



CONFINDUSTRIA
Centro Studi

SCENARI ECONOMICI

Le sfide della politica economica

**Settembre 2013
N. 18**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

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

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 6 settembre 2013.

INDICE

Premessa	pag.	5
1. Le previsioni	"	11
1.1 L'economia italiana	"	11
1.2 Le esogene della previsione	"	39
 <i>Riquadri</i>		
Sistema Confindustria: contratti aziendali per 2 lavoratori su 3 nell'industria, 1 su 2 nei servizi; assenteismo al 7,0%	"	27
Paesi Bassi: il difficile sentiero per uscire dalla crisi immobiliare	"	45

PREMESSA

Eppur si muove.

Galileo Galilei, 1633

*Aqui onde a terra se acaba e o mar começa.
(Qui dove la terra finisce e comincia il mare).*

Luís Vaz de Camões, 1572

Nella gestione della crisi globale gli **interventi straordinari** si stanno **diradando**. Durante i mesi appena trascorsi non è stato necessario approntare misure eccezionali né si sono susseguiti vertici di capi di governo, ministri delle finanze e banchieri centrali per concertare salvataggi in extremis.

Ritorno alla **normalità** o tregua insidiosa?

Dentro i **paesi avanzati** le decine di milioni di disoccupati, le miriadi di fabbriche chiuse e le politiche monetarie più accomodanti della storia lampeggiano allarme rosso. Tutte le coscienze sono richiamate alla **gravità della situazione** e alla temerarietà delle sfide che devono essere fronteggiate.

Tanto più che le divergenze nelle condizioni e nella reattività dei singoli sistemi economico-sociali riducono gli **spazi di concertazione** e, quindi, l'efficacia delle azioni intraprese nel sostenere, come serve, la domanda.

L'**incertezza** rimane, perciò, grande. E si rispecchia nell'aumentata volatilità dei mercati finanziari, alla ricerca di un nuovo centro di gravità.

La percezione di una **maggiore instabilità** nel prossimo futuro della **politica** e delle **politiche** toglie punti di orientamento e accresce i rischi.

Tuttavia, in quegli stessi paesi il **movimento** nella direzione desiderabile non solo è iniziato ma si sta rivelando **più robusto** dell'atteso. I sintomi di recupero dell'economia reale, infatti, sono diventati più solidi e frequenti. Anche in **Italia**.

Questa condizione di **consolidamento fragile** caratterizza lo scenario alla fine dell'estate. La novità è racchiusa nel sostantivo.

Le timide **indicazioni di ripresa** rilevate nel corso della primavera, infatti, hanno trovato sempre più fitte e concordanti conferme, interne al Paese e internazionali. È bene passarle in rassegna, per dissipare i dubbi e fornire le basi su cui poggia la revisione delle stime del CSC.

All'interno del Paese la **fiducia** tra le famiglie e tra le imprese di quasi tutti i settori ha registrato significativi incrementi. I giudizi nel manifatturiero sugli ordini (principalmente dall'estero) sono ai massimi dall'ottobre 2011 e le attese dei consumatori sul loro bilancio dall'agosto dello stesso anno. Il PMI manifatturiero è stato in luglio e agosto in zona espansiva, non accadeva da due anni.

Le **scorte** di beni finiti sono valutate molto basse. Ciò testimonia di una ripartenza della domanda che sembra aver colto di sorpresa i produttori e alla quale l'offerta tenderà ad adeguarsi, dando più slancio nelle fasi d'avvio della risalita.

Queste indicazioni puntano alla fine della recessione già nel terzo trimestre. L'indice anticipatore OCSE pronostica un'**accelerazione in autunno** e una buona partenza nel 2014.

Fuori dall'Italia il primo elemento da sottolineare è il netto avanzamento dell'attività manifatturiera e terziaria nel complesso dell'**Eurozona**. Questa corralità è importante perché, da un lato, propaga un contagio positivo e, dall'altro, evidenzia che ci sono origini comuni nei diversi paesi, tra le quali spicca l'**allentamento della stretta** dei bilanci pubblici.

Essa, infine, è la prova che rimane **forte l'integrazione** tra le economie che formano l'Unione, nonostante i colpi ricevuti dalle forze centrifughe (decisioni, squilibri) emerse con la crisi. Ne deve tener conto chiunque spera di trar vantaggio da una disgregazione.

Il secondo elemento costituisce un inedito nel panorama globale degli ultimi anni: i **paesi avanzati** sono in accelerazione mentre quelli **emergenti** rallentano. Nel complesso, comunque, c'è un maggiore aumento della domanda mondiale che alimenta un più veloce innalzamento degli scambi commerciali.

Più in dettaglio, negli **USA** la crescita si sta rivelando **resistente**. Lo dimostrano numerosi fattori: la fiducia dei consumatori è al top dall'inizio del 2008 e le vendite di auto sono sopra la media di lungo periodo; il numero di posti di lavoro creati mensilmente non è esaltante ma è discreto e costante; il settore immobiliare è ripartito; gli investimenti delle imprese stanno salendo, alimentati da ampi utili; le esportazioni dal 2006 viaggiano a ritmi più elevati dell'import, cosicché gli Stati Uniti riducono la domanda netta al resto del mondo.

In **Giappone** la strategia delle tre frecce (politiche di bilancio e monetaria ultraespansive e riforme strutturali) funziona: la performance è la **più brillante** dal 2007, sebbene sia stato finora scoccato solo un dardo e mezzo (le riforme devono partire e gli stimoli di bilancio sono stati metà dell'annunciato).

Nei **mercati emergenti**, all'opposto, l'indebolimento della dinamica è superiore alle attese. Le stime del CSC sono tra le più contenute. Ciò constatato, essi forniranno nel biennio 2013-2014 oltre il 70% all'incremento del PIL del Mondo e la loro **frenata è temporanea**.

Il rallentamento dei nuovi mercati ha alcune **cause condivise** e altre particolari a ciascun paese.

Tutte le economie affette da disavanzi esterni risentono del **ritiro di capitali** innescato dal rialzo dei tassi a lungo termine americani; ritiro che ha provocato restrizione finanziaria e svalutazione dei tassi di cambio. Ciò le ha rese sbocchi meno interessanti nell'immediato. Fa eccezione l'**Est Europa**, che ha tratto beneficio dalle più rosee prospettive per la domanda interna europea.

Caso speciale è la **Cina**. Che ha decisamente e deliberatamente **scalato marcia**, come effetto della restrizione creditizia che era indispensabile per smaltire l'eccessivo accumulo di debito interno (raddoppiato a oltre il 200% del PIL in un decennio).

Ma il **passaggio delicato** è per il colosso asiatico quello dallo sviluppo incentrato sulla quantità a quello che punta ad assorbire gli squilibri territoriali, a redistribuire il reddito personale, a bilanciare le voci della domanda (più consumi meno investimenti) e a tutelare di più l'ambiente. Tutto ciò muterà necessariamente le strategie delle imprese che puntano su quel mercato.

Nel complesso, dunque, il quadro economico internazionale e quello italiano sono diventati **più luminosi**.

Ciò non giustifica, però, **nessun autocompiacimento**. Non c'è un pilota automatico da inserire, la rotta è tutt'altro che sicura e tracciata. Al contrario occorre fare tutto il possibile per evitare ricadute recessive o arretramenti competitivi.

A maggior ragione ciò vale perché si è ancora molto **lontani dai picchi** pre-crisi (soprattutto in Italia) e perché sono aumentate le **turbolenze** generate da forze extra-economiche e dall'ardua calibratura delle prossime mosse delle maggiori Banche centrali. Le prime e la seconda possono perfino far deragliare la ripresa.

Le **forze extra-economiche** prendono varie (per lo più antiche) forme: il rullare dei tamburi di **guerra in Medio Oriente**, che ha fatto salire il prezzo del petrolio; la fluidità delle **maggioranze parlamentari in Italia**, che tende a limitare gli orizzonti d'azione del Governo e a smorzare consumi e investimenti; l'esito delle imminenti **elezioni tedesche**; il probabile altro **braccio di ferro** sul bilancio pubblico tra Congresso e Amministrazione americani.

Tra tutte, quella più inusuale e più densa di conseguenze riguarda la **Germania**. Dalla patria della stabilità partono **onde telluriche** che scuotono dalle fondamenta la costruzione europea. L'interpretazione delle cause e la gestione dei rimedi dell'**euro-crisi** sono state, più per incoscienza che per disegno, centrifughe. Tanto da rendere critico perfino il rinnovo del Bundestag il 22 settembre, che si è trasformato in una scelta pro o contro la moneta unica.

In bilico non è tanto la **vittoria** di Angela Merkel (per la terza volta sarà Bundeskanzlerin) e del suo partito CDU/CSU, entrambi saldamente in testa nei sondaggi, quanto l'ingresso o meno in Parlamento di quelli che potremmo chiamare (utilizzando una categoria nostrana) **partiti anti-establishment** per ciò che riguarda la politica europea, già non all'altezza del potere economico teutonico. Tale ingresso garantirebbe loro il diritto di chiedere la pronuncia della Corte costituzionale su ogni accordo preso a Bruxelles.

Sarebbe la **paralisi dell'integrazione** proprio quando c'è bisogno di più Europa. Rimarrebbero irrisolte le (finora rinviate) questioni europee. Sia quelle strutturali riguardanti l'unione bancaria, l'unione di bilancio e l'unione politica (per giunta a pochi mesi dal rinnovo proprio del Parlamento europeo) sia quelle contingenti sugli **aiuti finanziari** a Grecia e Portogallo.

Le probabilità che ciò accada sono basse, ma la **posta in gioco** è altissima.

*Si rischia di andare in senso diametralmente contrario a quello che occorre: accelerare nella realizzazione dei **cantieri europei aperti** e concedere più tempo ai risanamenti e alle trasformazioni delle nazioni che tanto hanno già fatto ma che denunciano un'evidente "fatica delle riforme".*

*La **precarietà politica interna** espone l'**Italia** a una maggiore diffidenza degli investitori esteri (contribuendo a tener ampio lo spread), indebolisce le iniziative di modernizzazione del Paese, impedisce il pieno recupero di fiducia in un progetto Paese, tiene basse la competitività e la crescita potenziale. La stabilità (che non è sinonimo di immobilismo) diventa allora il primo tassello nel mosaico del rilancio.*

*La rosa della distensione dello scenario macroeconomico porta con sé la spina di quando verrà sollevato il piede dal pedale **dell'acceleratore monetario**. Le maggiori Banche centrali navigano in acque inesplorate, senza quadrante né bussola.*

*L'unica certezza è che l'**inflazione** è sparita dai radar e che in questo momento non ci sono bolle che rischiano di esplodere. Ugualmente, i tassi di mercato non possono rimanere indefinitamente così bassi.*

*La prima a esser chiamata alla prova è la **FED** americana e le congetture sulle sue decisioni hanno già indotto un minimo rialzo nei **tassi a lungo termine**. Quanto è bastato a produrre qualche sconquasso. Ne risentono maggiormente le economie più deboli strutturalmente e finanziariamente.*

*Gli effetti economici di questi fattori di incertezza sono **non quantificabili** e quindi non possono essere incorporati nei modelli di previsione.*

*Le **nuove stime** del **CSC** per l'Italia si basano sui **medesimi fattori** descritti a fine giugno. Sia di spinta: riduzione del costo dell'energia, consolidamento della ripresa globale, minore austerità dei bilanci pubblici, impegno e tenuta del Governo. Sia di freno: perdita di competitività accumulata, credito scarso, distruzione di capacità produttiva, debolezza dell'edilizia, erosione del risparmio, alta disoccupazione. Tengono conto della messe di dati positivi, rimanendo caute sugli sviluppi nel 2014; l'evoluzione potrebbe essere un po' **più rosea** di quanto non dicano le cifre.*

*Per il **commercio mondiale** viene confermato il contenuto rilancio: +2,1% nel 2013 dopo il +1,9% nel 2012 e il +5,9% nel 2011. Anche l'anno prossimo la dinamica rimarrà inferiore alla media di lungo periodo: +4,4%, un punto sotto quanto indicato nel dicembre scorso.*

*L'**euro** è visto in marginale discesa sul **dollaro**: 1,28 nel 2014, da 1,31 nel 2013 (1,29 nel 2012). Da molti trimestri la banda di oscillazione di questo importante tasso di cambio è diminuita.*

*Il prezzo del **petrolio**, nonostante i balzi legati al conflitto siriano, è atteso in riduzione a 100 dollari medi nel 2014, grazie all'offerta che sale più della richiesta. I **tassi di interesse** ufficiali rimangono stabili e prossimi allo zero negli USA (ma il massiccio acquisto di titoli effettuato dalla FED sarà gradualmente annullato) e vengono abbassati allo 0,25% dalla **BCE** entro l'autunno del 2013. Quest'ultima misura è giustificata dalla continua difficoltà di trasmissione della politica monetaria e dalla necessità di contrastare le ripercussioni sui mercati delle decisioni che verranno prese al di là dell'Atlantico.*

*La contrazione del PIL nell'**Area euro** è, infatti, terminata nel secondo trimestre e la media del 2013 risulterà in modesta flessione (-0,3%); si rivedrà il segno positivo in quella del 2014 (+1,0%). La **locomotiva statunitense** è in frenata nel 2013 (+1,6% il PIL, dal +2,8% nel 2012), ma*

riaccelera nel 2014 (+2,7%). Nei **paesi emergenti** il ritmo di sviluppo si abbassa al +4,7% quest'anno e al +5,1% nel prossimo (+6,2% nel 2011, +8,8% nel 2007).

