile 2014 a marzo 2015). Nelle precedenti edizioni di Scenari economici le variazioni del PIL riportate per l'India erano in base all'anno solare.

un governo stabile e orientato alle riforme. Il PMI composito è tornato in area espansiva in maggio (50,7 da 49,5), per la prima volta da tre mesi, con la componente manifatturiera spinta soprattutto dagli ordini (53,2 da 52,5; Grafico 1.28).

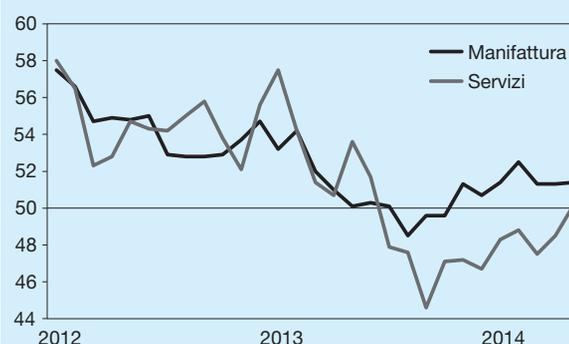
La debolezza dell'economia indiana deriva soprattutto dagli ostacoli allo sviluppo del settore manifatturiero sul quale incidono le infrastrutture fatiscenti, le inefficienze di un sistema economico troppo regolamentato, i progetti d'investimento bloccati da burocrazia e corruzione e le politiche del governo uscente che scoraggiavano gli investimenti esteri, la concorrenza e le collaborazioni tra imprese pubbliche e private.

L'esito della recente tornata elettorale darà nuovo slancio all'economia. Nel breve termine, attraverso maggiore fiducia. Non ci sono spazi per grandi manovre di politica di bilancio e la politica monetaria continuerà a essere restrittiva a causa dell'elevata inflazione. L'agenda del nuovo governo include: miglioramento dei conti pubblici attraverso una spesa più efficiente, investimenti in infrastrutture e sviluppo di settori manifatturieri a elevata intensità di lavoro. Tra questi c'è la ripartenza di molti progetti in stallo, per portare a termine i quali saranno attivate partecipazioni di aziende straniere e la rimozione dei colli di bottiglia creati dal difficile approvvigionamento di carbone e gas (si prevede la partecipazione privata nel settore minerario).

Sul fronte politico, l'aspetto più rilevante è che il partito di Modi, uscito vincitore dalle urne, ha la maggioranza in parlamento e quindi non ha bisogno di alleanze per realizzare le riforme. Il Presidente Modi è stato, per dodici anni, a capo del Gujarat, tra gli stati più dinamici dell'India, ed è stato eletto proprio per replicare i suoi successi a livello federale. Il Governo punta a una maggiore efficienza e modernizzazione anche al proprio interno, tanto che il numero dei ministri è passato da 79 a 45 e i ministeri sono stati raggruppati creando sinergie; si è subito attuato un intenso uso delle tecnologie informatiche per la comunicazione, con il sito del governo costantemente aggiornato e la diffusione delle notizie attraverso Twitter, Facebook e altri canali web. Tutto ciò nell'ottica di dare un chiaro segnale di rinnovamento e pragmatismo.

Grafico 1.28

In India crescita più robusta (Indici PMI; 50=nessuna variazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

Russia frenata da mali vecchi e nuovi

All'opposto il CSC ha ridotto le previsioni per la Russia: +0,5% nel 2014 e +1,5% nel 2015 (dopo il +1,3% del 2013), con rischi al ribasso (Grafico 1.29). In dicembre, prima che si potessero prevedere l'intensità e le conseguenze della crisi ucraina, il CSC stimava una crescita del +2,4% nel 2014 e del +2,8% nel 2015.

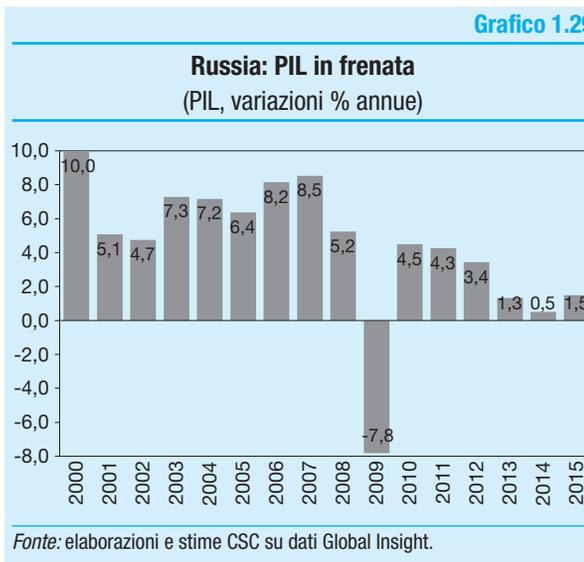
Il PIL russo ha registrato un -2,0% congiunturale annualizzato nel primo trimestre 2014, dal +3,6% nel quarto 2013, frenato dall'export netto e dagli investimenti. Le notizie negative sono conti-

nuate in aprile e maggio: dal *downgrading* di S&P a BBB- alla contrazione delle vendite, con inflazione e tassi d'interesse in aumento. Il PMI composito riflette le difficoltà e indica ulteriore contrazione in primavera, attestandosi a 47,1 in maggio (da 47,6), il valore più basso degli ultimi cinque anni.

L'economia russa resta fragile e oltremodo basata sul settore dell'energia, che rappresenta un quarto del PIL, oltre il 70% dell'export e la metà delle entrate del governo. I legami economici e finanziari con l'Europa sono strettissimi, tanto che l'export russo nel Vecchio continente è pari al 10% del suo PIL. La crisi ucraina ha generato grande incertezza che si è tradotta nell'atteggiamento conservativo degli operatori in attesa di una svolta; ciò sta frenando gli scambi di beni intermedi e d'investimento con la UE e lo sviluppo di nuovi rapporti commerciali in tutti i settori. La crisi ucraina ha anche rimesso in discussione progetti infrastrutturali internazionali di enorme portata nel settore energetico, già avviati o da avviare, con danni per le aziende statali russe e anche per i partner privati europei. È stato recentemente siglato un accordo con la Cina, per una fornitura trentennale di gas da 38 miliardi di metri cubi all'anno, a partire dal 2018, pari a un terzo delle esportazioni destinate all'Europa. Il negoziato era in corso da dieci anni, ma è stato concluso solo adesso perché il governo russo ha sensibilmente abbassato il prezzo. Questo accordo solo in parte bilancerebbe la diminuzione delle vendite all'Europa, già avvenuta o che potrebbe ulteriormente avvenire, a seguito delle tensioni internazionali; i giacimenti da cui estrarre sono diversi da quelli utilizzati per rifornire l'UE e presuppongono ingenti investimenti in infrastrutture.

Oltre a essere un importante fornitore di energia, la Russia è per i principali paesi europei un mercato rilevante, non tanto per la dimensione attuale, quanto per il potenziale di cre-

Grafico 1.29



scita; il prolungamento del periodo di bassa crescita inciderebbe sulle prospettive di allargamento del mercato³. Nel 2013 il paese ha assorbito il 4,7% delle esportazioni dell'Euro area e il 2,6% di quelle dell'Italia; le banche italiane, tedesche e francesi insieme hanno crediti in Russia per 76 miliardi di euro, corrispondenti in media allo 0,4% del loro attivo.

In Brasile pesa la stretta creditizia Le previsioni del CSC sono riviste a ribasso anche per il Brasile: +1,5% nel 2014 e +2,0% nel 2015, dopo il +2,5% del 2013 (in dicembre si stimava +2,8% e +3,2%). Il PIL brasiliano ha registrato un +0,8% congiunturale annualizzato nel primo trimestre 2014, da +1,6% nel quarto 2013, con investimenti ed export in contrazione, consumi sostanzialmente stazionari e spesa pubblica e import in crescita. Il prossimo anno sarà migliore, principalmente grazie al miglioramento del contesto internazionale e all'atteso aumento di fiducia dopo le elezioni presidenziali.

Il 5 ottobre, infatti, i brasiliani saranno chiamati alle urne e ciò, in condizioni normali, dovrebbe comportare una maggiore spesa pubblica a fini elettorali; tuttavia, il deficit di bilancio è in aumento e le agenzie di rating hanno avvertito che se non ci saranno interventi effettueranno il *downgrading*. Il governo già in febbraio ha comunicato un taglio del budget pari allo 0,9% del PIL.

A tenere a freno l'economia brasiliana è soprattutto la scarsa fiducia degli operatori, visti anche i pochi margini di manovra del governo. Il PMI composito è in area di contrazione (49,8 in maggio), spinto all'ingiù dalla componente manifatturiera (48,8), ai minimi da dieci mesi. L'indicatore di fiducia delle imprese è al punto più basso dal giugno 2009 (48,0, da 49,2) e la fiducia dei consumatori è ai minimi dall'aprile 2009 (107,6 in maggio).

Il paese si trova in un circolo vizioso in cui gli investimenti non ripartono perché gli operatori non credono in un rilancio dell'economia e l'economia non cresce in mancanza di investimenti; il 2013 è stato un buon anno per gli acquisti di beni capitali e le infrastrutture ma lo slancio si è esaurito.

I consumi sono stati per lungo tempo il traino dell'economia; ancor più dal 2006, quando i salari minimi sono stati indicizzati all'inflazione e alla crescita del PIL. Negli anni successivi molti brasiliani sono usciti dalla classe povera per accedere alla media, sono stati creati posti di lavoro ed è migliorato l'accesso al credito per le famiglie; le banche erano disponibili a concedere prestiti, seppur a tassi d'interesse molto elevati, mentre il reddito disponibile continuava a salire. Nel corso del 2012 l'indebitamento delle famiglie è aumentato e a partire dal 2013 i tassi, già elevati, sono tornati ad aumentare, così il servizio del debito ha cominciato a erodere sempre più il reddito disponibile. Le famiglie sono diventate più pru-

³ Per un approfondimento sul mercato russo si veda CSC e Prometeia, *Esportare la dolce vita. Il bello e ben fatto nei nuovi mercati. Cultura, strategie delle imprese e focus Russia*, maggio 2014.

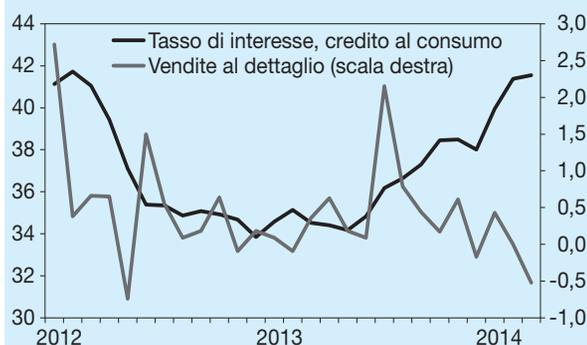
denti nel contrarre nuovi prestiti e quindi hanno ridotto la spesa finanziata dal credito; tendenze che non sono previste invertirsi, almeno quest'anno (Grafico 1.30).