Il CSC rivede un po' al rialzo la variazione del **PIL** dell'**Italia** nel 2013 e nel 2014: -1,6% (da -1,9%) e +0,7% (contro +0,5%). Il ritorno a incrementi congiunturali è sempre atteso nel quarto trimestre dell'anno in corso.

La marcata diminuzione della **domanda totale interna**, tratto distintivo della recessione 2011-13, registra un -3,1% (che porta a -12,2% il divario con i valori 2007) e mette a segno un marginale recupero nel 2014: +0,3%.

L'**export**, invece, sale dell'1,4% quest'anno e del 2,9% il prossimo, superando così il picco raggiunto sette anni prima.

I **consumi delle famiglie** retrocedono di ulteriori 2,8% nel 2013 e 0,1% nel 2014, cumulando così una flessione del 7,8% dal 2007. Mentre gli **investimenti**, comprese le costruzioni, ricominciano a salire l'anno venturo (+1,2%), dopo il -5,4% di questo. Rispetto al 2007 il gap rimane siderale: -26,1%.

L'accelerazione dei **pagamenti degli arretrati** della pubblica amministrazione verso le imprese è un fattore importante non conteggiato in queste stime, perché essi sono tuttora troppo incerti nella distribuzione temporale. Se realizzata pienamente come annunciato può spostare l'aumento del PIL oltre l'asticella dell'1% nel 2014.

Il basso livello degli investimenti mina il **potenziale di sviluppo** e quindi la velocità futura raggiungibile dall'economia italiana. Ma dà anche una misura dell'ampiezza del possibile rimbalzo.

La **bassa redditività** media toglie autofinanziamento e incentivi a puntare sul Paese. Occorrono quindi provvedimenti che aiutino a riallocare le risorse tra settori e tra imprese e che rendano più allettante l'Italia, in un contesto globale dove la concorrenza per attrarre iniziative imprenditoriali è altissima.

Profondità e lunghezza della recessione stanno avendo ripercussioni notevoli sul **mercato del lavoro**. La diminuzione delle persone occupate si è arrestata in giugno e luglio. È stata di oltre mezzo milione dall'estate 2011 e di quasi il doppio dalla primavera 2008. Più ampia la contrazione delle **unità di lavoro**, perché considerano il tempo effettivamente lavorato e quindi il maggior ricorso alla CIG e alle altre forme di riduzione dell'orario: nel secondo trimestre 2013 è risultata pari a -712mila dal secondo trimestre 2011 e a -1,719 milioni dal picco pre-crisi.

Le ulteriori riduzioni attese, sia per le persone sia per le ULA, sono contenute e le seconde inizieranno lentamente a recuperare dalla primavera prossima, scontando il **consueto ritardo** tra le svolte della produzione e quelle occupazionali.

Anche il numero di disoccupati si è stabilizzato, stando agli ultimi dati mensili, sopra i tre milioni. Ma il suo livello è di 1,1 milioni più elevato rispetto a due anni prima ed è più che raddoppiato da metà 2007. Il **tasso di disoccupazione** rimane sostanzialmente fermo ai massimi già raggiunti: 12,1% nel secondo trimestre 2013, 12,3% nell'ultimo 2014. Comprendendo la CIG, i due numeri salgono al 13,4% e al 13,6%.

L'emergenza del mercato del lavoro, dunque, fatica a rientrare spontaneamente, data la lentezza della ripresa. Perciò sono **urgenti provvedimenti** sia per innalzare la crescita sostenibile del Paese sia per aumentare l'occupabilità delle persone.

Le **retribuzioni** di fatto nell'intera economia difendono il potere d'acquisto nel biennio 2013-2014, grazie anche a un'inflazione molto contenuta (1,5% quest'anno e 1,7% nel 2014); nel settore privato ci sarà un piccolo aumento dei salari reali (+0,5% cumulato).

I **conti con l'estero** italiani si sono aggiustati. La bilancia corrente torna in attivo quest'anno per la prima volta dal 1999 e il suo saldo si rafforza nel 2014 (+1,7% del PIL); il passivo aveva raggiunto il 3,5% del PIL nel 2010. L'Italia non consuma più di quello che produce. La correzione è avvenuta, nei dati in valori correnti, dal lato dell'export, che sale di 60 miliardi in tre anni, più che dal lato dell'import. Quest'ultimo, nonostante il notevole calo in volume, aumenta di 14 miliardi.

La **posizione debitoria** verso il resto del mondo, che aveva raggiunto il 24,5% del PIL già nel 2007 e che ancora a quel livello stava nel 2012, inizia a rientrare nel 2013-2014. Una posizione che, per dimensione relativa, è quasi due volte quella che nel 1992 contribuì a far uscire la lira dallo SME e simile a quella USA; con la differenza che il dollaro è valuta di riserva di un paese a piena sovranità monetaria, mentre in ciò l'euro equivale per l'Italia a una valuta estera.

La **conservazione** di questo riequilibrio è **vitale** per rendere il Paese più resistente alle tempeste finanziarie globali e di ciò bisogna tener conto quando si disegnano politiche economiche volte a rilanciare la domanda interna. Occorre al contempo migliorare la competitività.

Il profilo più favorevole dell'economia aiuta nei **conti pubblici** a cogliere il raggiungimento dell'obiettivo di tenere il deficit entro il 3,0% del PIL nel 2013 e nel 2014.

Un target importante da centrare per uscire dalla tagliola delle nuove regole del **fiscal compact** e che richiede il continuo monitoraggio dell'andamento della spesa (che pare sotto controllo) e delle entrate. Queste ultime vanno molto meglio di quanto scritto nei documenti ufficiali, con un netto miglioramento anche dell'IVA (molto sensibile alla domanda interna).

Il **saldo strutturale** rimane non lontano dal pareggio (-0,6% del PIL nel 2014), grazie all'ampio avanzo primario (5,0% del PIL al netto del ciclo).

Il **debito pubblico**, tolti i contributi ai fondi europei di stabilità e alla Grecia, tende a stabilizzarsi in rapporto al PIL: 128,2% nel 2013 e 128,4% nel 2014. Il suo forte aumento dal 2011 (quando era al 120,0%) conferma che la ricetta per ridurlo deve avere come ingrediente principale il rilancio della crescita, senza la quale la sola austerità è controproducente e le dimissioni hanno effetti non durevoli.

La **pressione fiscale** raggiunge il record nel 2013 (44,5% del PIL) e rimane molto alta nel 2014; quella effettiva, escluso il sommerso, oltrepassa il 53%.

La riduzione dell'imposizione sul reddito da lavoro e impresa è vitale per riportare il Paese su un più alto **sentiero di sviluppo**. Assieme agli interventi, più volte ricordati, che riguardano burocrazia, infrastrutture, capitale umano, concorrenza e finanza di impresa.

1 LE PREVISIONI

1.1 L'economia italiana

Dalla caduta alla lenta ripresa

sarà però lenta.

Sulla strada della ripresa persistono, infatti, rischi, interni e internazionali, e ostacoli. Cruciale è la stabilità politica per rinsaldare la fiducia di imprese e consumatori.

Le previsioni del CSC collocano l'interruzione della caduta del PIL nel terzo trimestre di quest'anno e il ritorno a variazioni positive nel quarto (Grafico 1.1).

Rispetto a quanto stimato in Scenari economici del giugno scorso, la dinamica del PIL risulta migliore. Ciò si spiega con un calo congiunturale nel secondo trimestre 2013 meno negativo di quanto atteso (-0,2% contro -0,4%) e con l'andamento positivo nei mesi estivi degli indicatori congiunturali. Ciò è coerente con la tenuta dell'attività economica già nel terzo trimestre di quest'anno e con un suo incremento nel quarto trimestre un po' più ampio (+0,3%).

Il profilo più elevato nel 2013 alza anche la dinamica media annua nel 2014, con un trascinarsi che ora è positivo (+0,2%), mentre risultava nullo nelle valutazioni effettuate a giugno.

Il CSC stima una variazione annua del PIL italiano di -1,6% nel 2013 e di +0,7% nel 2014 (Tabella 1.1). L'export e la ricostituzione delle scorte guidano l'uscita dell'Italia dalla recessione, la seconda della lunga crisi iniziata nel 2007. L'uscita

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)				
	2011	2012	2013	2014
Prodotto interno lordo	0,4	-2,4	-1,6	0,7
Consumi delle famiglie residenti	0,1	-4,3	-2,8	-0,1
Investimenti fissi lordi	-1,8	-8,0	-5,4	1,2
<i>di cui: in costruzioni</i>	-2,6	-6,2	-5,0	-0,5
Esportazioni di beni e servizi	5,9	2,3	1,4	2,9
Importazioni di beni e servizi	0,5	-7,7	-3,4	1,7
Saldo commerciale ¹	-1,1	1,1	2,6	3,4
Occupazione totale (ULA)	0,1	-1,1	-1,5	-0,2
Tasso di disoccupazione ²	8,4	10,7	12,1	12,3
Prezzi al consumo	2,8	3,0	1,5	1,7
Retribuzioni totale economia ³	1,3	1,0	1,5	1,5
Saldo primario della PA ⁴	1,2	2,5	2,3	3,0
Indebitamento della PA ⁴	3,8	3,0	3,0	2,6
Debito della PA ⁴	120,8	127,0	131,7	132,3

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.

**Recessione
finita**

e
durata
otto trimestri, uno in più rispetto a quella precedente (iniziata nel quarto trimestre del 2007 e finita con il secondo del 2009). Il calo cumulato è stato minore (-4,4% contro -7,2%), partendo però da livelli già bassi. Cosicché nel secondo trimestre del 2013 il PIL è dell'8,8% inferiore ai livelli pre-crisi.

Secondo il CSC la crescita proseguirà l'anno prossimo a ritmo contenuto (+0,2% medio a trimestre). A fine 2014 la distanza dai livelli pre-crisi sarà ancora del 7,8%.

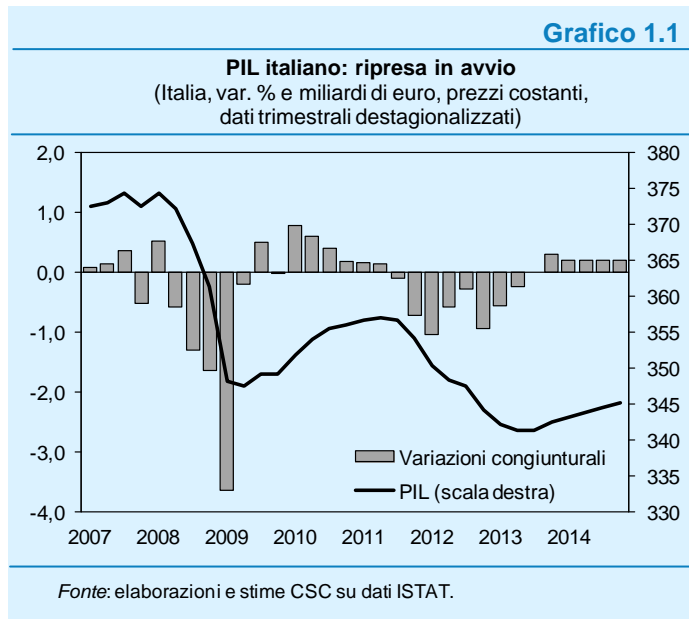
**Italia
al punto di svolta**

PIL
entro la
fine del 2013. Il recupero dell'indicatore è iniziato nel settembre 2012 (+0,01% su agosto) e si è consolidato nei mesi successivi, fino a giugno 2013 (ultimo dato disponibile), quando la variazione è stata di +0,33% su maggio (Grafico 1.2).

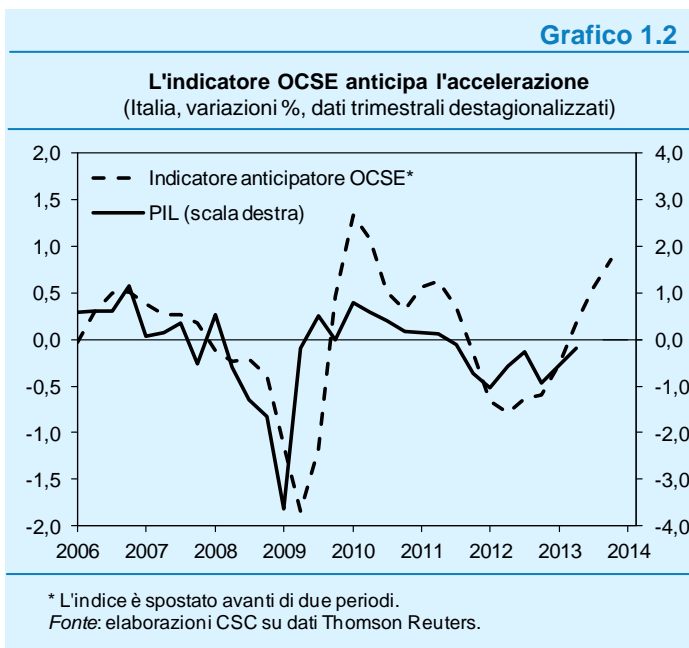
Le più recenti indagini qualitative concordano nel rilevare il recupero dell'attività economica. Rispetto a quanto osservato nella prima metà del 2009, tale recupero è meno netto. Ciò a conferma delle persistenti difficoltà. I dati, comunque, confermano che l'inversione di tendenza è prossima.

**Gli indicatori
congiunturali
migliorano**

Se confermata, la variazione nulla stimata ora per il PIL nel terzo trimestre 2013 interrompe la contrazione iniziata due anni prima



L'anticipatore OCSE, che precorre di circa sei-nove mesi i punti di svolta del ciclo economico, indica il ritorno alla crescita del



Gli indicatori congiunturali sono, infatti, coerenti con la ripartenza dell'economia: il PMI composito (che sintetizza i PMI manifatturiero e dei servizi) è salito in agosto a 50,4 (da 49,8 di luglio; Grafico 1.3), tornando in area di espansione per la prima

volta da maggio 2011. Nella media di luglio-agosto l'indice è aumentato di 3,4 punti rispetto al secondo trimestre 2013 (50,1 da 46,7).

L'indice PMI manifatturiero in agosto ha toccato il livello massimo da 27 mesi, confermandosi per il secondo mese consecutivo in area di espansione (51,3 da 50,4); il suo incremento è trainato dalle componenti ordini (53,3 da 50,5) e produzione (54,4 da 52,6), entrambe al top da maggio 2011. Il maggiore progresso negli ordini è stato ottenuto sui mercati esteri (55,8 da 53,8).

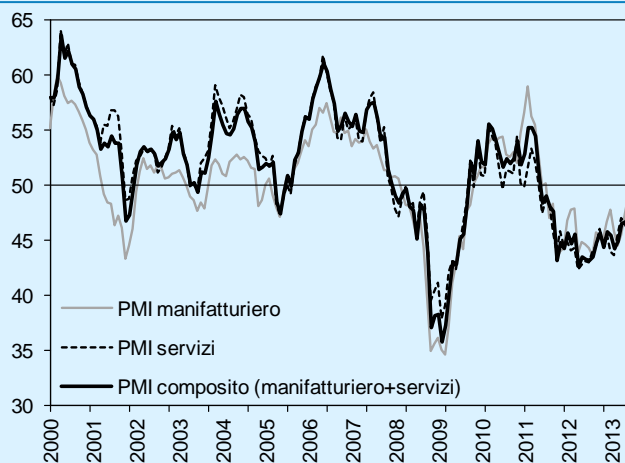
Il PMI dei servizi in estate è rimasto in area recessiva. Al di là delle oscillazioni mensili, ha però continuato lungo una tendenza di miglioramento iniziata nella primavera 2012. In agosto il PMI ha segnalato una moderata contrazione dell'attività (indice a 48,8); nella media del bimestre luglio-agosto è aumentato di 2,4 punti rispetto ai livelli del secondo trimestre 2013 (48,8 da 46,4). La componente nuovi ordini segnala un modesto calo (48,1 da 45,8), il più contenuto degli ultimi due anni; nella media di luglio-agosto è più alta che nel secondo trimestre (a 47,0 da 45,1). Le previsioni degli operatori sull'attività dei servizi nei prossimi dodici mesi continuano a segnalare un forte grado di ottimismo (indice a 61,0 da 62,3, top da due anni); il livello medio degli ultimi due mesi è aumentato di 3 punti rispetto al secondo trimestre.

Le rilevazioni sulla fiducia di famiglie e imprese evidenziano un netto e generalizzato consolidamento della tendenza positiva emersa nei mesi più recenti.

L'indicatore composito di sentimento economico elaborato dalla Commissione europea è salito in agosto al massimo da settembre 2011 (91,5 dal minimo di 80,8 nel settembre 2012; Grafico 1.4). L'aumento mensile è diffuso a tutti i settori, tranne le costruzioni (-1,0 punti). I maggiori incrementi si sono avuti nel commercio al dettaglio (+5,7 punti) e nei servizi (+3,3); tra i consumatori l'indice è salito

Grafico 1.3

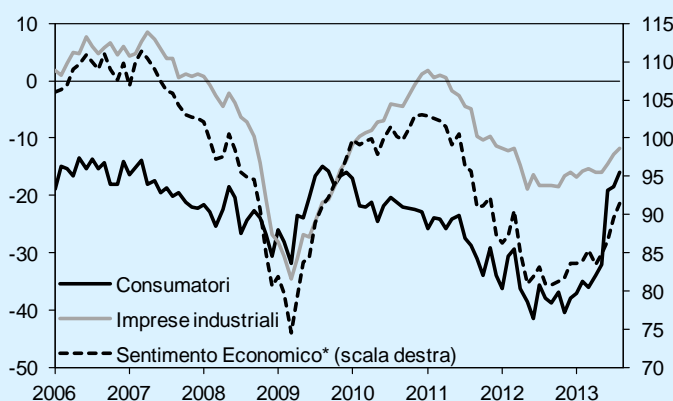
È finita la recessione
(Italia, 50=nessuna variazione congiunturale, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

Grafico 1.4

Il forte recupero della fiducia
(Italia, saldi delle risposte e indice, media di lungo periodo=100, dati mensili destagionalizzati)



* Formato dagli indici di fiducia tra le imprese manifatturiere, edilizie, del commercio al dettaglio, degli altri servizi e dei consumatori.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

di 2,5 punti e nell'industria di 1,0. Nella media dell'ultimo bimestre il sentimento economico è salito di 5,5 punti rispetto al secondo trimestre.

Consumi: frena il calo

La spesa delle famiglie, secondo il CSC, dopo essere scesa del 4,3% nel 2012, diminuirà del 2,8% quest'anno e dello 0,1% il prossimo.

Durante la recessione 2007-2009 la contrazione della spesa delle famiglie era stata relativamente contenuta (-3,0%) rispetto alla diminuzione del reddito disponibile reale (-4,2%). Successivamente, tra il secondo trimestre del 2009 e il quarto del 2010, i consumi erano aumentati del 2,9%, a fronte di un reddito disponibile invariato in termini reali. Nel primo trimestre del 2011 hanno ricominciato a scendere, cumulando una caduta molto profonda: -6,9% a tutto il primo trimestre 2013 (l'ultimo per il quale sono disponibili le statistiche), in linea con la riduzione del reddito disponibile (-6,7%). Quest'ultimo ha risentito anche dell'inasprimento del prelievo fiscale.

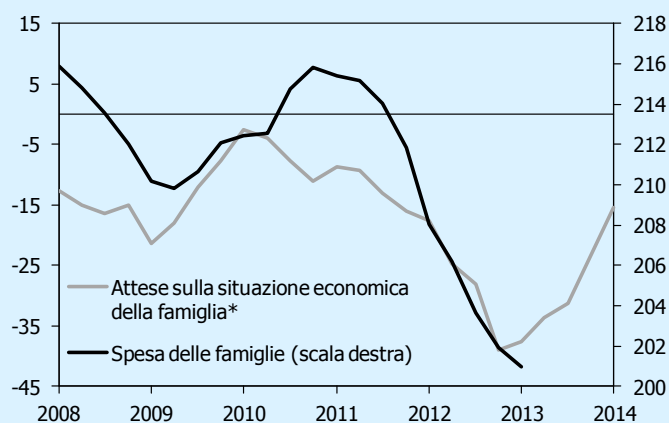
Nel primo trimestre 2013 il gap nei consumi rispetto ai valori pre-crisi era del 7,1%. Complessivamente, la riduzione della spesa familiare è stata meno intensa di quella del reddito disponibile reale, che nel primo quarto 2013 era inferiore del 10,5% rispetto al terzo 2007. Tale divario è stato coperto agendo sulla propensione al risparmio, che è scesa al 9,3% dal 12,7%.

Nel secondo trimestre del 2013 la flessione dei consumi dovrebbe essersi attenuata, dopo il -0,5% congiunturale del primo trimestre. L'indice di fiducia delle famiglie (rilevato dall'ISTAT), che era diminuito ininterrottamente dalla primavera del 2012 al minimo storico dello scorso gennaio (84,8), è infatti cresciuto nel corso del 2013 fino a raggiungere il massimo biennale di 98,3 in agosto. Questo numero risente di un cambiamento metodologico (introdotto nel giugno scorso), al netto del quale il livello è di 95,4, che è il valore più elevato dal marzo 2012.

In particolare, nella media di luglio-agosto si sono registrati aumenti consistenti nelle aspettative sulla situazione economica dell'Italia (+29,7 punti rispetto al secondo trimestre) e nelle possibilità future di risparmio (24,5)¹. Il saldo dei giudizi sul bilancio familiare era in agosto 16 punti superiore al minimo storico di gennaio 2013. Le attese sulla situazione economica delle famiglie sono in continuo rialzo da aprile e nella media di luglio-agosto il livello è stato superiore di 7,8 punti rispetto al trimestre precedente (quando era già

Grafico 1.5

Le attese indicano più consumi
(Italia, saldi delle risposte e miliardi di euro,
dati trimestrali destagionalizzati)



* Spostate avanti di due trimestri; terzo trimestre 2013: media luglio-agosto.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

¹ L'impatto del cambiamento metodologico non è disponibile per le singole componenti dell'indice. Si veda la Nota informativa ISTAT del 25 luglio 2013, *Stima dell'impatto delle innovazioni introdotte nella rilevazione sul clima di fiducia dei consumatori a giugno 2013*.

salito di 8,0 punti; Grafico 1.5); tale dinamica preannuncia un miglioramento nei consumi. Il clima futuro dei consumatori è salito in agosto ai massimi da gennaio 2010 (101, +12,7 punti in luglio-agosto sulla media del secondo trimestre. Questo indicatore storicamente è anche correlato con la dinamica del ciclo economico italiano e ne anticipa di circa un trimestre i punti di svolta (Grafico 1.6).

I dati sulle immatricolazioni di agosto, depurati dai fattori stagionali, confermano che le vendite di auto in Italia hanno toccato il fondo all'inizio del 2013 e stanno lentamente risalendo.

Tra i fattori di spinta della spesa delle famiglie, che spiegano le stime del CSC, spiccano l'allentamento della restrizione dei conti pubblici, la diminuzione della bolletta energetica e il rinsaldarsi della fiducia. Tra quelli frenanti ci sono la necessità di ricostituire il risparmio precauzionale e la debolezza del mercato del lavoro.