Non è fantaeconomia legare le prossime evoluzioni della congiuntura brasiliana all'esito dei mondiali di calcio organizzati proprio in Brasile.

Grafico 1.30

Forbice brasiliana tra tassi e vendite

(Tassi di interesse sul credito al consumo e vendite al dettaglio in volume destagionalizzate; % e variazioni % mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca Centrale del Brasile.

Turchia: squilibri da eliminare per migliorare la competitività e continuare a crescere

La Turchia è uno dei paesi emergenti più dinamici. Per le sue caratteristiche economiche e demografiche è stata inserita tra i MINT, il gruppo di quattro economie (le altre sono Messico, Indonesia e Nigeria) che domineranno la scena della crescita mondiale dopo i BRICS. Tuttavia il paese presenta diverse contraddizioni: alle molte luci si affiancano alcune ombre, tanto da essere stata recentemente considerata una delle *Fragile Five*, ossia le cinque economie che presentano squilibri tali da renderle vulnerabili ai rapidi cambiamenti di direzione dei flussi di capitali¹.

L'economia è cresciuta negli anni 80 e 90 a un ritmo medio annuo del 4% ed è stata protagonista di uno sviluppo molto dinamico anche negli ultimi 15 anni, durante i quali si sono verificati pure la crisi di bilancia dei pagamenti del 2001, da cui il paese è uscito grazie al prestito da 25 miliardi di dollari dell'FMI, e la grande crisi globale con la grave recessione del 2009. Dal 2002 al 2008 il PIL turco è aumentato in media del 5,9% l'anno, ritmo recuperato dal 2010 al 2013 (+6,0%, con punte di +9,2% nel 2010 e +8,8% nel 2011), dopo la profonda flessione del 2009 (-4,8%). La previsione del CSC è di un incremento del PIL del 2,5% nel 2014 e del 3,3% nel 2015.

Nel periodo 2002-2013 il partito conservatore islamico moderato AKP (Partito per la Giustizia e lo Sviluppo, in turco *Adalet ve Kalkınma Partisi*) ha dominato la scena politica ininterrottamente e il quadro macroeconomico si è relativamente consolidato, tanto da aver attraversato la crisi subendo pochi danni. L'inflazione è scesa a una cifra, anche se è an-

¹ Le rimanenti quattro sono: India, Brasile, Indonesia e Sudafrica.

cora al di sopra del target del 5% fissato dalla Banca centrale, il debito pubblico è sceso dal 74% al 36% del PIL, il paese ha riconquistato la fiducia degli investitori, anche grazie all'avvio nel 2005 del processo di adesione all'UE, e ha ricevuto importanti flussi di capitali (Tabella A).

Il *catching-up* verso i livelli di reddito europei è stato reso possibile dall'implementazione di alcune riforme strutturali, tra cui la patrimonializzazione del sistema bancario, e di politiche economiche finalizzate, oltre che alla disinflazione e al consolidamento

dei conti pubblici, anche all'aumento della domanda interna, particolarmente dei consumi e degli investimenti privati in costruzioni, e all'attrazione di capitali esteri per finanziare faraonici progetti infrastrutturali.

La repubblica del Bosforo era nel 2013 la 16^a economia del mondo per PIL a parità di potere d'acquisto (PPA). Per PIL pro-capite (a PPA) è 67^a. Il reddito per abitante è pari al 47,8% di quello UE (era il 34,6% nel 2002). L'output manifatturiero vanta una quota dello 0,9% su quello mondiale (l'Italia detiene il 2,6%, tre volte tanto), ponendo la Turchia al 19° posto nella graduatoria globale elaborata dal CSC. Il peso del settore manifatturiero sul totale dell'economia turca, misurato sul valore aggiunto a prezzi costanti, è salito dal 23,2% nel 2000 al 24,1% nel 2013, ma l'industrializzazione si è finora realizzata con una specializzazione in prodotti a valore aggiunto e contenuto tecnologico medio-bassi.

Tra i vantaggi competitivi che continueranno a favorire il dinamismo dell'economia turca ci sono la posizione geografica, che la rende naturale ponte tra Asia ed Europa e partner privilegiato dell'Unione europea, con cui le trattative per l'adesione sono state riprese nel novembre 2013, e il fattore demografico. Con una popolazione di 76,7 milioni di abitanti nel 2013, prevista aumentare a 93,5 milioni nel 2050, la Turchia sarebbe non solo il secondo paese più popoloso dell'UE, ma anche il più giovane: le persone sotto i 15 anni sono pari al 24,6% del totale e quelle sotto i 30 al 49,3%; per ogni individuo con più di 65 anni ce ne sono 8 in età lavorativa, il secondo rapporto più alto tra i paesi OCSE, la cui media è 4,2. Come conseguenza dell'invecchiamento della popolazione, tale rapporto è però atteso calare a 2,7 nel 2050, restando comunque al di sopra del 2,1 medio dell'OCSE.

Tabella A

Turchia: economia dinamica e popolazione giovane

	1990	2002	2013
PIL a prezzi costanti (indice 1990=100)	100	143,5	242,9
Posizione per PIL a PPA	15 ^a	17 ^a	16 ^a
PIL pro-capite PPA (% UE)	37,1	34,6	47,8
Valore aggiunto manifatturiero (% totale)	23,2	23,7	24,1
Disoccupati (% forza lavoro)	8,0	10,3	9,7
Inflazione (%)	60,3	45,1	7,5
Debito pubblico (% PIL)	n.d.	74,0	35,8
Deficit partite correnti (% PIL)	1,3	0,3	7,9
Popolazione (milioni di abitanti)	56,5	66,0	76,7
Popolazione con meno di 15 anni (%)	35,0	28,4	24,6

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI, OCSE, TurkStat.

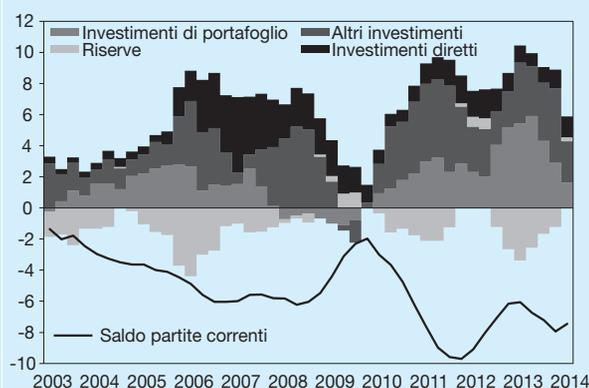
La classe media sta ampliandosi, anche se aumentano le disuguaglianze: l'indice di Gini è il terzo più alto nell'OCSE (0,41). Tuttavia, la spesa dei consumatori, che è salita molto fino a rappresentare i due terzi del PIL, è stata sempre più sostenuta dal ricorso al debito, che è passato dal 4,7% del reddito disponibile nel 2002 al 55,2% del 2013. Mentre il tasso di risparmio è calato drasticamente, dal 23,0% degli anni 90 al 12,7% nel 2010. Ciò indica che la dinamica dei consumi non è sostenibile senza un'accelerazione del reddito e, probabilmente, una redistribuzione che favorisca le classi meno agiate e con maggior propensione alla spesa.

Nel quadro macroeconomico preoccupa l'alta esposizione debitoria con l'estero, accumulata attraverso i cospicui deficit delle partite correnti (7,9% del PIL nel 2013). Alla cui origine si possono individuare: il modello di crescita che negli anni Duemila ha favorito la domanda interna; l'eccessiva dipendenza della Turchia dalle importazioni di beni energetici e intermedi; il rallentamento negli ultimi anni delle importazioni da parte dell'UE. Il deficit è stato finanziato tra il 2006 e il 2008 per oltre la metà con investimenti diretti esteri (IDE), quindi stabili; ma dopo la recessione del 2009 gli investimenti di portafoglio, in arrivo dai paesi avanzati alla ricerca di opportunità di *carry-trade* e per questo più volatili, hanno superato gli IDE, la cui quota di finanziamento del deficit corrente è scesa dal 2011 sotto al 20% (Grafico A). Ciò ha reso il paese vulnerabile alle fughe di capitali; è questa la ragione per cui la Turchia è stata inserita, oltre che tra i MINT, anche nel gruppo dei *Fragile Five*, i paesi più soggetti alla volatilità dei capitali esteri da cui dipendono per il finanziamento del loro ingente deficit corrente.

La forte svalutazione della lira realizzatasi tra dicembre 2013 e gennaio 2014 (-13%), stoppata dall'intervento forse tardivo della Banca centrale che ha alzato il tasso di riferimento di 550 punti base in un sol colpo a fine gennaio, ha riequilibrato solo in parte la bilancia dei pagamenti: nel 1° trimestre 2014, pur in presenza di un aumento del 9,7% annuo delle esportazioni, si è verificata ancora una fuoriuscita netta di investimenti di portafoglio per 2,5 miliardi di dollari che, se protratta, metterebbe in crisi il finanziamento del deficit estero e potrebbe portare a una nuova crisi di bilancia dei pagamenti paragonabile a quella

Grafico A

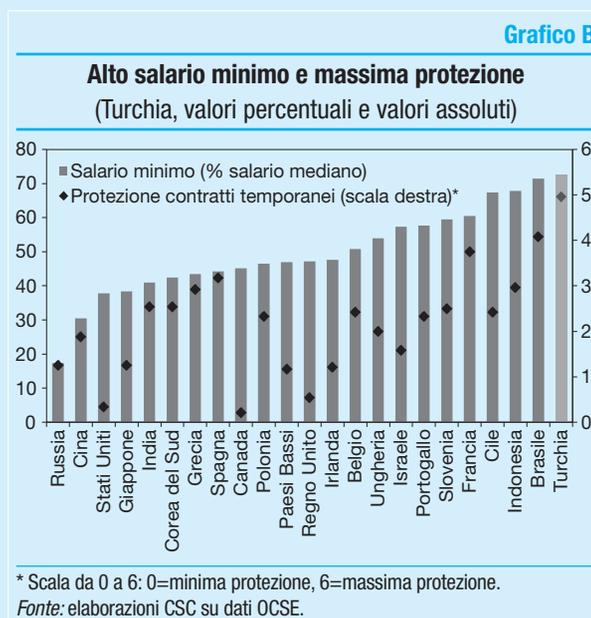
Deficit corrente elevato e mal finanziato
(Turchia, bilancia dei pagamenti, componenti in % del PIL, dati trimestrali, media mobile a 4 termini)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

del 2001. La fuga di capitali, che a giudicare dall'andamento della Borsa nel secondo trimestre sembra essersi fermata, trova ragione anche nelle tensioni politiche interne.