Investimenti: rallenta la caduta

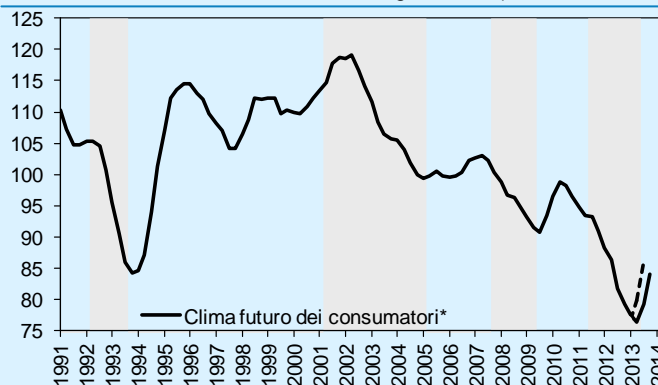
Secondo le stime del CSC gli investimenti fissi lordi diminuiranno ancora del 5,4% nel 2013. E torneranno ad aumentare nel 2014 (+1,2%), ma rimarranno del 26,1% sotto al livello del 2007.

La spesa in macchine e mezzi di trasporto arretra del 5,9% quest'anno, per poi recuperare il 2,9% il prossimo. La crisi del mercato immobiliare continua a comprimere gli investimenti in costruzioni, che diminuiranno sia quest'anno (-5,0%) sia nel 2014 (-0,5%).

Il calo degli acquisti di beni strumentali è atteso attenuarsi nel corso del 2013. I giudizi sugli ordini interni delle imprese che li producono, infatti, sono migliorati di cinque punti in agosto (-52 da -57 in luglio) e nella media luglio-agosto sono saliti di 0,8 punti rispetto al secondo trimestre (indagine ISTAT sulle imprese manifatturiere; Grafico 1.7). Sono, inoltre, in rialzo le valutazioni delle aziende sulle condizioni per investire: nel secondo

Grafico 1.6

Le famiglie avvertono la svolta del ciclo
(Italia, indice 2005=100, medie mobili a 4 termini di dati mensili destagionalizzati)

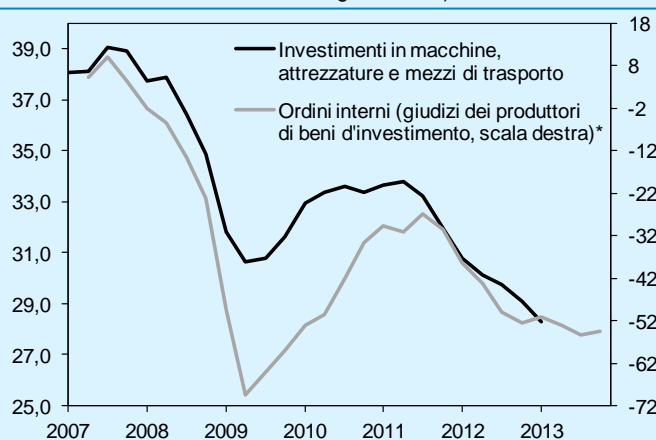


In evidenza i periodi di recessione.

* L'indice è corretto per l'effetto stimato dall'ISTAT dell'impatto derivante dalla diversa stratificazione del campione delle famiglie introdotta nel giugno 2013. La linea tratteggiata rappresenta l'indice non depurato da tale effetto.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e ISAE.

Grafico 1.7

Negli investimenti frena la caduta
(Italia, miliardi di euro e saldi delle risposte, dati destagionalizzati)



* Spostati avanti di un trimestre; terzo trimestre 2013=media luglio-agosto.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

trimestre 2013 saldo a -32,0, da -47,3 nel primo (indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore).

Gli investimenti delle imprese saranno sostenuti da prospettive più favorevoli della domanda sul fronte interno ed estero, dal miglioramento della fiducia e da un graduale recupero della redditività. Il saldo dei giudizi delle imprese sull'andamento della domanda dei propri prodotti è migliorato di 11,0 punti nel secondo trimestre sul primo e quello sulle previsioni per il terzo trimestre di 5,0 punti (indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). Inoltre, nel settore manifatturiero l'indice sull'andamento della redditività negli ultimi tre mesi è salito in agosto a 53,5 (da 49,4 in luglio; indagine Markit). Quest'ultimo dato va letto con cautela, considerati i livelli di partenza molto bassi. Infine, nel secondo trimestre il grado di utilizzo della capacità produttiva è risalito al 71,6% (massimo dal primo trimestre 2011). La stretta creditizia e la scarsa liquidità restano importanti ostacoli al recupero degli investimenti; su di essi interviene il pagamento degli arretrati commerciali della PA, che quindi è opportuno accelerare.

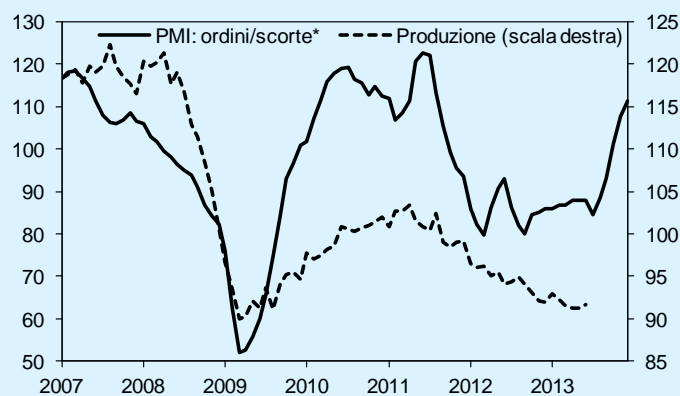
Produzione in risalita

L'attività industriale in Italia ha registrato nove trimestri consecutivi di calo. Nel secondo trimestre del 2013 c'è stata una diminuzione congiunturale dello 0,9%, dopo il -0,2% del precedente. In maggio, giugno e, secondo le stime CSC, luglio si sono avuti tre incrementi mensili consecutivi, primo concreto segno di inversione di tendenza. Grazie ad essi la variazione congiunturale acquisita per il terzo trimestre è di +0,5%. Ciò, insieme alle indicazioni derivanti dal PMI manifatturiero in agosto, rende molto probabile l'interruzione in estate della serie negativa nella dinamica dell'output e l'avvio della ripresa. Va sottolineato che la distanza dal massimo pre-crisi (aprile 2008) era a giugno pari a -24,5%.

A sostegno della produzione c'è l'aumento degli ordini e la necessità di ricostituire le scorte di magazzino (Grafico 1.8). Secondo l'ISTAT nel manifatturiero il saldo dei giudizi sugli ordini è salito in agosto al massimo da ottobre 2011 (-32 dal -37 di luglio); quello sugli ordini dall'estero (-20) è sceso poco al di sotto dei livelli di giugno e luglio 2013 (-19), massimi da maggio 2011; e quello sugli ordini interni è salito di 4 punti su luglio. Il rapporto tra le componenti ordini e scorte del PMI manifatturiero è salito a 115,6 in agosto (da 107,2 in luglio e 99,8 in giugno); poiché anticipa la dinamica dell'attività di un trimestre, preannuncia un ulteriore recupero della produzione industriale nei mesi autunnali. Nella previsione del CSC il contributo delle scorte alla crescita del PIL diventerà positivo nel 2014 (0,3 punti percentuali, da -0,3 nel 2013 e -0,6 nel 2012) e spiegherà poco meno della metà della ripresa dell'economia.

Grafico 1.8

Ordini e scorte rilanciano la produzione
(Italia, medie mobili a 3 mesi e indice 2010=100;
dati mensili destagionalizzati)



* Rapporto tra componenti ordini e scorte del PMI manifatturiero; spostato avanti di tre mesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Markit.

Non si è ancora arrestata la caduta dell'attività nelle costruzioni: in maggio la flessione è stata di -2,0% su aprile e di -41,1% dal picco pre-crisi (gennaio 2008). Resta su livelli estremamente depressi la fiducia delle imprese del settore edilizio (-76,1 in agosto da -76,5), molto lontani dai valori medi del 2007 (103,1).

Riparte l'export

Secondo le stime del CSC, le esportazioni italiane di beni e servizi aumenteranno, in volume, dell'1,4% nel 2013 e del 2,9% nel 2014. Le importazioni, invece, si ridurranno del 3,4% nel 2013 e torneranno ad aumentare nel 2014 (+1,7%). L'export netto offrirà un solido contributo positivo al PIL, pari all'1,4% nel 2013 e allo 0,4% nel 2014.

La debolezza della domanda interna continua a comprimere l'import di merci, che nel primo semestre del 2013 è sceso del 3,0% rispetto alla media del secondo semestre 2012. Più in dettaglio, nei primi cinque mesi dell'anno in corso (i dati disaggregati in quantità arrivano a maggio) si sono ridotte le importazioni di beni intermedi (-3,7% rispetto agli ultimi cinque mesi del 2012), di investimento (-1,4%) e di consumo (-2,5%).

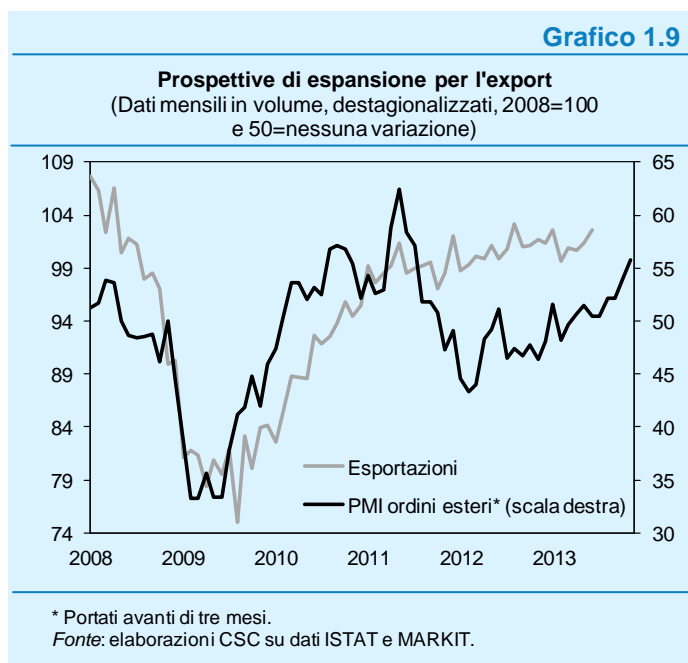
Le esportazioni di merci, invece, sono tornate a crescere nel secondo trimestre 2013 (+0,5% in volume sul primo), dopo due trimestri di contrazione. Ciò grazie alla ripartenza dell'export verso i paesi dell'Unione europea (+0,9% congiunturale, dal -0,9% nel primo 2013 e il -1,6% nel quarto 2012), che ha più che controbilanciato la frenata di quello extra-UE (+0,3%; +0,3% e +0,8%, rispettivamente, nei due trimestri precedenti). In luglio le vendite extra-UE sono diminuite del 2,1% su giugno (il dato su quelle intra-UE non è ancora disponibile).

L'aumento delle esportazioni di merci acquisito nel primo semestre 2013 rispetto alla media del 2012 è pari allo 0,6%.

Hanno registrato una performance positiva le vendite all'estero di beni di consumo (+2,2% in volume nei primi cinque mesi del 2013 rispetto ai cinque mesi finali del 2012); si sono ridotte, invece, quelle di beni intermedi (-2,2%) e di investimento (-3,3%).

La ripresa della domanda all'interno dell'UE, destinazione di più della metà delle vendite estere italiane (53,8% nel 2012), sosterrà la dinamica dell'export nel resto dell'anno. Agirà da freno, invece, il rallentamento generalizzato delle economie emergenti, che comunque continueranno a crescere molto più velocemente di quelle avanzate. Nel complesso, la dinamica delle esportazioni italiane sarà favorita dalla moderata accelerazione del commercio mondiale (+2,1% nel 2013 e +4,4% nel 2014, secondo le previsioni del CSC).

Prospettive positive di crescita



dell'export sono confermate dalla componente PMI sugli ordini esteri, in territorio espansivo dall'inizio del 2013, pari a 55,8 in agosto, massimo da aprile 2011 (Grafico 1.9).

Nel biennio 2013-14 miglioreranno significativamente le ragioni di scambio, grazie al rientro delle quotazioni petrolifere. Il CSC prevede, infatti, che la loro variazione passerà dal -1,1% nel 2012 al +1,4% nel 2013 e al +1,8% nel 2014.