Per attrarre capitali a lunga scadenza e migliorare il potenziale di crescita di lungo periodo vanno corretti, attraverso nuove riforme strutturali, i fattori che condizionano la competitività. Innanzitutto, le inefficienze del mercato del lavoro. Pur presentando un livello di disoccupazione inferiore a quello medio UE, la Turchia ha avuto nel 2013 il secondo più basso tasso di occupazione tra i paesi OCSE (49,7%) e il più basso tasso di occupazione femminile (29,8%). Le rigidità del mercato del lavoro causano la creazione di posti di lavoro irregolari: la legislazione a protezione dei contratti temporanei è la più restrittiva a livello OCSE e il salario minimo è relativamente alto, essendo pari a oltre il 70% del salario mediano (Grafico B).



La produttività e, quindi, la competitività del paese sono condizionate anche dalle competenze ancora di basso livello della maggior parte della forza lavoro. Investire per migliorare l'istruzione e, conseguentemente, la specializzazione delle produzioni, è fondamentale per rafforzare il potenziale di crescita di lungo periodo. Alcuni passi avanti sono stati fatti: la riforma del 2012 ha allungato la scuola dell'obbligo da otto a dodici anni, e i test OCSE-PISA dicono che le competenze in *numeracy* dei 16enni, partendo da livelli bassi, sono aumentate dal 2003 al 2012 più che in tutti gli altri paesi OCSE, eccezion fatta per Polonia e Messico.

Preoccupa, infine, la deriva autoritaria intrapresa dal Governo nell'ultimo anno: dai fatti di piazza Taksim del giugno 2013 fino agli scontri in seguito alla tragedia nella miniera di Soma del maggio 2014, passando per lo scandalo corruzione di dicembre 2013, che ha indotto alle dimissioni tre ministri ma ha portato pure, come reazione governativa, a sostituire i vertici della polizia e della magistratura incaricata di indagare sul caso. Lo stesso ruvido atteggiamento è stato utilizzato in occasione di ogni episodio di contestazione alla leadership dell'AKP e quindi al Premier Erdogan, che ha risposto con provvedimenti

come la chiusura di Twitter (poi dichiarata incostituzionale), la legge “censura” di internet e la norma che mette la magistratura sotto il controllo diretto del ministero della Giustizia, minandone l’indipendenza. La libertà di espressione è compromessa: la Turchia è 154^a su 179 paesi nella classifica *Press Freedom Index* di Reporter senza frontiere ed è stata nel 2013 per il secondo anno consecutivo la nazione con il più alto numero di giornalisti incarcerati (40 nel 2013, davanti all’Iran con 35).

Tra luci e ombre, le prime prevalgono sulle seconde, le quali appaiono essere più il frutto di un debole passato che indizi di un debole futuro. Le possibilità dell’economia turca di confermarsi importante partner-concorrente delle economie UE dipenderà dalla capacità della classe politica di fare quelle riforme strutturali che lo stesso Presidente della repubblica, Gul, ha più volte invocato².

² Le elezioni amministrative del marzo 2014 sono state vinte dall’AKP, specialmente nelle zone rurali. Da questo punto di vista il paese ha dimostrato di rimanere in bilico tra modernizzazione e conservazione. Si voterà ancora per le presidenziali in agosto 2014 e per le parlamentari nel 2015.

Scende lentamente il prezzo del petrolio

Nello scenario CSC, il prezzo del Brent scende a 106 dollari al barile nel 2014 (da 108,9 nel 2013), grazie alla maggiore dinamica dell’offerta mondiale di greggio rispetto alla domanda, che rimette in equilibrio il mercato fisico. Nel 2015 le quotazioni caleranno ancora (104 dollari), dato l’aumento dell’offerta che supererà quello della domanda. Questo scenario ipotizza che i prezzi scendano nella seconda metà di quest’anno, per l’attenuarsi delle tensioni geopolitiche che hanno finora frenato la produzione in vari paesi. L’evoluzione recente in Iraq non va, però, in questa direzione.

A guidare il prezzo al ribasso sarà il proseguimento della risalita della capacità inutilizzata OPEC: 2,1 mbg a maggio (2,3% del consumo mondiale), da un minimo di 1,6 mbg nell’agosto 2013. A fine 2014 è stimata a 2,7 mbg e poi a 4,1 mbg a fine 2015 (4,4%), man mano che gli impianti bloccati torneranno operativi (previsioni *Energy Information Administration*, EIA). Il cuscinetto OPEC è concentrato nei paesi del Medio Oriente, in particolare in Arabia Saudita e viene usato per mantenere il prezzo vicino al valore di riferimento non ufficiale di 100 dollari a barile.

Greggio caro, ma più stabile

Il prezzo del Brent è a 111,6 dollari in media a giugno, in aumento su maggio, ma sugli stessi livelli di dicembre. Ma nella seconda decade di giugno ha superato i 115 dollari a causa dei nuovi combattimenti in Iraq. I ripetuti inattesi blocchi dell’offerta in Libia pure sostengono il prezzo. In ogni modo, la capacità produttiva OPEC è salita a 31,7 mbg a maggio, da un minimo di 31,1 a novembre, ma resta bassa (33,5 nell’agosto 2012).

Il prezzo del Brent si trova da quattro anni poco sopra i 100 dollari (108,9 dollari nei primi sei mesi del 2014). La ragione di fondo di tali elevate quotazioni è la crescente domanda dei paesi emergenti che spinge ad aumentare l'offerta da giacimenti che hanno maggiori costi marginali di estrazione, soprattutto quelli non convenzionali come lo *shale-oil*, che occupa una quota crescente dell'offerta mondiale.

Rispetto al recente passato, in particolare al periodo 2007-2009, le oscillazioni di prezzo avvengono in una fascia molto più ristretta (Grafico 1.31), nonostante le entrate e le uscite di capitali finanziari nel mercato del petrolio, che tendono ad ampliare le fluttuazioni delle quotazioni indotte dalle condizioni del mercato fisico. La minore volatilità del prezzo del Brent è un fatto positivo per le imprese utilizzatrici di energia, perché tende a stabilizzarne i relativi costi, sebbene a un livello elevato.

Si è ridotto negli ultimi mesi il divario tra il prezzo del Brent europeo e quello del WTI americano, molto simili qualitativamente: +6 dollari al barile a giugno, da +19 dollari nel luglio 2013. La costruzione di nuovi oleodotti negli USA sta riducendo i costi di trasporto della crescente produzione di *shale-oil* dall'interno del continente americano fino alle raffinerie della costa sud-est. Ciò ha ridotto l'anomalo accumulo di scorte nel luogo fisico di formazione del prezzo negli USA, dovuto anche al divieto di esportare il greggio estratto negli USA.

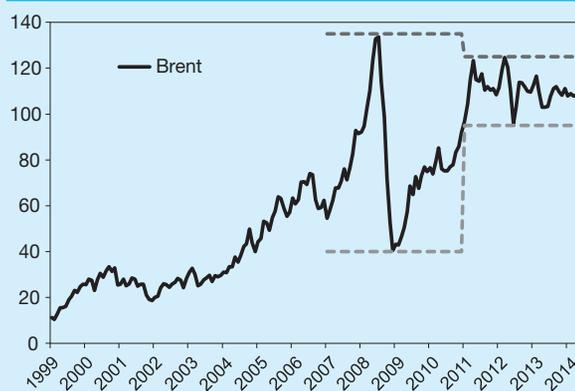
L'offerta di greggio supera la domanda La domanda mondiale di greggio è stimata in aumento di 1,3 mbg nel 2014. L'incremento si realizza interamente nei paesi emergenti. Il consumo negli avanzati, invece, è invariato.

L'offerta mondiale cresce più della domanda: +1,5 mbg nel 2014. In base a tali andamenti, nella media del 2014 la produzione pareggerà esattamente la domanda (nel 2013 quest'ultima era superiore di 0,2 mbg). Le scorte di greggio nei paesi OCSE cresceranno di 15 milioni di barili.

L'aumento dell'offerta proviene tutto dai paesi non-OPEC, in particolare dal boom dello *shale-oil* negli USA (+1,2 mbg). Se questo trend proseguisse, la prima economia mondiale arriverebbe presto all'autosufficienza energetica, modificando in misura significativa i flussi internazionali del commercio di greggio.

Grafico 1.31

Oscillazioni meno ampie nel prezzo del petrolio (Quotazione in dollari per barile, dati mensili)



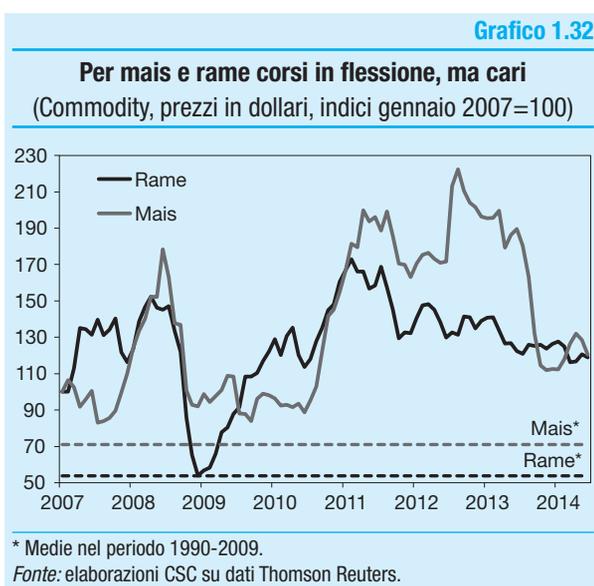
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

La produzione OPEC, invece, resterà immutata nel 2014. L'Arabia Saudita tiene bassi i livelli estrattivi (9,7 mbg a maggio, da 10,2 nell'agosto 2013); in Libia la produzione è tornata vicina allo zero, a causa delle nuove tensioni politiche (0,2 mbg a maggio, 1,5 nell'aprile 2013); in Iran l'estrazione si è ormai stabilizzata a ritmi ridotti, a seguito delle sanzioni (2,8 mbg a maggio, 3,7 nel 2011). In Iraq, viceversa, l'estrazione è risalita ai massimi (3,3 mbg a maggio), ma si teme possa calare di nuovo. Nel complesso l'OPEC sta perdendo lentamente quote di mercato: 39,4% della produzione mondiale nel 2014, da 41,3% nel 2012. Tuttavia, detiene gran parte delle riserve di petrolio e perciò nel medio termine resterà la guida del mercato.

Nel 2015, sulla scia della ripresa economica globale, la domanda di greggio registrerà un ulteriore aumento di +1,3 mbg, ancora una volta tutto dagli emergenti. L'offerta resterà più dinamica (+1,4 mbg), in gran parte grazie all'espansione negli USA (+1,0). Ciò porterà al sorpasso della produzione sui consumi per 0,1 mbg e a un nuovo accumulo di scorte (+14 milioni di barili nei paesi OCSE). I fondamentali del mercato fisico, dunque, tendono a indebolire i prezzi nell'intero biennio di previsione.

Care le commodity non-oil

Gli andamenti dei prezzi delle commodity non-energetiche sono piuttosto diversificati. La caduta delle quotazioni dei cereali si è fermata: il mais registra un +6,9% a giugno rispetto a dicembre (nel 2013 era caduto del -42,6%), il grano un +10,6% (-30,7%). Tra i metalli non ferrosi, prosegue invece il calo del rame: -5,9% a giugno su dicembre (-9,1% nel 2013). Tra le fibre tessili, il prezzo del cotone continua a salire (+1,9%, dopo +11,5%). Le quotazioni sono, in generale, superiori alle medie di lungo periodo: +36% il cotone rispetto ai livelli del 1990-2009, +44% il grano, +70% il mais, +121% il rame (Grafico 1.32).



La domanda mondiale di commodity cresce, in generale, per la richiesta degli emergenti. Quest'anno ha accelerato rispetto al 2013. L'andamento dell'offerta, invece, è piuttosto diversificato. La produzione di cotone è in flessione da tre anni, ma resta molto superiore alla domanda, che aumenta poco (stime *United States Department for Agriculture, USDA*). Gli stock di cotone sono saliti ai massimi storici: 91,5% del consumo nel 2014/2015 (da 39,7% nel 2009/2010). Il raccolto di mais, invece, è ai massimi storici nella stagione 2014/2015, ma riesce a fatica a tenere il ritmo di una domanda in rapida espansione. Le scorte di mais

stanno salendo lentamente, al 18,9% del consumo mondiale, da un minimo di 15,2% nel 2010/2011.

Prezzi alimentari giù, rincari nel 2015 per le non-food

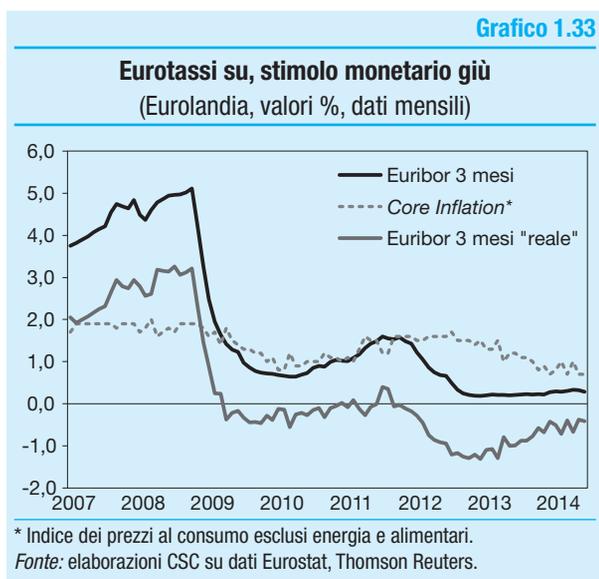
Le quotazioni delle commodity alimentari registreranno nel complesso un calo nella media del 2014 (-3,3%; previsioni Banca Mondiale). L'equilibrio di tali mercati resta fragile, esposto ai fenomeni atmosferici. Anche in altri mercati la produzione di commodity quest'anno sarà relativamente abbondante rispetto alla richiesta. Ciò determinerà prezzi in calo, sia per i metalli non ferrosi (-4,4%) sia per le commodity agricole *non-food* (-0,4%).

Nel 2015 il consumo mondiale crescerà di più. Secondo le stime della Banca Mondiale, le quotazioni delle commodity alimentari continueranno a scendere, segnando un ulteriore -1,4%, grazie alla buona tenuta della produzione. Viceversa, per le *non-food* si verificherà un'inversione di tendenza, dovuta al sorpasso della domanda sull'offerta; i prezzi delle materie di origine agricola segneranno un +2,0%, quelli dei metalli non ferrosi un +1,0%.

BCE: tassi nominali minimi, reali in salita

Nello scenario CSC la BCE manterrà il tasso di riferimento allo 0,15% lungo tutto l'orizzonte previsivo. La limatura decisa a giugno (da 0,25%) punta a fronteggiare il rischio di deflazione, aumentato da inizio anno. Contestualmente, il tasso sui depositi è stato portato per la prima volta in territorio negativo (-0,10%). La BCE ha sottolineato che i tassi resteranno a lungo ai livelli attuali.

La riduzione dei tassi, attesa dal CSC, è pienamente giustificata dalla dinamica troppo bassa, da troppo tempo, dei prezzi al consumo. A maggio l'indice *core*, esclusi energetici e alimentari, ha registrato +0,7% annuo e l'indice totale +0,5%, un punto e mezzo sotto l'obiettivo BCE (+2,0%), nonostante l'attività economica in Eurolandia sia in risalita (si veda il riquadro *Misure dei prezzi "gonfiate"? Eurolandia in deflazione e BCE in errore?*). Per sostenere la ripresa è cruciale che la BCE riesca a tenere basso il tasso in termini reali, che viene invece alzato dal calo dell'inflazione (Grafico 1.33).



L'Euribor a tre mesi è sceso allo 0,26% a giugno (da 0,35% a fine aprile), sulla scia del taglio BCE. Si trova poco sopra il tasso ufficiale. In termini reali (tolta l'inflazione *core*) il tasso interbancario è risalito: -0,4% a giugno, da -1,3% a inizio 2013. Nello scenario CSC l'Euribor si manterrà appena sopra il tasso BCE: 0,23% in media nel 2014 e 0,18% nel 2015. Le indicazioni che vengono dai *future* sono di un Euribor stabile allo 0,20% fino a tutto il 2015. In termini reali, il tasso di mercato si posizionerà a -0,6% nel 2014 e a -0,8% nel 2015, valori espansivi ma non quanto quelli USA.

Il mercato interbancario è ancora frammentato e la liquidità che vi viene scambiata resta scarsa, nonostante i progressi nell'ultimo anno. Persistono, infatti, dubbi sulla qualità degli attivi delle banche in vari paesi di Eurolandia. Il buon esito della valutazione approfondita degli asset e degli stress test condotti da BCE ed EBA è cruciale per sbloccare, da fine 2014, questo fondamentale canale di finanziamento.

Misure dei prezzi "gonfiate"? Eurolandia in deflazione e BCE in errore?

L'obiettivo principe della politica monetaria in Eurolandia è la stabilità dei prezzi, definita come una dinamica dei prezzi al consumo inferiore ma vicina al 2,0% annuo. Tuttavia, se gli uffici di statistica non riescono a considerare pienamente il miglioramento qualitativo dei prodotti e il cambiamento della struttura dei consumi e dei punti vendita, rischiano di sovrastimare l'inflazione. In una fase di prezzi freddi, come quella attuale, ciò può significare che l'economia si trovi vicina alla deflazione, o addirittura in deflazione, ben più di quanto misurino i dati. In generale, poi, la politica monetaria risulterebbe sempre eccessivamente restrittiva. Negli ultimi anni i miglioramenti delle tecniche statistiche hanno ridotto le distorsioni nella misurazione dell'inflazione, ma non le hanno azzerate. Tanto che la BCE considera esplicitamente la presenza di un errore verso l'alto nei dati sulla dinamica dei prezzi. Non ne conosce, tuttavia, l'esatta entità e quindi non lo può incorporare nelle sue decisioni. Tanto più che deve render conto del suo operato a istituzioni e a un'opinione pubblica che considerano le misure dell'inflazione al loro valore facciale e che, anzi, hanno una percezione dell'aumento dei prezzi superiore a quello indicato dalle statistiche.

L'errore nella misurazione dei prezzi: il caso USA

La Commissione Boskin nel 1996 stimò che negli USA la variazione annua dell'indice dei prezzi al consumo, rispetto al "vero" andamento del costo della vita, fosse calcolata sistematicamente per eccesso di un ammontare pari a 1,1 punti percentuali. L'errore era ricondotto a tre fattori: paniere di beni e servizi, i cui prezzi vengono rilevati, mantenuto

a lungo fisso; rilevazioni in un set immutato di esercizi commerciali; mancata correzione per il miglioramento della qualità dei beni. Quest'ultimo era la principale causa di distorsione (contando per 0,6 punti percentuali); il mancato adeguamento del paniere al cambiamento dei comportamenti di spesa dei consumatori era la seconda (0,4 punti), mentre l'effetto dell'immutabilità dei punti vendita era marginale (0,1 punti).

Anche come conseguenza di tali stime, l'istituto di statistica che negli USA ha il compito di misurare la dinamica dei prezzi (il *Bureau of Labour Statistics*, BLS) ha realizzato numerose correzioni e innovazioni nella costruzione degli indici dei prezzi al consumo. Secondo numerosi analisti, la distorsione è stata progressivamente ridotta. Robert Gordon, membro della Commissione Boskin, ha stimato che nel 2002 era già scesa a 0,65 punti. Uno studio dello stesso BLS pubblicato nel 2012 sostiene che sia stata ulteriormente limata, grazie alle migliorie degli ultimi anni.

Le indagini annuali sulla spesa delle famiglie e sui punti vendita e il conseguente adeguamento del paniere e delle rilevazioni statistiche consentono oggi di avere indici dei prezzi molto più affidabili.

Riguardo alla correzione della dinamica dei prezzi per inglobare la variazione della qualità, negli USA c'è una consolidata tradizione. Il BLS utilizza, in particolare, la tecnica dei "prezzi edonici": si stima con procedure econometriche il valore economico di specifiche caratteristiche del bene, per poter calcolare il mutamento della qualità e quindi correggere la variazione di prezzo. Tale tecnica è applicata per una lunga lista di beni e tra 1998 e 2000 è stata introdotta per computer, televisioni e altri prodotti tecnologici e per varie voci dell'abbigliamento e delle calzature¹. Questi beni hanno un peso ridotto nell'indice generale dei prezzi (2,9%)².

Anche l'UE corregge l'indice dei prezzi

Esistono varie differenze nelle procedure di calcolo degli indici dei prezzi al consumo adottate da Eurostat rispetto a quanto fatto dal BLS. Va detto che, date le differenze tra l'economia USA e quella di Eurolandia nella struttura dei consumi, nell'evoluzione tecnologica e nella distribuzione commerciale, non è da escludere che i vari fattori individuati dalla Commissione Boskin distorcano in misura diversa la rilevazione dei prezzi.

¹ Dal 2003 il BLS ha deciso di abbandonare la tecnica dei prezzi edonici per i computer, in quanto stime basate sul costo di una serie di caratteristiche del prodotto si sono rivelate più attendibili.

² L'idea molto diffusa secondo cui la qualità dei prodotti è sempre e solo crescente non è confermata nella realtà. L'aggiustamento per la qualità può andare in entrambe le direzioni, a seconda che il nuovo prodotto sia di qualità superiore o inferiore rispetto al vecchio. Negli USA, il BLS calcola che l'effetto netto dell'applicazione dei prezzi edonici sia vicino allo zero, dato che per alcuni beni la variazione di prezzo risulta ridotta con la correzione (qualità crescente), per altri invece risulta accresciuta (qualità calante).