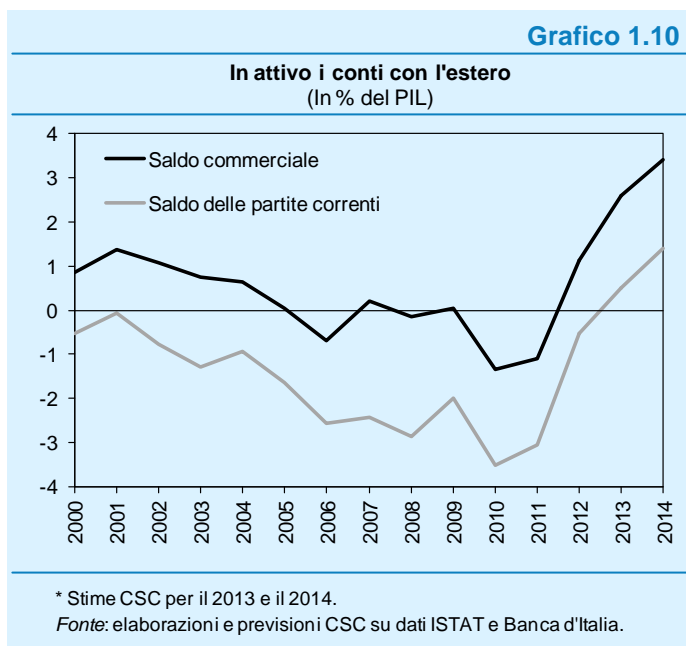
In riduzione la posizione debitoria estera

La dinamica favorevole sia delle quantità sia dei prezzi consoliderà l'attivo della bilancia commerciale. Il cui surplus, pari al 2,3% del PIL nei primi sei mesi del 2013, si attesterà al 2,6% nell'intero anno corrente e al 3,4% nel 2014, secondo le stime del

CSC. Un contributo positivo è offerto dalla graduale riduzione del deficit oil, dal 4,0% del PIL nel 2012 al 3,5% nei primi cinque mesi del 2013, favorita anche dalle minori quotazioni petrolifere.

Nel 2013 è virato in positivo il saldo degli scambi di servizi (+0,1% del PIL, destagionalizzato, nei primi sei mesi), che non registrava un attivo dal 2004. Ciò è dovuto, in parte, alla diminuzione delle importazioni di servizi di trasporto, a causa della caduta dell'import di beni, e di viaggio, per la diminuzione delle spese turistiche all'estero da parte delle famiglie italiane.

L'ampliamento del surplus degli scambi di merci e servizi ha spinto in attivo anche il saldo delle partite correnti: +0,8% del PIL (destagionalizzato) nella prima metà del 2013. Rimangono negative, comunque, le altre sue componenti: il saldo dei redditi, in peggioramento a causa dei minori redditi oltreconfine dei residenti italiani, e quello dei trasferimenti unilaterali, in miglioramento grazie a un maggiore afflusso di trasferimenti dall'estero. Secondo le previsioni del CSC, l'attivo del conto corrente si consoliderà allo 0,8% del PIL nel 2013 e all'1,7% nel 2014 (Grafico 1.10).



L'andamento del saldo delle partite correnti e il deprezzamento dei titoli di portafoglio italiani detenuti dagli investitori esteri stanno riducendo la posizione debitoria estera dell'Italia, che nel primo trimestre 2013 è scesa al 23,8% del PIL, dal 24,8% a fine 2012.

Prestiti scarsi e costosi per le imprese

Il credito erogato alle imprese italiane è calato del 7,2% a giugno rispetto al settembre 2011, pari a -66 miliardi di euro. In tale periodo si è registrata in media una riduzione dello 0,4% al mese, con una forte accelerazione a maggio-giugno (-0,8% al mese; dati

destagionalizzati; Grafico 1.11).

Tante aziende faticano a ottenere prestiti bancari: l'indagine ISTAT indica che in agosto il 15,4% di quelle che ne hanno fatto richiesta non li hanno ricevuti, più del doppio rispetto al 6,9% della prima metà del 2011. Altre imprese hanno rinunciato a chiedere credito, a fronte di costi troppo alti. La carenza di credito ostacola l'operatività di molte aziende, anche finanziariamente solide.

Nel manifatturiero la disponibilità di liquidità è risalita negli ultimi mesi, ma resta molto ridotta rispetto alle esigenze operative (saldo a 14 in agosto, da un minimo di 4 nel novembre 2012; 32 in

media nel 2007; indagine ISTAT). Le aziende continuano a prevedere liquidità in calo: le attese a tre mesi sono a -14 in agosto, in miglioramento dal -18 di gennaio (ma +3 nel 2007). Il 25,6% delle imprese industriali e dei servizi si aspetta liquidità insufficiente nel terzo trimestre, in calo da 27,2% nel secondo; nel settore delle costruzioni tale quota è al 53,0%, in aumento da 46,6% (indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). La boccata d'ossigeno sulla liquidità negli ultimi mesi, ancora insufficiente, è stata dovuta all'avvio da aprile del processo di smaltimento dei debiti commerciali della PA: i pagamenti sono giunti a 7,2 miliardi di euro a inizio settembre (pari al 36% dei 20 miliardi stanziati per il 2013 con il DL 35).

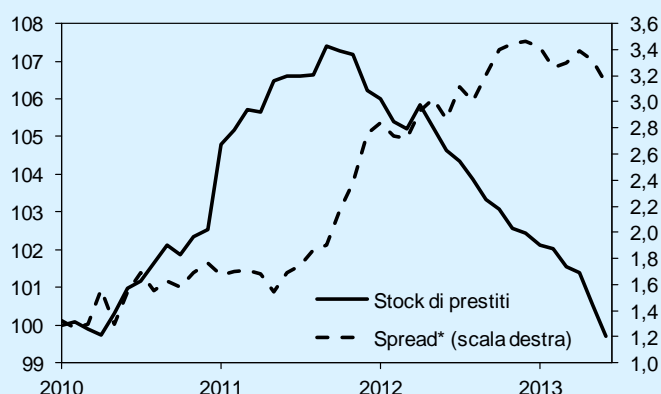
I dati qualitativi segnalano che i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono stati ulteriormente irrigiditi nel secondo trimestre 2013, con un'intensità maggiore rispetto al primo trimestre (indagine Banca d'Italia). Le condizioni di accesso al credito sono peggiorate nel secondo trimestre per il 26,9% delle imprese industriali e dei servizi (28,8% nel primo) e per il 41,5% di quelle delle costruzioni (50,4%; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore). La stretta addizionale sul credito in Italia peggiora le condizioni competitive delle aziende relativamente a quelle che operano in altri paesi di Eurolandia.

Nel secondo trimestre le banche italiane non indicano più tra i motivi della stretta le difficoltà nel reperire liquidità, raccogliere fondi sui mercati e mantenere livelli adeguati di capitale. L'offerta viene razionata, invece, per le attese negative sull'andamento dell'economia e di specifici settori e imprese e per il conseguente timore di accumulare ulteriori prestiti in sofferenza.

La stretta addizionale sul credito è consistita nell'aumento dei margini di interesse fatti pagare alle imprese ritenute più rischiose, nella richiesta di maggiori garanzie, nella riduzione dei volumi accordati e nell'accorciamento delle scadenze. Gli ampi margini applicati dalle banche continuano a impedire alle imprese italiane di beneficiare della discesa quasi a zero dei tassi di mercato a breve. Il tasso medio pagato dalle aziende in giugno era del 3,4%, in lieve calo negli ultimi mesi (3,7% a dicembre), ma ben distante dall'Euribor a tre mesi, che è stabile allo 0,2% dal settembre

Grafico 1.11

Credito: accelera la caduta, costo ancora troppo alto
(Italia, imprese, indice gennaio 2010=100 e punti percentuali)



* Tasso sulle nuove operazioni meno Euribor a 3 mesi.

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

2012. Lo spread sul tasso di riferimento, dunque, era a +3,1 punti a giugno, in calo da +3,5 a dicembre, ma cinque volte maggiore dei valori pre-crisi (+0,6 nel 2007).

La domanda di credito delle imprese in Italia è calata nel secondo trimestre 2013 allo stesso ritmo registrato nel primo. Si approfondisce la riduzione delle richieste di fondi per investimenti fissi, cui si affianca il calo delle richieste per finanziare scorte e capitale circolante. Cresce, invece, la domanda di credito per ristrutturare il debito. Il calo della domanda di prestiti è dovuto ai costi troppo elevati e alla contrazione dell'attività economica fino alla prima metà di quest'anno, che ha tra le sue cause proprio la stretta del credito dal lato dell'offerta attuata fin dal 2011.

Prospettive deboli per il canale bancario

Gli sviluppi nel credito alle imprese dipendono dall'andamento del rendimento dei titoli pubblici. Sul BTP decennale si è attestato al 4,30% in media in agosto, vicino ai livelli di aprile (Grafico 1.12). Il rendimento elevato del titolo tiene alto il costo

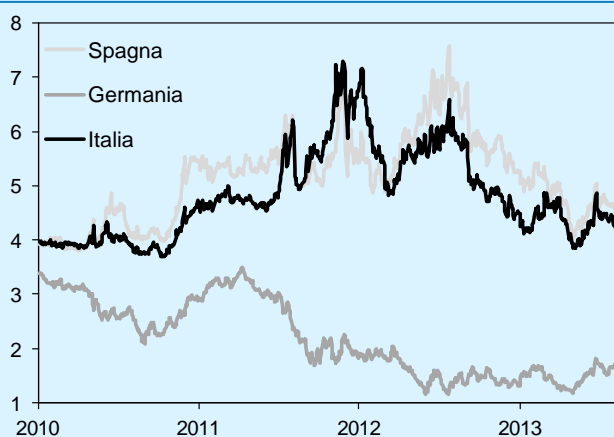
della raccolta bancaria, mentre il suo prezzo basso impatta sui bilanci degli istituti di credito. Il rendimento sul Bund tedesco, invece, è risalito a 1,80%, da 1,25% in aprile. Ciò ha ridotto lo spread BTP-Bund a 250 punti base, da 305. Il divario è molto sotto i picchi (472 punti nel luglio 2012), ma resta ampio rispetto ai valori passati (66 punti nel gennaio 2010). I fondamentali dell'economia italiana e di quella tedesca indicano che lo spread non dovrebbe superare i 170 punti.

Un rischio dello scenario è il possibile contagio sui tassi a lunga, originato dal rialzo che si sta avendo negli USA. Se la risalita dei tassi diffusi finora a Germania e Francia si estendesse prematuramente anche ai paesi periferici, si metterebbe a rischio la ripresa. Gli acquisti illimitati di titoli pubblici da parte di BCE e ESM potrebbero impedire tale risalita, ma non possono essere attivati, in base a come sono stati concepiti, senza una richiesta e precisi impegni da parte dei singoli paesi.

Nello scenario CSC le autorità europee andranno avanti lentamente con gli interventi necessari a realizzare l'unione bancaria. Per rendere operativa la vigilanza unica della BCE occorrono ancora vari mesi (prima metà del 2014). L'ESM potrà ricapitalizzare direttamente le banche solo dopo questa prima tappa, dall'autunno 2014 se non ci saranno intoppi. Da settembre 2013 inizia la discussione della proposta della Commissione per un meccanismo europeo di gestione dei fallimenti di singole banche. Per l'assicurazione comune dei depositi, invece, si attende ancora un progetto della Commissione. In attesa della soluzione completa in grado di slegare i bilanci bancari dal rispettivo rischio-paese non si attenuerà il *deleveraging*, a causa

Grafico 1.12

Tassi sovrani in salita in Germania, spread meno ampi
(Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

dell'aumento del rischio di credito e dell'obbligo di tenere alti i *ratio* di capitale. I prestiti alle imprese, perciò, resteranno scarsi nel medio termine.

Per finanziare la ripresa, è essenziale un rapido rafforzamento degli strumenti finanziari disponibili in Italia. La nuova moratoria dei mutui deve entrare in funzione con la massima tempestività. Va potenziato l'intervento pubblico a sostegno della patrimonializzazione dei confidi, anche attraverso l'utilizzo di fondi strutturali europei, e occorre stimolare nuovi processi di concentrazione nel sistema. Va attuata quanto prima la riforma del Fondo di Garanzia introdotta dal DL "del Fare" che prevede innalzamento delle percentuali di copertura, semplificazione delle procedure di accesso, allentamento dei criteri di valutazione del merito di credito. L'azione del Fondo può essere ulteriormente rafforzata, estendendone le coperture alle emissioni di cambiali finanziarie e obbligazioni; nuovi interventi di garanzia possono essere studiati per favorire gli investimenti innovativi, anche delle grandi imprese.