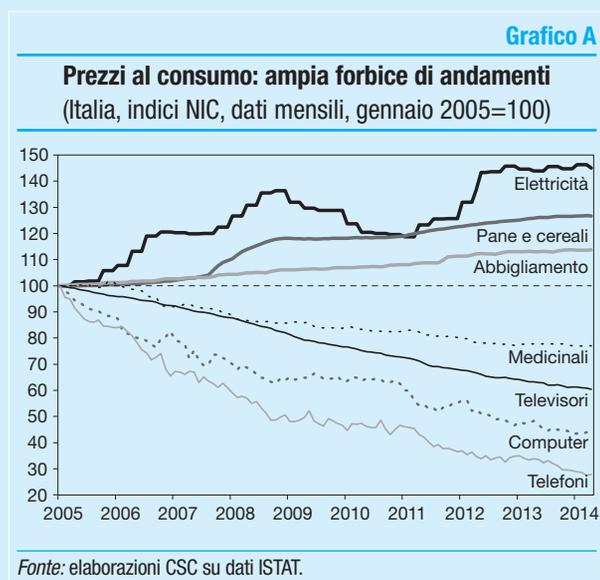
Sull'aggiustamento per la qualità dei beni l'Europa è più indietro, sebbene negli ultimi anni si stiano facendo grandi sforzi. Per calcolare quanta parte della variazione dei prezzi è spiegata dal miglioramento qualitativo si utilizzano poco i metodi di stima esplicita, quali i prezzi edonici. Eurostat sta omogeneizzando le procedure seguite a livello nazionale e ha individuato *best practice* sviluppate dai diversi istituti di statistica nazionali che gli altri paesi dovranno adottare.

Su altri aspetti la metodologia è all'altezza di quella americana. L'aggiornamento annuale del paniere di beni e servizi viene realizzato da diversi anni (l'ISTAT lo fa dal 1999). Anche la lista dei punti vendita dove vengono rilevati i prezzi viene aggiornata ogni anno.

Cosa si fa in Italia

Le tecniche di rilevazione e stima dell'indice dei prezzi in Italia sono migliorate molto negli ultimi anni. Per tener conto dei mutamenti della qualità dei beni, l'ISTAT adotta un approccio "caso per caso". I metodi seguiti sono vari: *sovrapposizione*, *bridged overlap*, *class mean imputation*, *comparazione diretta*, *segmenti omogenei*. In un recente passato, invece, applicava indistintamente il metodo della *sovrapposizione*³, che lo stesso ISTAT giudicava inadatto per molti prodotti. Tali metodi comportano spesso ipotesi *ad hoc*. In alcuni casi significativi, comunque, l'ISTAT realizza già stime esplicite della variazione della qualità dei beni.

La correzione per l'aumento della qualità effettuata dall'ISTAT spiega gran parte delle significative riduzioni registrate nell'ultimo decennio dagli indici dei prezzi al consumo per alcuni dei beni a elevato contenuto tecnologico: telefoni -72% nel 2014 rispetto al 2005, computer -56%, televisori -40% (Grafico A). Si tratta di beni che hanno registrato



³ Il metodo della *sovrapposizione* consiste nel rilevare, per un mese, il prezzo del nuovo prodotto insieme a quello del vecchio e imputare l'incremento osservato interamente all'aumento della qualità; questa correzione eccessiva può condurre, all'opposto di una mancata correzione, a una sottostima della dinamica dei prezzi. Nel *bridged overlap* si stima la variazione di prezzo "vera" in base a quella di prodotti simili ancora sul mercato; nel *class mean imputation*, i prodotti simili sono solo quelli in cui si siano già corretti i prezzi per la qualità. Nella *comparazione diretta* si ipotizza nulla la variazione della qualità; nei *segmenti omogenei*, prima di applicare tale ipotesi, si dividono i beni in gruppi giudicati qualitativamente omogenei.

un significativo processo di innovazione, che ha condotto a una continua introduzione sul mercato di nuove versioni, più avanzate. Questi beni pesano poco nel paniere di consumi su cui è basata la rilevazione dei prezzi: i telefoni rappresentano lo 0,5% del totale, i computer lo 0,3%, i televisori lo 0,2%. Viceversa, pane e cereali, ad esempio, contano per il 3,2% del paniere, l'abbigliamento per il 6,1%.

Banche centrali e misure dei prezzi

Negli USA, la FED ha come obiettivo la stabilità dei prezzi nel medio termine (oltre che la piena occupazione). A inizio 2012 ha specificato un valore dell'incremento dei prezzi che sostanzia il concetto di "stabilità" dei prezzi: +2,0% annuo. Una variazione più bassa aumenterebbe il rischio di deflazione; una più alta manderebbe segnali errati a famiglie e imprese. La FED non cita il possibile errore di misura come motivo per fissare l'obiettivo al +2,0%. Ciò confermerebbe le valutazioni del BLS secondo cui il bias negli USA oggi è molto ridotto rispetto alle stime Boskin.

L'obiettivo per la dinamica dei prezzi fissato dalla BCE è "poco meno" del +2,0% annuo, simile a quello della FED. Nel fissarlo ha considerato tre elementi: una misura distorta verso l'alto nel calcolo della variazione dell'indice IPCA rispetto all'inflazione effettiva; un margine di sicurezza per evitare la deflazione; un margine addizionale per tener conto delle diverse dinamiche dei prezzi nei vari paesi, onde evitare che alcuni abbiano andamenti troppo bassi. Non è stata pubblicata una stima BCE della distorsione nella misurazione dell'inflazione. Si tratta, per definizione, solo di una parte del +2,0%. È probabile che, nelle valutazioni della Banca centrale, l'errore di misura sia limitato ad alcuni decimi di punto.

In Eurolandia, dove la variazione annua dei prezzi è stata stimata in +0,5% a maggio 2014, se si prendesse la valutazione di +1,1 punti della distorsione stimata dalla Commissione Boskin, i prezzi "veri" starebbero diminuendo dello 0,6%. Piena deflazione. Ma tale stima è verosimilmente eccessiva.

Distorsioni nella politica monetaria

La BCE ha perseguito con discreto successo l'obiettivo di inflazione. In media nel periodo 1999-2014 la dinamica dei prezzi in Eurolandia è stata pari esattamente al +2,0% annuo (Grafico B). Il periodo di maggiore stabilità è stato il 2000-2006, quando l'inflazione è stata del 2,2%. Dal 2007 la volatilità è aumentata e si sono registrate due fasi di inflazione molto inferiore all'obiettivo, il 2009 e il 2013-2014.

Questa dinamica moderata dei prezzi è stata determinata, tra le altre cose, dalle scelte della BCE sui tassi di interesse. Ma il sentiero dei tassi scelto dalla BCE è stato quello ottimale o, invece, le sue decisioni sono state influenzate dalla distorsione verso l'alto nella misurazione dell'indice dei prezzi al consumo?

Ipotizziamo che tale distorsione sia pari a mezzo punto. Ciò significherebbe che in una fase di inflazione bassa (per esempio, +0,5% annuo), i prezzi veri sono fermi. Ciò richiederebbe tassi più bassi di quelli tarati su prezzi in leggero aumento.

La BCE riconosce la presenza di un bias nella misura dei prezzi. Ne tiene quindi sicuramente conto nel modificare la *stance* monetaria per ogni dinamica dei prezzi comunicata da Eurostat. Nell'esempio precedente, la BCE potrebbe scegliere il giusto livello dei tassi "come se" la variazione dei prezzi fosse effettivamente nulla. Ciò, però, vale solo in un mondo astratto di perfetta informazione.

La realtà è diversa. La BCE, che è ispirata da grande prudenza nella condotta della politica monetaria, può sbagliare per difetto nella valutazione della distorsione. Effettuando così scelte meno espansive del necessario.

Inoltre, definire la politica monetaria in base a una dinamica dei prezzi corretti dalla distorsione può essere difficile in seno alla BCE in assenza di una stima pubblica e condivisa della distorsione. Alcuni membri del board potrebbero pensare che essa sia nulla e, quindi, opporsi a misure più espansive. Altri, invece, potrebbero ritenere che l'errore sia pari a mezzo punto e che quindi bisognerebbe stimolare di più l'economia. L'incertezza circa la distorsione rende più difficile il processo di decisione della politica monetaria.

Una distorsione, quella della misurazione della dinamica dei prezzi al consumo, che si aggiunge a quella sistematica verso la restrizione che ha condotto la BCE per ben due volte (luglio 2008 e aprile-luglio 2011) ad alzare i tassi quando avrebbe dovuto, invece, abbassarli.



BCE disponibile a prestare, le banche invece rimborsano

La BCE ha annunciato a giugno che continuerà a effettuare le aste ordinarie e le LTRO (*Longer Term Refinancing Operation*) a importo illimitato e tasso fisso almeno fino alla fine del 2016. Questo significa che è disposta a fornire tutte le risorse che le banche chiedano.

A inizio giugno i prestiti BCE alle banche erano pari a 653 miliardi (la metà dei 1.261 nel 2012; ma più dei 432 nel 2007). Di questi dalle aste straordinarie a medio termine (LTRO), comprese quelle a tre anni di fine 2011-inizio 2012, residuano 504 miliardi (dai 1.100 a inizio 2012). Alle operazioni tradizionali sono riconducibili 149 miliardi.

Le banche nell'ultimo anno e mezzo hanno, dunque, rimborsato alla BCE buona parte dei fondi triennali. Il flusso dei rimborsi è proseguito a un ritmo costante dall'estate 2013. In tutto, da gennaio 2013 gli istituti hanno restituito 566 miliardi di euro, oltre la metà dei 1.019 miliardi originari. Le banche dei paesi *core* hanno rimborsato rapidamente tali fondi già nel 2013. Quelle dei paesi periferici li stanno restituendo molto gradualmente, molte di esse ne dipendono ancora in misura marcata. Le banche italiane avevano in bilancio a maggio 216 miliardi di fondi BCE (5,4% del loro passivo), in calo dai 283 nel 2012 (6,7%). Gli istituti greci ne avevano 62 miliardi (15,4% del passivo), da 158 nel 2012 (32,2%).

Nascono le T-LTRO

La BCE a giugno ha annunciato una serie di nuove aste per le banche, come atteso in base alle dichiarazioni dei membri del board e come appariva necessario data la scadenza a dicembre 2014 e febbraio 2015 delle due LTRO triennali. Si tratta di aste "mirate" a trasformare i fondi prestati dalla BCE in credito (*Targeted-LTRO*): è stato inserito un meccanismo condizionale affinché tali fondi fluiscano verso l'economia, come fatto dalla Banca d'Inghilterra con il *Funding for Lending*.

Si avrà una prima fornitura di fondi per circa 400 miliardi di euro in due momenti (settembre e dicembre 2014), per un totale pari al 7% dei prestiti in essere per ciascuna banca. Seguiranno, tra marzo 2015 e giugno 2016, sei aste (una a trimestre), per un importo pari, per ogni banca, al triplo dei nuovi prestiti erogati in eccesso rispetto a un benchmark fissato dalla BCE.

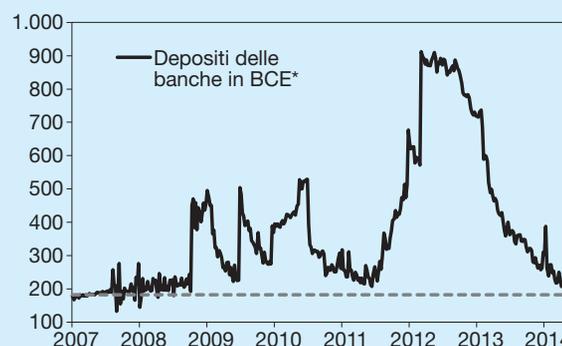
Queste T-LTRO termineranno tutte nel settembre 2018, quindi avranno una durata decrescente: la prima 4 anni, l'ultima poco più di 2 anni. Le banche potranno iniziare a restituire i fondi dopo 2 anni dall'inizio di ciascuna T-LTRO.

Per rafforzare tale misura, la BCE ha prolungato fino al settembre 2018 la validità degli allentamenti eccezionali dei criteri per il collaterale da offrire alle sue aste decisi negli ultimi anni. Si tratta della riduzione del rating minimo e dell'ammissione di nuove tipologie di titoli, in particolare di vari tipi di ABS (*Asset-Backed Security*). Questo ha già consentito negli ultimi anni di erogare fondi anche alle banche che non avevano più asset di qualità da dare in garanzia.

Prestiti netti BCE ai massimi

Gli istituti creditizi dell'Eurozona hanno continuato a diminuire il parcheggio di fondi presso la BCE: a inizio giugno detenevano nel complesso 37 miliardi nella *deposit facility* e 187 miliardi nel *current account*. I depositi totali si sono quindi ridotti a 224 miliardi, meno di un quarto rispetto al picco (912 miliardi a inizio 2012), ma ancora sopra i livelli pre-crisi (182 nella prima metà del 2007). Il calo dei depositi in BCE riflette la remunerazione abbassata fino a zero e ora divenuta negativa, ma anche un graduale ritorno di fiducia nel sistema bancario (Grafico 1.34).

Grafico 1.34

Banche: fondi in BCE quasi normalizzati
 (Eurozona, miliardi di euro, dati settimanali, prezzi correnti)


* *Deposit facility* + *Current account* (include riserve obbligatorie).
 Linea tratteggiata = media dei primi 6 mesi del 2007.
 Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Il livello già quasi normalizzato dei depositi delle banche induce a stimare un impatto limitato del taglio in territorio negativo del corrispondente tasso BCE deciso a giugno.

La liquidità effettiva generata dalle operazioni BCE nei confronti del sistema bancario è misurata dai suoi prestiti al netto dei depositi. Questo indicatore resta ai massimi storici: 429 miliardi a giugno (250 nella prima metà del 2007). In molti paesi questi prestiti non si traducono in un flusso di credito a imprese e famiglie, benché siano indispensabili per finanziare le banche. Questo è il blocco che si tenta di superare con le nuove T-LTRO.

Le banche in alcuni paesi hanno ancora difficoltà di raccolta. I depositi bancari del settore privato calano in Spagna (-28 miliardi in aprile da fine 2013) e Portogallo (-4), in Grecia sono invariati. Scendono anche in Italia (-13 miliardi) e in Francia (-23), non in Germania (+12). In vari paesi, inoltre, le emissioni di bond bancari sono state inferiori ai titoli in scadenza: in Spagna per 34 miliardi nei primi tre mesi del 2014 (per 131 nel 2013), in Italia per 48 (79), in Portogallo per 6 (13).

BCE con meno titoli, in attesa degli ABS

La BCE a giugno aveva ancora in portafoglio 213 miliardi di titoli acquistati con vecchi programmi. Uno stock che si va assottigliando per il progressivo giungere a scadenza dei titoli (erano 284 miliardi a inizio 2012). La maggior parte (163 miliardi) sono titoli sovrani acquistati con il *Securities Market Program* (SMP), cessato nel settembre 2012. La Banca ha in bilancio anche titoli privati per 50 miliardi dei due programmi di acquisto di *covered bond*. Da giugno la liquidità creata con gli acquisti SMP non viene più sterilizzata, con il risultato di immettere 163 miliardi nel sistema bancario, come proposto da tempo da vari analisti.

I potenziali acquisti BCE di titoli pubblici, annunciati nel settembre 2012 (OMT, *Outright Monetary Transactions*), non sono mai cominciati in assenza di richieste dei governi nazionali. L'annuncio delle OMT ha funzionato comunque da scudo anti-spread, impedendo il dissolvimento dell'euro e dando avvio alla riduzione dei rendimenti dei titoli sovrani periferici, che prosegue tuttora.

A giugno la BCE ha annunciato la preparazione di un nuovo programma per acquistare titoli privati cartolarizzati (ABS), che abbiano come asset sottostante principalmente prestiti a famiglie e imprese. L'obiettivo è ripristinare pienamente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia, aiutando a sbloccare il credito. Gli acquisti potrebbero (e dovrebbero) partire già nei prossimi mesi. Si tratterà di una forma di *Quantitative Easing*, assente al momento nella politica BCE (si veda il riquadro *Le armi segrete della politica monetaria nelle economie moderne*).

Il pacchetto di stimoli BCE varato a giugno 2014

1. Tasso principale a 0,15% (da 0,25%), minimo storico
2. Tasso sui depositi a -0,10% (da zero) → possibile sblocco di 42 miliardi di depositi in BCE
3. Fine della sterilizzazione del SMP, subito → 163 miliardi di liquidità nel sistema bancario
- 4a. Due aste T-LTRO, settembre-dicembre 2014 → 400 miliardi di prestiti alle banche
- 4b. Sei aste T-LTRO, marzo 2015-giugno 2016 → liquidità = 3 x (nuovi prestiti - benchmark)

L'insieme delle misure BCE vale quindi almeno 605 miliardi di euro.

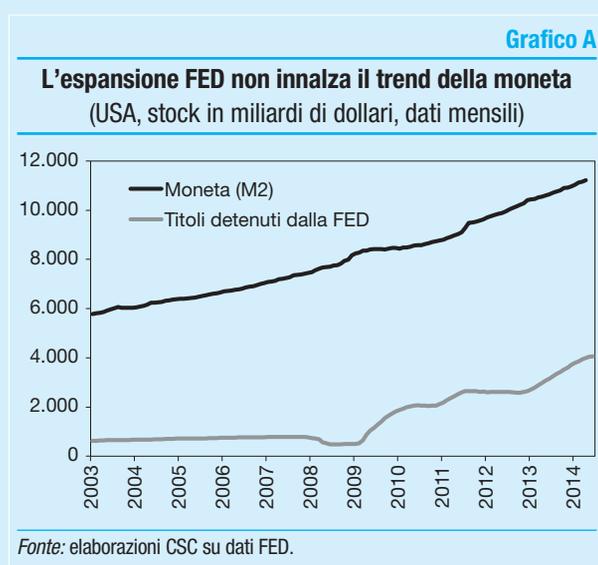
Le armi segrete della politica monetaria nelle economie moderne

Le principali banche centrali dei paesi avanzati, con l'eccezione della BCE, stanno attuando da anni un'espansione monetaria senza precedenti con tassi di interesse ai minimi storici e prossimi allo zero e programmi di allentamento quantitativo (*Quantitative Easing*, QE). Il QE è costituito da acquisti di titoli pubblici e privati, attuati finora da FED, Banca del Giappone e Banca di Inghilterra, con l'obiettivo di abbassare i tassi di interesse a medio-lungo termine e riattivare mercati che si erano ingrippati, in modo da trasmettere la politica monetaria espansiva all'economia reale. Gli acquisti di titoli ampliano enormemente il bilancio delle banche centrali, ma non hanno diretti effetti moltiplicativi sulla

moneta in circolazione e non alimentano automaticamente il credito all'economia. Moneta e credito sono le principali condizioni permissive per l'incremento dei prezzi nel medio-lungo termine. Ma il contesto globale rimane dominato da tendenze di deflazione e dall'incertezza sull'andamento futuro della domanda e dell'occupazione, che frena la domanda di moneta. Perciò il QE ha un basso impatto inflattivo. C'è, quindi, ampio spazio affinché anche la BCE, una volta esorcizzati i fantasmi tedeschi, intraprenda questa strada per sostenere l'economia, dato che in Eurolandia la dinamica di moneta e prestiti è ai minimi e i prezzi sono vicini alla deflazione.

Per valutare bene gli effetti dei diversi interventi su crescita e inflazione e capire se e dove c'è bisogno di nuovi stimoli, è cruciale comprendere il funzionamento della politica monetaria nel sistema economico moderno¹.

La moneta in circolazione nelle economie avanzate aumenta poco, nonostante l'iper-espansione delle politiche monetarie. Negli USA, ad esempio, la FED ha ulteriormente ampliato il suo bilancio da inizio 2013 con acquisti di titoli al ritmo di 85 miliardi di dollari al mese (ora ridotti a 35; Grafico A), ma l'offerta di moneta ha frenato (+6,2% annuo in aprile l'aggregato M2, da +8,6% nel 2012) e i prezzi al consumo restano sotto controllo, salendo in linea con l'obiettivo (+2,0% tendenziale in aprile).



Si tratta di un paradosso, come illustrato nell'ultimo Bollettino della Banca di Inghilterra². Nelle moderne economie la banca centrale non "stampa" liberamente moneta, come alcuni libri di testo continuano a raccontare. La moneta è la somma di circolante e depositi bancari e oggi questi ultimi sono la stragrande maggioranza del totale (97% nel Regno Unito). La banca centrale controlla il circolante (banconote e monete metalliche), non i depositi bancari, che variano in funzione delle scelte degli attori economici. E il circolante viene aumentato in linea con la crescita del suo utilizzo nelle transazioni, non è utilizzato come strumento di politica monetaria.

¹ Martin Wolf, *Only the ignorant live in fear of hyperinflation*, Financial Times, 10 aprile 2014.

² Michael McLeay, Amar Radia e Thomas Ryland, *Money creation in the modern economy*, Bank of England, Quarterly Bulletin, 2014 Q1.

In tempi normali, per realizzare una politica espansiva, la banca centrale abbassa i tassi di interesse ufficiali a breve termine, che controlla direttamente. Ciò fa scendere una serie di altri tassi, tra cui quello sui prestiti a imprese e famiglie. Ciò stimola la domanda e quindi la concessione di credito bancario, per finanziare l'aumento di consumi e investimenti.