La BCE è intervenuta a luglio per rilanciare le cartolarizzazioni, ampliando la lista di titoli ABS (*Asset Backed Securities*) accettabili come collaterale; l'obiettivo è liberare risorse bancarie per nuovo credito. Per i titoli basati su prestiti alle PMI, la BCE ha chiesto l'emissione di garanzie da parte di istituzioni internazionali. Richiesta coordinata con il piano della BEI per garantire, con risorse proprie e di altri fondi europei, cartolarizzazioni di prestiti alle PMI. Il meccanismo dovrebbe divenire operativo da inizio 2014 e potrebbe generare nuovi prestiti alle PMI europee per un ammontare fino a 14 miliardi all'anno per sette anni (stime BEI).

Diventa sempre più importante sviluppare i canali finanziari non bancari. Buone notizie vengono in Italia da nuovi strumenti per le PMI, quali i mini-bond (con alcune incoraggianti emissioni di medie imprese nel 2013) e il mercato azionario Aim-Mac (che da inizio anno ha registrato un +10% dei prezzi e varato otto nuove quotazioni di imprese). Rilevante è, inoltre, il lavoro che stanno svolgendo CONSOB, Borsa Italiana, e le associazioni di banche, intermediari finanziari, investitori e imprese per definire strumenti e semplificazioni regolamentari idonei a favorire la quotazione delle *small caps* e l'emissione di titoli di debito.

Credito a costi eccessivi per le famiglie

I prestiti bancari alle famiglie italiane si stanno riducendo, anche se meno di quelli alle imprese. Lo stock è calato dello 0,2% in media al mese tra aprile e giugno 2013 (dati destagionalizzati). Rispetto al massimo di gennaio 2012 i prestiti sono diminuiti in totale dell'1,6% (pari a -7 miliardi di euro). La dinamica annua è in territorio negativo (-1,1% a giugno; +10,1% alla metà del 2010).

L'indagine Banca d'Italia presso le banche indica che nel secondo trimestre 2013 i criteri di offerta sono stati irrigiditi ulteriormente per il credito al consumo, mentre sono rimasti invariati per i mutui. Le banche hanno alzato ancora i margini di interesse sui prestiti giudicati più rischiosi e gli oneri addizionali, senza stringere sulle scadenze. Per la prima volta dal 2007 hanno ridotto (marginalmente) le richieste di garanzie per i mutui. Gli istituti creditizi indicano preoccupazioni per il deterioramento del settore immobiliare, difficoltà nel costo della provvista, vincoli di bilancio nell'erogazione di credito. Viceversa, non segnalano più rischi derivanti dal contesto economico.

Prosegue il calo della domanda, in atto dalla metà del 2011, sia per i mutui sia per il credito al consumo. La causa principale di tale andamento rimane la bassa fiducia. Le famiglie, inoltre,

restano prudenti negli acquisti di beni durevoli e di immobili a causa degli stringenti vincoli di bilancio. Infine, le minori richieste di finanziamenti riflettono i costi ancora troppo alti. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui si è fermato al 3,9% a giugno (da 4,1% nel novembre 2012). Lo spread sull'Euribor è a +3,7 punti (+3,9 punti a novembre), un livello quasi triplo rispetto al 2007 (+1,3 punti). Andamento molto simile per il TAEG sul credito al consumo, sceso al 9,6% a giugno (dal 9,9% a febbraio), con uno spread sull'Euribor a +9,3 punti (+9,6 a febbraio, +5,2 in media nel 2007).

Lavoro: partenza ritardata

Nonostante l'economia italiana sia arrivata al punto di svolta, la domanda di lavoro ricomincerà a crescere solo da primavera 2014. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), in flessione dal terzo trimestre 2011, toccherà nel quarto 2013 un nuovo punto di minimo dall'inizio della crisi (-1 milione e 805mila unità rispetto a fine 2007, -7,2%). La domanda di lavoro rimarrà ferma a inizio 2014 e tornerà a crescere, seppur debolmente, dal secondo trimestre, ovvero con un po' di ritardo rispetto alla ripresa del PIL (+56mila ULA dal quarto trimestre 2013 al quarto 2014, +0,2%; Grafico 1.13).

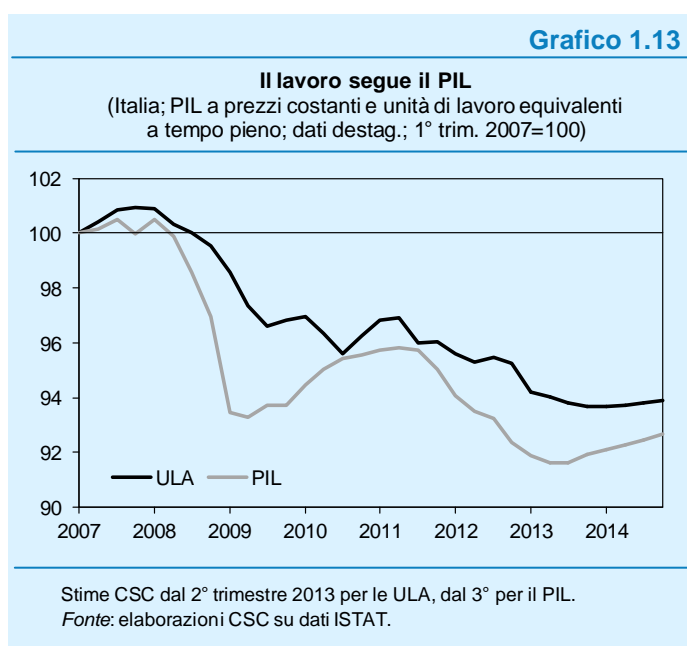
In media d'anno, dopo il -1,1% del 2012, le ULA scenderanno dell'1,5% nel 2013 e di un altro 0,2% nel 2014 (-0,3% acquisito al primo trimestre). Il biennio 2013-2014 si chiuderà con 1 milione e 749mila ULA occupate in meno rispetto a fine 2007 (-7,0%).

Più difficoltà nell'industria

Come già nella recessione 2008-2009, anche in quella 2011-2013 l'arretramento dei livelli di attività ha colpito soprattutto l'occupazione nell'industria. In quella in senso stretto, le ULA erano sotto di 804mila unità a inizio 2013 rispetto a inizio 2008 (-15,9%), un divario occupazionale che rappresenta quasi la metà di quello registrato nell'intera economia e che riflette il calo ancora più ampio della produzione (-23,2%).

Nonostante livelli di attività tanto bassi, le imprese industriali hanno mantenuto elevato il *labor boarding* (trattenimento dei lavoratori da parte delle imprese), tramite il ricorso alla CIG. A fronte del perdurare della recessione, tuttavia, le aziende manifatturiere sono state costrette a tagliare ulteriori posizioni lavorative (-603mila dal primo trimestre 2008 al primo 2013, -180mila dal secondo trimestre 2011 al primo 2013; Grafico 1.14). Questa dinamica negativa è proseguita nei mesi più recenti, ma a ritmo inferiore: la componente del PMI manifatturiero relativa ai livelli di manodopera, infatti, pur rimanendo al di sotto della soglia neutrale del 50, è passato da 46,8 in

Nonostante l'economia italiana sia arrivata al punto di svolta, la domanda di lavoro ricomincerà a crescere solo da primavera 2014. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), in flessione dal terzo



aprile a 48,4 in agosto (45,8 medio in gennaio-marzo). Nonostante l'incremento della produzione industriale registrato da maggio, rimane ampio l'eccesso di manodopera rispetto alle necessità dettate dai livelli di attività. Le prospettive occupazionali restano, dunque, negative per il prossimo futuro: in agosto il saldo delle attese delle imprese manifatturiere sull'occupazione nei successivi tre mesi, rilevate dall'ISTAT, era pari a -11, un valore uguale a quello medio attorno al quale ha fluttuato da metà 2011.

L'equivalente forza lavoro delle ore di CIG utilizzate nell'industria in senso stretto è stimato per il secondo trimestre 2013 a 215mila unità². Questo ampio bacino di lavoro di fatto non impiegato ritarderà la ripresa del processo di creazione di posti di lavoro, simmetricamente al suo effetto di ammortizzatore nella fase recessiva.

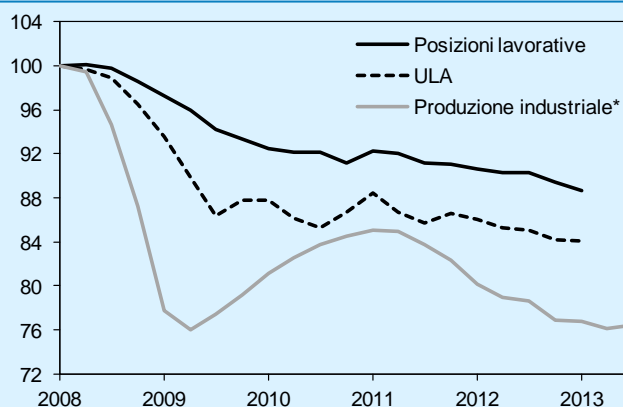
Nessuna ripresa a breve per l'edilizia

(-26,7%) e proseguirà per tutto il biennio 2013-2014, dato che gli investimenti residenziali e non continueranno a essere frenati, rispettivamente, dalle persistenti difficoltà del mercato immobiliare e dall'elevata capacità produttiva inutilizzata (Grafico 1.15). Le prospettive negative per il comparto edile sono confermate dagli indicatori qualitativi anticipatori: in luglio e agosto l'indice di fiducia delle imprese delle costruzioni è sceso a 76,3, minimo da metà 2010; il saldo delle previsioni sull'occupazione nei successivi tre mesi è rimasto fermo a -19, lo stesso valore del trimestre precedente, minimo da inizio 2010. Un

Continua a scendere a passo più deciso l'occupazione nelle costruzioni. Dal primo trimestre 2008 al primo 2013 il settore ha perso 330mila posti di lavoro (-15,0%). L'espulsione di manodopera rispecchia la caduta a picco del valore aggiunto

Grafico 1.14

Le imprese industriali tutelano l'occupazione
(Italia, industria in senso stretto; dati destag., 1° trim. 2008=100)



* Stima CSC per il 3° trimestre 2013.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.15

Non si ferma il crollo dell'edilizia
(Italia; var.% trimestrali su dati destag. e saldi delle risposte)



* Previsioni a tre mesi, medie trimestrali spostate avanti di un trimestre.
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

² La stima delle ore effettivamente erogate nell'industria in senso stretto è effettuata con il tasso di utilizzo della CIG comunicato dall'INPS, che si riferisce all'intera economia.

sostegno, che non sembra ancora registrato nei dati estivi, è rappresentato dai recenti incentivi fiscali a favore del settore³.

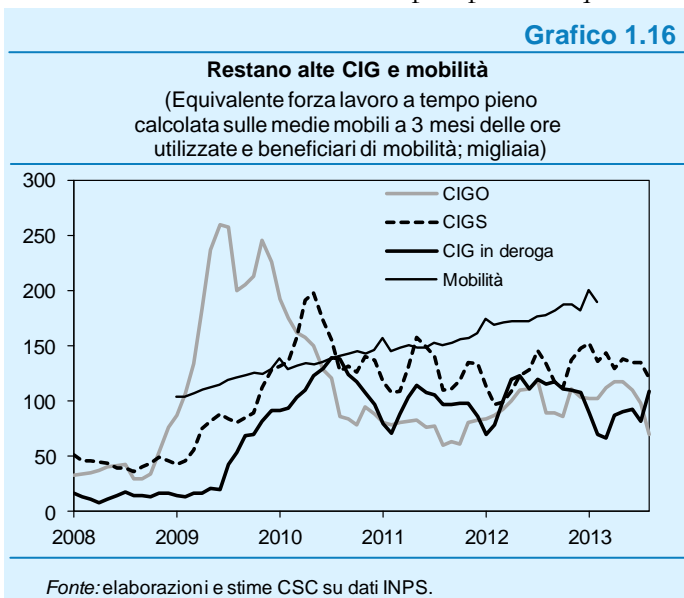
Meno lavoro anche nei servizi

Il calo dell'occupazione non si è ancora esaurito nemmeno nel terziario. Dal terzo trimestre 2012 al primo 2013 sono andati persi 205mila posti di lavoro nei servizi al netto di PA, istruzione e sanità. Questa dinamica negativa trova conferma nei più recenti dati congiunturali e negli indicatori qualitativi anticipatori. Il PMI dei servizi ha in effetti rilevato tra aprile e luglio ulteriori diminuzioni dei livelli occupazionali, seppur di intensità inferiore che nei mesi precedenti (componente relativa all'occupazione a 45,3 medio, da 44,2 tra ottobre 2012 e marzo 2013). Sulla base dell'indagine ISTAT presso le aziende dei servizi di mercato, le aspettative occupazionali restano negative per i prossimi mesi (saldo delle risposte a -17 in luglio-agosto 2013, dal -10 nei tre trimestri precedenti).