In situazioni eccezionali, come quella sperimentata negli ultimi sette anni, in cui i tassi ufficiali sono già scesi a zero (0,15% in Eurolandia, 0,25% negli USA), il margine di manovra tradizionale è esaurito, senza che ciò abbia avuto effetti evidenti nell'abbassare in modo proporzionale il costo del denaro per famiglie e imprese e nel far aumentare domanda e offerta di prestiti. Anche perché alcuni mercati monetari e finanziari si sono inceppati. La banca centrale può decidere, allora, di intervenire direttamente per sbloccare la trasmissione della riduzione dei suoi tassi all'intera economia, attuando programmi di QE: acquista titoli, pubblici e/o privati, in genere con scadenze medio-lunghe, in modo da alzarne i prezzi e abbassarne i rendimenti. Ciò stimola le decisioni di investimento e di consumo. L'obiettivo è il medesimo: sostenere la crescita.

Il modo in cui il QE viene attuato è cruciale. La banca centrale acquista titoli principalmente sul mercato secondario, dove operano istituzioni non bancarie, mentre le banche fungono da interfaccia³. Nel caso inglese, a cedere titoli sono soprattutto i fondi pensione e la banca centrale finanzia l'acquisto di titoli aumentando presso di sé le riserve delle banche⁴, le quali accendono un deposito intestato ai fondi pensione. Il QE in tal modo fa crescere i depositi bancari e, quindi, la moneta. I risultati sono due. Primo, l'aumento della moneta è uguale a quello dei depositi e delle riserve, senza effetti moltiplicativi⁵. Secondo, non c'è automatismo tra l'acquisto di titoli e l'aumento dei prestiti. Dunque, la moneta cresce nella stessa misura degli acquisti di titoli, i prestiti restano invariati. Ecco perché, con specifici programmi di QE opportunamente disegnati, la Banca d'Inghilterra è intervenuta per stimolare le banche a concedere prestiti.

In una economia moderna la banca centrale non può, quindi, creare moneta, tantomeno credito, se non c'è la risposta collaborativa degli intermediari finanziari e se non aumenta

³ Questo è lo schema prevalente nel Regno Unito. A seconda del contesto istituzionale, la banca centrale acquista titoli direttamente dalle banche o da altri operatori finanziari, utilizzando le banche come intermediari, oppure operando direttamente sui mercati secondari. Il risultato degli acquisti di titoli in termini di riduzione dei tassi e aumento della liquidità, comunque, non è influenzato in misura significativa da queste differenze.

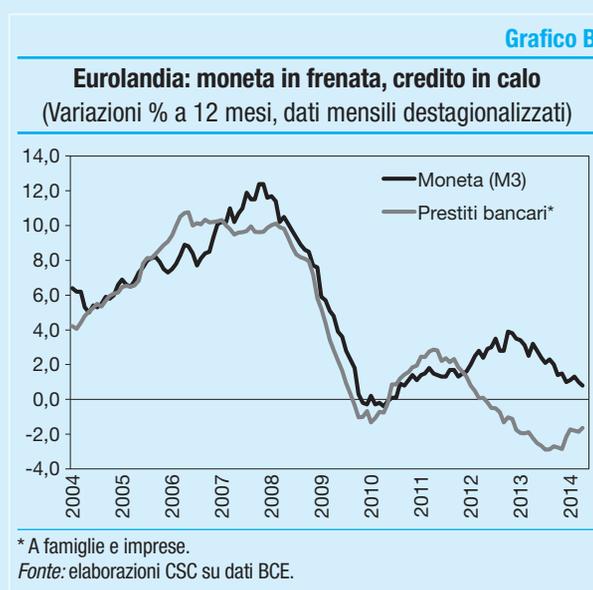
⁴ La banca centrale potrebbe finanziare gli acquisti di titoli aumentando il circolante (stampando cartamoneta). Nelle economie moderne, nessuna banca centrale opera in tal modo. È questa, però, l'operatività tradizionale che i libri di testo descrivono. La differenza è sostanziale: il circolante può essere scambiato dalle banche con il pubblico. In tale caso, il moltiplicatore monetario fa sì che il circolante, moneta "ad alto potenziale" (l'altra componente essendo le passività delle banche presso la banca centrale) si moltiplica grazie alla sua trasformazione in prestiti.

⁵ Le nuove riserve presso la banca centrale, infatti, non entrano nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, in quanto le banche non possono prestarle al pubblico, ma solo scambiarle tra loro.

la domanda degli utilizzatori finali. Sono le banche che creano moneta, nel momento in cui concedono prestiti all'economia e accendono, contemporaneamente, un deposito presso di sé⁶. Esistono, naturalmente, limiti alla creazione di moneta da parte degli istituti bancari e sono gli stessi che influiscono sul credito: il costo e la disponibilità di denaro per le banche, pilotati dalla banca centrale⁷; le regole prudenziali su *ratio* di capitale, leva e liquidità; la rischiosità dell'attività creditizia (legata all'andamento dell'economia e delle sofferenze sui prestiti). Quest'ultimo vincolo al momento è il più stringente per le banche di molti paesi di Eurolandia.

La dinamica della moneta è, in genere, l'altra faccia della medaglia di quella dei prestiti. La BCE, non a caso, definisce i prestiti come "contropartita" della moneta. Oggi entrambe queste variabili hanno andamenti fiacchi, pur in presenza dell'iper-espansione attuata dalle banche centrali. Quest'ultima stimola la moneta, non sempre i prestiti, nella misura in cui c'è un aumento della domanda di moneta come forma di investimento (maggiore preferenza per la liquidità).

Le variabili monetarie, peraltro, sono importanti nella dinamica dei prezzi nel medio-lungo termine, attraverso il loro impatto sull'attività economica⁸. Ma non c'è automatismo tra grado di espansione della politica monetaria e andamento dell'inflazione, perché tra l'una e l'altra agiscono una serie di filtri costituiti dalle politiche delle banche nel concedere i prestiti (*credit condition*), dalle intenzioni delle imprese e delle famiglie di spendere. Tutto ciò spiega perché in Eurolandia, ad esempio, la moneta cresca poco (+0,8%), le banche riducano i prestiti (-1,6% annuo in aprile; Grafico B) e l'inflazione sia vicina allo zero (+0,5% a maggio). Dal



⁶ Nei libri di testo di economia si spiega che la causalità va dall'apertura di un deposito all'erogazione di un prestito. Nel moderno sistema monetario, questa interpretazione è obsoleta. Le banche trasformano in prestiti, tra l'altro, le posizioni accese presso la banca centrale.

⁷ Un altro strumento tradizionale nelle mani della banca centrale è il coefficiente di riserva obbligatoria: per ogni euro prestato (e quindi per ogni euro di depositi bancari), la banca deve metterne a riserva l'X%. Questo coefficiente nelle economie moderne è manovrato raramente: la BCE lo ha modificato solo una volta in 15 anni, dal 2% all'1% nel gennaio 2012.

⁸ Nel breve, i prezzi rispondono anche ad altri fattori, ad esempio costo del lavoro e prezzi delle commodity.

2012 si è aperta un'insolita forbice tra moneta e prestiti nell'Area euro, che riflette le difficoltà di molte banche nell'erogare credito all'economia, nonostante i fondi forniti loro dalla BCE. La forbice sta ora iniziando a chiudersi.

La BCE non ha ancora varato un programma di QE vero e proprio, sebbene abbia a più riprese inondato di liquidità il sistema bancario (anche con il nuovo programma di TLTRO, per la cui analisi si rimanda al testo). Sta ora ragionando su acquisti di titoli privati cartolarizzati, per lo più con prestiti come attività sottostante (ABS). Un tipo di QE corretto, dato il contesto attuale di Eurolandia: libererebbe capitale delle banche, oggi assorbito dai vecchi prestiti, mirando a far affluire nuovo credito. La BCE deve spingere sull'acceleratore finché non ripartiranno credito, moneta e prezzi. Un'inflazione bassa troppo a lungo può radicarsi nelle aspettative e aprire le porte alla deflazione.

Tassi FED fermi ancora per oltre un anno Il tasso ufficiale FED è allo 0,25% da cinque anni e mezzo. Grazie al consolidamento della ripresa USA, la disoccupazione è scesa al 6,3% a maggio. La dinamica dei prezzi non desta preoccupazioni (+2,1% annuo in aprile, +2,0% la *core*). Le attese di inflazione sono stabili: misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi indicavano +2,2% a giugno, appena sopra l'obiettivo del 2,0%. Perciò la FED lascerà i tassi ai minimi storici per tutta la seconda metà del 2014 e per gran parte del 2015.

Dopo l'ampia discussione avvenuta tra i membri del FOMC negli ultimi mesi, la FED ha abbandonato in marzo la soglia del 6,5% per il tasso di disoccupazione, sotto la quale poteva scattare un rialzo dei tassi. La FED, inoltre, considererà altri dati del mercato del lavoro: il tasso di partecipazione, che continua a calare, la forza lavoro, che cresce poco, e il numero di disoccupati, che sono 2,7 milioni in più rispetto a inizio 2007.

Nello scenario CSC la FED opererà due rialzi di un quarto di punto nel quarto trimestre 2015, portando il tasso di riferimento allo 0,75%. Dalle minute del FOMC risulta che la maggioranza dei membri ritiene opportuno iniziare ad alzare i tassi l'anno prossimo (con una media intorno all'1,0% a fine anno), se proseguiranno crescita e miglioramenti del mercato del lavoro.

Da giugno il differenziale tra il tasso ufficiale FED e quello BCE si è invertito e ora offre un sostegno al dollaro, non più all'euro. Nello scenario del CSC il differenziale BCE-FED sarà di -0,06 punti percentuali in media nel 2014 e di -0,18 nel 2015 (-0,60 a fine anno).

Il tasso interbancario negli USA è stabile allo 0,23% a giugno, allineato a quello ufficiale FED. Il CSC prevede che si attesterà a 0,24% in media nel 2014, salendo a 0,31% nel 2015.

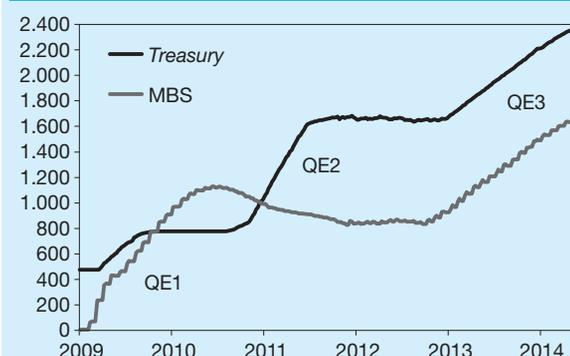
**QE3 avanti,
a ritmo ridotto**

L'acquisto di titoli pubblici e privati da parte della FED sta proseguendo, da giugno al ritmo ridotto (*tapering*) di 35 miliardi al mese. Dal gennaio 2013 era stato attuato con 85 miliardi mensili di *Treasury* e *Mortgage Backed Securities* (ossia cartolarizzazione di mutui)⁴. Si tratta della terza fase di *quantitative easing* negli USA (QE3), il cui obiettivo è di tenere bassi i tassi a medio-lungo termine per sostenere la crescita. Il QE3 è in atto da 22 mesi, più dei 13 del QE1 (2009-2010) e degli 8 del QE2 (2010-2011; Grafico 1.35). E non vi è traccia di maggiore inflazione.

Il rallentamento degli acquisti di titoli, stando ai membri del FOMC, dovrebbe proseguire nei prossimi mesi con 3-4 ulteriori riduzioni da 10 miliardi ciascuna. Seguendo questo sentiero, gli acquisti potrebbero terminare entro fine anno.

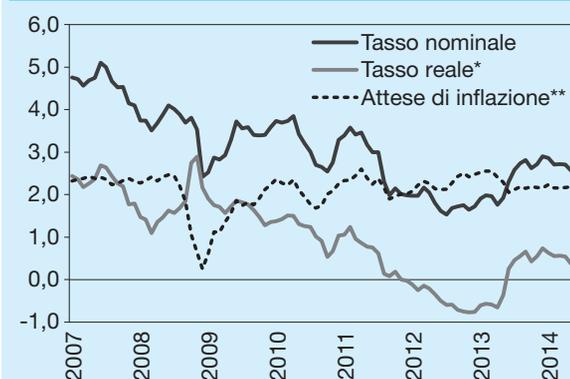
L'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED è salito a 2.375 miliardi di dollari a giugno (54,3% dell'attivo), quello di MBS a 1.648 miliardi. Il valore totale dei titoli è di 4.067 miliardi. La dimensione del bilancio complessivo è arrivata a 4.371 miliardi, cinque volte quella del 2007 (872 miliardi). La FED continua a reinvestire in nuovi titoli le somme incassate dal rimborso di quelli giunti a scadenza. Negli ultimi mesi sta acquistando per lo più titoli federali con durate medie, riducendo la quota di quelli con scadenze più lunghe. A giugno la quota dei *Treasury* con scadenza tra 1 e 5 anni è salita al 38,9% del totale (33,5% a novembre), mentre quella di titoli che maturano in 5-10 anni è scesa al 34,2% (40,4%).

Grafico 1.35

Aumenta il portafoglio FED di titoli, nonostante il *tapering*
(USA, miliardi di dollari, dati settimanali)

QE= Quantitative Easing.
MBS= Mortgage Backed Securities.
Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

Grafico 1.36

In USA tassi lunghi in rialzo, anche quelli reali
(*Treasury* a 10 anni, valori %, dati mensili)

* Titoli indicizzati all'inflazione.
** Differenza tra il tasso nominale e quello indicizzato all'inflazione.
Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

⁴ Ancor prima, tra settembre e dicembre 2012, la FED aveva acquistato MBS per 40 miliardi di dollari al mese. A questi, da gennaio 2013, ha aggiunto gli acquisti di *Treasury*.

Gli acquisti FED di titoli hanno mantenuto bassi i tassi a lungo termine USA, nonostante il consolidamento della crescita che tende ad alzarli. Il rendimento sul *Treasury* trentennale è sceso al 3,4% in giugno (dal 3,9% a fine 2013), quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA è diminuito al 4,3% (dal 4,6%). Il *Treasury* decennale è calato al 2,6%, dal 2,9%, ma era all'1,8% nell'aprile 2013. Anche i tassi a lunga reali, calcolati sui *Treasury* decennali indicizzati all'inflazione, hanno registrato una flessione: 0,4% a giugno, da 0,7% a dicembre (erano a -0,7% nella primavera 2013; Grafico 1.36).

Borse su, incertezza giù Le quotazioni azionarie negli USA hanno proseguito la corsa: +7,2% a giugno rispetto a fine 2013 (indice Standard&Poor's 500). Hanno toccato nuovi record e sono del 36,0% sopra i livelli del gennaio 2007.

La volatilità è ulteriormente scesa, a valori addirittura inferiori a quelli pre-crisi. L'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruirsi una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è sceso a 11,5 in giugno, dal 14,1 in dicembre (35,0 nell'agosto 2011; 13,1 nella prima metà del 2007). Ciò segnala la piena normalizzazione delle aspettative degli operatori e l'aumento della propensione al rischio. Storicamente, la riduzione dell'incertezza è associata all'aumento delle quotazioni, come sta avvenendo ora.

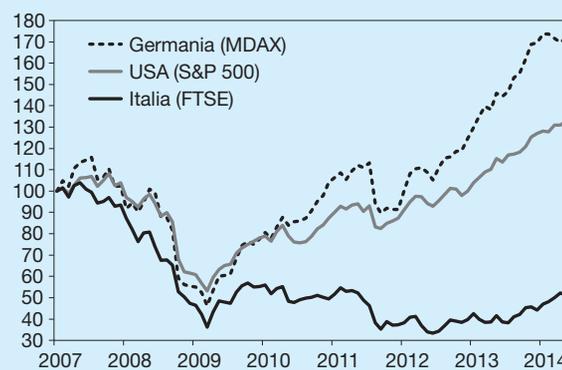
Il rialzo dei prezzi delle azioni è forte anche nei mercati europei: in Germania +4,8% a giugno su dicembre; in Italia +19,9%, partendo da livelli molto più bassi (Grafico 1.37). In Italia, infatti, le quotazioni di Borsa sono ancora del 47,0% inferiori ai valori pre-crisi, mentre in Germania sono del 77,6% superiori.

Euro/dollaro tra forze contrastanti Nei primi sei mesi del 2014 l'euro si è deprezzato dello 0,6% in termini effettivi nominali. In particolare, si è svalutato nei confronti dello yen (-4,7%), della sterlina (-4,1%) e del dollaro (-1,5%), mentre si è apprezzato nei confronti dello yuan (+1,3%). Questo andamento non compensa la forte rivalutazione avvenuta nel 2013 (+7,0% in termini effettivi reali).

Nella seconda parte dell'anno in corso gli effetti delle politiche monetarie iper-espansive sul cambio dovrebbero compensarsi, mantenendolo sui livelli attuali.

Grafico 1.37

Borse: Italia in recupero, USA e Germania al top
(Quotazioni azionarie; indici gennaio 2007=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Nel prossimo anno sia la politica monetaria più espansiva della BCE, che determinerà un differenziale nei tassi di interesse per la prima volta negativo per l'Area euro rispetto agli USA, sia i fondamentali economici, ossia una crescita più sostenuta negli Stati Uniti rispetto a quella di Eurolandia, spingeranno verso un ulteriore indebolimento della moneta unica sul dollaro. Tuttavia, il disavanzo corrente USA, in riduzione ma ancora significativo, si contrappone all'avanzo corrente dell'Area euro e tende a indebolire la divisa americana.

Nello scenario CSC si assume un cambio di 1,36 dollari per euro in tutto il biennio di previsione (1,33 nella media del 2013).

Il "giusto" prezzo per le valute Lo yuan è nettamente sottovalutato rispetto al dollaro. L'euro e la sterlina sono entrambi sopravvalutati, sebbene in misura diversa e per giunta variabile tra i diversi paesi dell'Area euro. Per lo yen il verdetto non è unanime e dipende dalla misura del "giusto" cambio che si utilizza.

La sottovalutazione della valuta cinese è del 42,4% contro il dollaro (Tabella 1.6). Il responso si ottiene confrontando il cambio attuale con le parità di potere d'acquisto (PPA), ossia i cambi teorici che eguagliano i livelli dei prezzi tra le nazioni. Il confronto è stato realizzato dal CSC utilizzando sia il *Big Mac Index* sia le PPA del PIL. Il *Big Mac Index* è calcolato dall'Economist utilizzando i prezzi nelle diverse economie del famoso panino, un bene disponibile con qualità omogenea in 120 paesi. Le PPA sono stimate dall'OCSE e si riferiscono a una gamma ben più ampia di beni, che tuttavia sono talvolta poco uniformi qualitativamente.

Tabella 1.6

Misure alternative del cambio di equilibrio						
	Cambio dollaro per divisa estera 23 giugno 2014	Morgan Stanley	<i>Big Mac Index</i>		PPA	
		Febbraio 2013	Gennaio 2014	Sotto/sopra valutazione rispetto al dollaro	OCSE 2013	Sotto/sopra valutazione rispetto al dollaro
		Tasso di cambio di equilibrio (dollaro per euro)	PPA implicita del dollaro		PPA PIL 2013	
Area euro	1,36	1,33	1,26	7,5	1,29	5,0
Francia	1,36	1,23	1,22	11,7	1,19	14,2
Germania	1,36	1,53	1,26	7,8	1,28	6,2
Italia	1,36	1,19	1,20	13,1	1,33	2,4
Spagna	1,36	1,26	1,27	7,3	1,47	-7,6
Regno Unito	1,70		1,66	2,7	1,44	18,0
Giappone	102,00		67,04	-34,3	102,61	0,6
Cina	6,23		3,59	-42,4	3,51*	-43,7

Per Giappone e Cina cambio divisa estera per dollaro.
* 2012.
Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE, Thomson Reuters e The Economist.

Il tasso di cambio che eguaglia il costo del panino è di 3,59 yuan per un dollaro, mentre il cambio di mercato è a 6,23, e di 1,26 euro per un dollaro, contro l'1,36 di mercato (dati al 23 giugno). Secondo il *Big Mac Index*, inoltre, la moneta nipponica è sottovalutata del 34,3% contro il dollaro (67,04, contro i 102,0 yen per dollaro sul mercato valutario). Secondo le PPA lo yen è leggermente sopravvalutato (+0,6%, 102,61 lo yen per dollaro a PPA), ma ciò dipende soprattutto dal protezionismo agricolo che innalza i prezzi dei generi alimentari in Giappone. La sterlina è lievemente sopravvalutata (+2,7%) sul dollaro se si considera il *Big Mac Index*, ma se si usano le PPA la sopravvalutazione aumenta al 18%.

L'euro è, invece, univocamente sopravvalutato. Secondo il *Big Mac* del 7,5% rispetto al dollaro, secondo le PPA del 5%. All'interno dell'Area euro la sopravvalutazione varia molto, segno evidente che la convergenza tra i paesi è molto lontana dall'essere compiuta, rendendo di conseguenza molto più ardua la gestione della moneta unica. Le economie più penalizzate dalla sopravvalutazione del cambio sono l'Italia e la Francia, stando al *Big Mac Index*; mentre se si considerano le PPA OCSE la Francia è ancora la più penalizzata. Se si considera il cambio di equilibrio calcolato da Morgan Stanley a febbraio 2013, utilizzando i prezzi al consumo e quelli alla produzione per catturare il differenziale dei prezzi tra i paesi, il giusto cambio dell'euro sarebbe 1,33 contro 1,36 attuali (+2,2% di sopravvalutazione) ma tra i paesi membri il cambio di equilibrio varia moltissimo: da un massimo di 1,53 per la Germania, con una sottovalutazione superiore all'11%, a un minimo di 1,19 per l'Italia (con un sopravvalutazione del 14,2%).