CIG alta fino a inizio 2014...

Dopo il calo estivo spiegato da fattori stagionali, il CSC stima che le richieste di autorizzazione di CIG torneranno a crescere in autunno e le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte supereranno le 340mila stimate per il secondo trimestre 2013. Aumenteranno gli interventi in deroga (che assorbivano 90mila unità in primavera, il 26% del totale), rimarranno elevati quelli straordinari (134mila unità, 40%) e caleranno quelli ordinari (115mila unità, 34%; Grafico 1.16). Nelle stime CSC il ricorso alla CIG comincerà lentamente a sgonfiarsi solo da primavera 2014, attestandosi a fine anno sulle 320mila unità coinvolte, un livello simile a quello di primavera 2011⁴.

Dopo il calo estivo spiegato da fattori stagionali, il CSC stima che le richieste di autorizzazione di CIG torneranno a crescere in autunno e le unità di lavoro a tempo pieno equivalenti complessivamente coinvolte supereranno le 340mila stimate per il secondo trimestre 2013.



... e rallenta la ripresa dell'occupazione

L'andamento dell'occupazione è strettamente legato al ricorso alla CIG, in quanto il mancato reintegro dei cassaintegrati 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 riassorbiti, il numero di persone occupate toccherà un minimo di 22 milioni 461mila unità nel quarto trimestre 2013 (-990mila unità dal picco del secondo trimestre 2008). Nel 2014 l'occupazione smetterà di calare e anzi aumenterà lievemente (+0,1%, pari a 14mila unità); in media d'anno, tuttavia, la variazione rimarrà di segno negativo, pari a -0,2%,

³ Decreti legge n.63 e n.102 del 2013 (quest'ultimo per la parte relativa alla sospensione IMU sugli immobili invenduti).

⁴ Il calcolo delle ULA in CIG è effettuato assumendo che nel periodo gennaio-luglio 2013 la quota di ore autorizzate effettivamente utilizzata dalle imprese sia stata pari a quella stimata dall'INPS per il 2012 (50,4% per gli interventi ordinari e 54,5% per quelli straordinari e in deroga).

dopo il -1,6% nel 2013. Il 2014 si chiuderà con 880mila persone impiegate in meno rispetto a fine 2007 (-3,8%).

I dati INPS sul numero di lavoratori in mobilità si fermano a febbraio 2013: 189mila, +30,2% rispetto a due anni prima⁵.

Frena l'aumento della disoccupazione

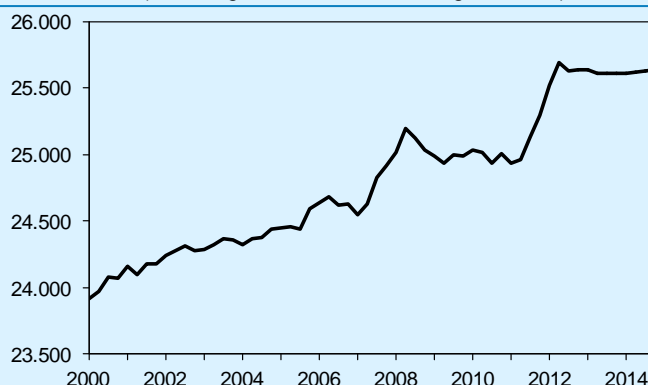
L'aumento era dovuto all'espansione della forza lavoro; dall'estate scorsa è la caduta degli occupati a spingerlo su. Il rialzo si è interrotto in giugno e luglio, a causa di una lieve flessione della forza lavoro accompagnata da un'occupazione ferma. A causa di un ulteriore calo dell'occupazione, il tasso di disoccupazione raggiungerà il 12,3% nel quarto trimestre del 2013 (12,1% in media d'anno), livello su cui rimarrà ancorato nel corso del 2014. Se si includono le ULA equivalenti in CIG, l'incidenza della forza lavoro inutilizzata raggiunge il 13,7% a fine 2013, per scendere solo lievemente, al 13,6%, a fine 2014.

Da primavera 2011, la spinta a cercare un impiego (specie tra le donne) per sostenere i bilanci familiari ha innescato l'espansione della forza lavoro. In uno scenario in cui, con un'economia debole, è difficile trovare lavoro, ciò ha causato l'aumento dei disoccupati. La crescita della forza lavoro si è di conseguenza arrestata a partire dal terzo trimestre 2012 e il CSC prevede che rimarrà contenuta anche nel prossimo futuro⁶ (Grafico 1.17).

A luglio 2013 i disoccupati in Italia superavano i tre milioni e rappresentavano il 12,0% della forza lavoro. Il tasso di disoccupazione è in salita da due anni e ha raggiunto il 12,2% a maggio 2013 dal 7,8% di aprile 2011. Fino a primavera 2012

Grafico 1.17

Stop all'aumento della forza lavoro (Italia, migliaia di unità, dati destagionalizzati)

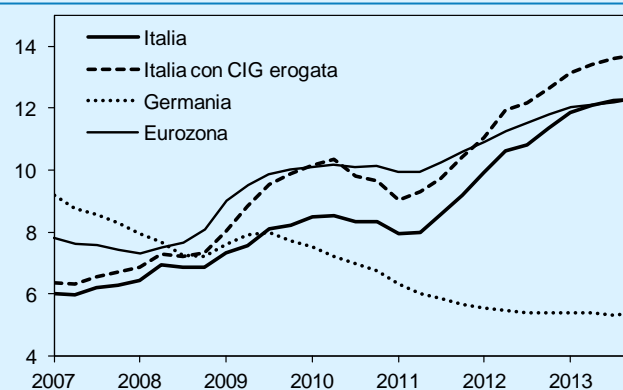


Stime CSC dal 3° trimestre 2013.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Grafico 1.18

Disoccupazione in aumento (In % della forza lavoro; dati destagionalizzati)



Stime CSC dal 3° trimestre 2013.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT, INPS, Eurostat e Consensus Forecasts.

⁵ La riforma del mercato del lavoro (legge n. 92/2012) prevede che l'istituto della mobilità sia abrogato a decorrere dall'1.1.2017 e che, dal 2015 e fino a tale data, vi sia una progressiva riduzione della durata della relativa indennità. A partire dal 2013, con un incremento progressivo, è entrata in vigore l'ASPI, che sarà a regime dall'1.1.2016.

⁶ Si veda il riquadro *L'espansione della forza lavoro tra spinte cicliche e strutturali*, Scenari economici n.17, Giugno 2013.

Disoccupazione elevata nell'Eurozona

Un alto tasso di disoccupazione caratterizza molti paesi europei. In luglio la disoccupazione nell'Area euro è rimasta ferma al massimo storico, 12,1% della forza lavoro. Tra le principali economie, rimane stabile su livelli elevati in Francia (11,0%) e in Spagna (26,3%). In Germania è scesa al 5,3%, dopo essere stata ferma per un anno al 5,4%. Le previsioni raccolte da *Consensus Forecasts* registrano un tasso di disoccupazione medio per l'Eurozona pari al 12,2% nel 2013 e al 12,3% nel 2014 (Grafico 1.18).

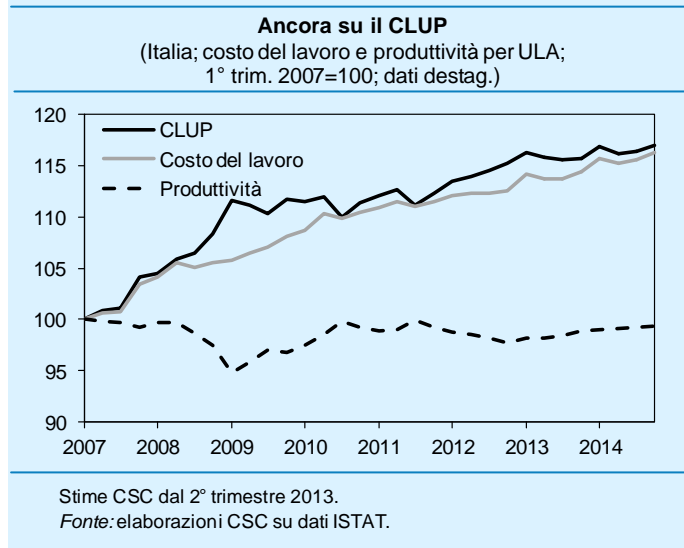
Retribuzioni di fatto in linea con le contrattuali

L'andamento delle retribuzioni di fatto nel biennio 2013-2014, come già in quello precedente, rimarrà ancorato alla dinamica delle retribuzioni contrattuali. Infatti, nonostante l'avvio della ripresa farà progressivamente allungare gli straordinari, con un alto tasso di disoccupazione resteranno contenuti gli incrementi sia dei superminimi sia dei premi aziendali e di altri premi individuali e collettivi.

L'indice delle retribuzioni contrattuali per l'intera economia, proiettato in avanti sulla base delle regole definite dall'accordo del 2009 recepito dai contratti attualmente in vigore, registrerà un incremento pari all'1,6% nel 2013 (+1,5% nel 2012) e all'1,4% nel 2014. Nel settore privato le retribuzioni contrattuali cresceranno del 2,0% sia nel 2013 sia nel 2014, in linea con le previsioni IPCA⁷. Rimarranno, invece, piatte nel comparto pubblico (che rappresenta circa un quarto del monte retributivo totale), a causa del blocco delle procedure negoziali, che è stato prolungato fino a tutto il 2014⁸.

La crescita delle retribuzioni nominali di fatto nel settore privato rimarrà in linea con quella delle contrattuali: +2,0% nel 2013 e +2,0% nel 2014, tanto da determinare un seppur lieve incremento delle retribuzioni reali, dopo la flessione nel biennio 2011-2012. Nell'intera economia, tuttavia, l'aumento delle retribuzioni di fatto nominali si fermerà all'1,5% sia nel 2013 sia nel 2014 (con un'inflazione dell'1,5% e dell'1,7%), a causa di una dinamica salariale nulla nel comparto pubblico, dove allo stop delle procedure negoziali si aggiunge quello delle progressioni di carriera.

Grafico 1.19



⁷ La previsione ISTAT di maggio 2013 per l'inflazione IPCA al netto della dinamica dei prezzi dei beni energetici importati è pari a +1,8% sia nel 2013 sia nel 2014. Questa stima incorporava l'aumento di un punto dell'aliquota IVA ordinaria (dal 21% al 22%) a partire dal 1° luglio 2013 e non tiene conto dello slittamento di tre mesi previsto dal decreto legge n.76 del 2013.

⁸ Decreto legge n.98 del 2011, art. 16 comma 1.

CLUP ancora in aumento

Il CSC stima che in Italia il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), dopo il +1,9% nel 2012, crescerà quest'anno di un altro 1,2%, a causa di una dinamica del costo del lavoro orario (+1,5%) ben al di sopra di quella della produttività (+0,2%).

Dato che il mercato del lavoro ripartirà con qualche trimestre di ritardo e debolmente, l'aumento della produttività si rafforzerà nel 2014 (+1,1%), ma rimarrà comunque inferiore a quello del costo del lavoro (+1,5%). Ne consegnerà un ulteriore rialzo del CLUP, pari allo 0,4% (Grafico 1.19).

SISTEMA CONFINDUSTRIA: CONTRATTI AZIENDALI PER 2 LAVORATORI SU 3 NELL'INDUSTRIA, 1 SU 2 NEI SERVIZI; ASSENTEISMO AL 7,0%

L'annuale indagine Confindustria sulle condizioni dell'occupazione¹ nelle aziende associate ha registrato che nel 2012 erano coperti da un accordo aziendale due lavoratori su tre nell'industria in senso stretto, uno su due nei servizi. I premi variabili, nelle imprese che li erogano, hanno rappresentato il 4,6% della retribuzione annua per gli operai, il 4,8% per gli impiegati, il 5,9% per i quadri e il 14,1% per i dirigenti. L'incidenza dei premi variabili è simile nelle imprese industriali e dei servizi.

Il peso delle ore di assenza sulle ore lavorabili nelle aziende associate è rimasta sui livelli del 2011 (7,0% da 7,3%) e si è confermata più elevata nei servizi (7,4% contro il 6,7% nell'industria, comprese le costruzioni) e nelle imprese grandi (7,8% in quelle con più di 100 addetti; 4,9% in quelle fino ai 15).

L'indagine ha rilevato nel 2012 una contrazione dell'occupazione alle dipendenze dello 0,6%, dopo il -0,3% nel 2011. È aumentato il ricorso alla CIG, che ha assorbito potenziale forza lavoro pari al 5,3% delle ore lavorabili nell'industria (dal 4,2% nel 2011), al 2,5% nei servizi (dall'1,3%).

Contrattazione decentrata e retribuzioni

Nel 2012 il 22,6% delle imprese associate a Confindustria (che occupavano il 60,6% dell'intera forza lavoro alle dipendenze) ha applicato un contratto aziendale con contenuti economici (Grafico A). Il fatto che la percentuale della forza lavoro coperta da contratti aziendali superi la quota che li applica è dovuto alla loro maggiore diffusione nelle imprese più grandi.

Nell'industria in senso stretto, in particolare, la quota di imprese con contratto aziendale passa dal 12,4% tra le aziende fino a 15 addetti al 37,8% tra quelle medie, raggiungendo il 79,0% tra quelle con più di 100 addetti.

Vi sono ampie differenze settoriali. Nei servizi è circa un'impresa su sei ad applicare un accordo aziendale, mentre nell'industria in senso stretto è quasi una su tre.

¹ I dati sono stati raccolti nel periodo febbraio-aprile 2013 presso 4.654 aziende associate a Confindustria. I risultati medi a livello nazionale sono ponderati sulla base della distribuzione (per 11 comparti e 3 classi dimensionali) degli occupati nel totale delle imprese associate.

La diffusione della contrattazione aziendale nel 2012 (22,6%) è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2011 (22,2%), ma al di sotto del 27,8% raggiunto nel 2010, l'anno della ripresa.

I premi variabili, collettivi o individuali (di risultato, di partecipazione, etc.), hanno interessato il 50,9% degli operai, il 56,2% degli impiegati e il 63,4% dei quadri². Nelle imprese che erogano premi variabili, questi hanno rappresentato il 4,6% della retribuzione annua per gli operai, il 4,8% per gli impiegati e il 5,9% per i

quadri. Quando ai premi variabili si aggiungono altri premi o mensilità, l'incidenza complessiva di tali importi sale rispettivamente, per ciascuna qualifica, al 9,5%, al 9,8% e all'11,6%. Per i dirigenti, i premi variabili hanno costituito il 14,1% della retribuzione annua lorda e gli altri premi o mensilità un ulteriore 4,4%. Disaggregando i dati per settore e dimensione aziendale, si rileva che l'incidenza dei premi variabili è mediamente simile nelle imprese industriali e dei servizi, ma per le prime cresce più marcatamente in quelle più grandi. Nell'industria i premi variabili rappresentano il 3,2% della retribuzione annua nelle imprese sotto ai 15 dipendenti e il 5,2% in quelle oltre i 100 dipendenti; nei servizi l'incidenza passa dal 4,8% al 5,1%.

Orari e assenze dal lavoro

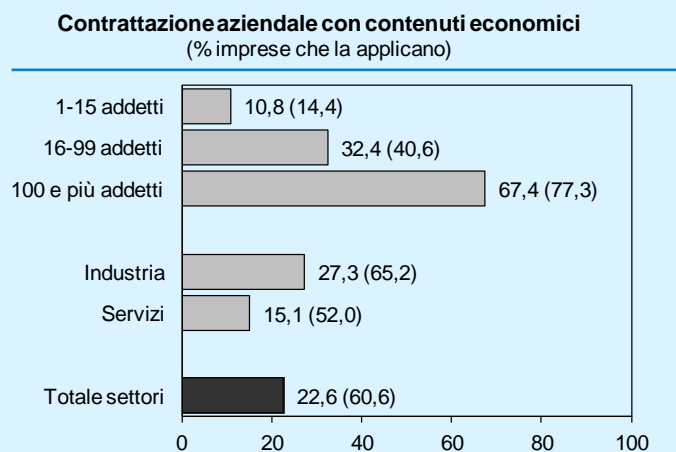
Nel corso del 2012 le ore lavorabili pro-capite al netto delle ore di Cassa Integrazione Guadagni sono risultate pari a 1.623, -1,5% rispetto alle 1.647 nel 2011. Il calo si spiega con il maggior utilizzo della CIG, tornata a 70 ore pro-capite, da 52 l'anno prima (78 nel 2010 e 104 nel 2009). Delle ore lavorabili, 113 non sono state lavorate a causa delle assenze dal lavoro, -6,6% dalle 121 nel 2011. Il tasso di gravità delle assenze (calcolato come il rapporto tra le ore di assenza e le ore lavorabili) si è attestato al 7,0%, dal 7,3%. L'incidenza delle assenze si è confermata più bassa nell'industria (6,7%) che nei servizi (7,4%). Pur essendo diminuito di più nelle imprese medie e grandi, come negli anni precedenti il tasso di gravità delle assenze cresce all'aumentare della dimensione aziendale: 7,8% in quelle con più di 100 addetti, 4,9% in quelle fino ai 15 (Grafico B).

La malattia non professionale si è confermata la causale più frequente di assenza (3,2% delle ore lavorabili), seguita dai congedi parentali e matrimoniali (1,5%) e dagli altri permessi retribuiti, che includono i permessi sindacali e quelli per visite mediche o accompagnamento parentale (un altro 1,2%)³.

² In relazione ai premi variabili abbiamo chiesto alle imprese di indicare, per ciascuna qualifica, la quota di personale a cui sono stati effettivamente erogati.

³ Le agevolazioni ex-legge 104/92 ricadono in questa causale.

Grafico A



In parentesi: % lavoratori occupati in imprese con contratto aziendale. Percentuali calcolate come medie ponderate sulla distribuzione delle aziende associate (o dei loro addetti), per comparto e dimensione aziendale.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Indagine Confindustria sul mercato del lavoro nel 2012.

L'incidenza delle assenze è risultata pari al 5,7% tra gli uomini e al 10,3% tra le donne (in calo dall'11,1% del 2011). I congedi parentali spiegano l'86% della differenza, essendo pari al 4,4% delle ore lavorabili tra le donne e allo 0,4% tra gli uomini; d'altra parte, soprattutto al genere femminile è lasciato l'onere dell'accudimento familiare.

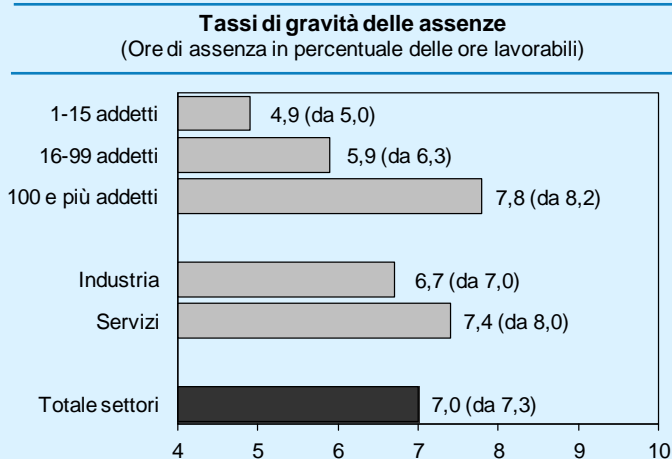
Nel 2012 il 41,7% delle imprese industriali associate a Confindustria ha avuto almeno un lavoratore in Cassa Integrazione, in rialzo dal 33,4% nel 2011 e di nuovo sui livelli del 2010 (43,2%). Nell'industria le ore di CIG sono state 86 per addetto (+25,9% dalle 68 nel 2011), pari a un'incidenza sulle ore lavorabili del 5,3% (rispettivamente 4,2% e 6,5% nei due anni precedenti). L'incidenza delle ore di CIG è rimasta più elevata per gli operai (7,9%, dal 6,0% nel 2011).

Nei servizi, l'utilizzo della CIG, seppur strutturalmente limitato rispetto all'industria, rimane eccezionalmente elevato: nel 2012, grazie agli ampi interventi in deroga, risultava ancora interessante oltre un'impresa su dieci e l'incidenza media delle ore di CIG sulle ore lavorabili è balzata al 2,5% dall'1,3% nel 2011.

Struttura e flussi dell'occupazione

L'indagine rileva, tra dicembre 2011 e dicembre 2012, una flessione dell'occupazione alle dipendenze nelle aziende associate dello 0,6%, dopo il -0,3% nel 2011, il -1,1% nel 2010 e il -2,2% nel 2009. Il dato medio maschera differenze consistenti tra settori: è nell'industria, inclusa l'edilizia, che l'occupazione ha registrato una forte flessione (-1,1%, dopo il -0,4% nel 2011), controbilanciata da un leggero aumento degli addetti nei servizi (+0,5%), che erano rimasti sostanzialmente invariati l'anno prima (Tabella A). Nonostante le imprese industriali abbiano risposto alle nuove contrazioni di produzione e ordini espandendo il ricorso alla CIG, sono stati necessari ulteriori tagli di posti di lavoro. Come già negli anni precedenti, la contrazione occupazionale è stata più ampia nelle imprese fino a 15 dipendenti: -4,9% (dopo il -3,3% nel 2011, il -3,6% del 2010 e il -3,9% del 2009) rispetto al -1,7% nelle medie; per contro, nelle grandi l'occupazione ha tenuto (-0,2%). Questo andamento differenziato riflette quello dell'occupazione a tempo indeterminato (95,1% dell'occupazione alle dipendenze a fine 2011): -4,5% nelle piccole imprese contro il -0,9% e il +0,1% nelle medie e nelle grandi. L'occupazione temporanea è invece calata molto nelle imprese industriali di tutte le dimensioni, registrando un -14,2%, dopo il +9,8% nel 2011.

Grafico B



In parentesi: tassi di gravità delle assenze nel 2011. Percentuali calcolate come medie ponderate sulla distribuzione delle aziende associate, per comparto e dimensione aziendale.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Indagine Confindustria sul mercato del lavoro nel 2012.

Nei servizi il bilancio occupazionale nel 2012 è stato di lieve aumento. È cresciuta l'occupazione a tempo indeterminato (+1,1%), nonostante il -4,7% nelle aziende fino a 15 dipendenti, contro il +1,2% e il +1,9% nelle medie e nelle grandi. Quella a tempo determinato, invece, è scesa (-4,9%), soprattutto nelle imprese tra i 16 e 99 addetti (-15,6%).

Il calo occupazionale nel 2012 è tutto dovuto alla riduzione dei flussi in entrata, scesi all'11,7% dello stock di dipendenti a inizio periodo, dal 12,6% rilevato nell'indagine precedente. Anche il turnover in uscita è diminuito, da 12,9% a 12,2%.

Il licenziamento individuale o collettivo ha rappresentato la causa d'uscita nel 13,1% dei casi, in aumento dall'11,6% nel 2011. L'incidenza di questa causale è risultata in espansione nelle imprese medie (13,0% da 11,5%) e grandi (12,9% da 11,1%), in contrazione nelle piccole (14,9% da 15,6%). Le cessazioni per scadenza di contratto sono scese al 37,3% del totale, dal 38,2% nel 2011. Un altro 4,8% delle cessazioni nel 2012 è attribuibile a prepensionamenti o incentivi all'esodo, causali la cui quota è risultata invariata rispetto al 2011 (quando pesavano il 4,7%). In lieve aumento, invece, l'incidenza dei pensionamenti (8,6% da 8,0%), mentre diminuisce il peso delle dimissioni (27,4% da 29,0%).

Complessivamente le assunzioni a tempo indeterminato sono state il 37,3% del totale delle nuove assunzioni, in aumento rispetto al 2011 (35,1%) e al 2010 (35,9%). Le assunzioni con contratto a termine (a tempo determinato, di inserimento, di apprendistato), pur in calo, hanno continuato a riguardare quasi i due terzi del totale (62,7%)⁴. Come negli anni precedenti, la quota di neo-assunti a tempo indeterminato è stata superiore nelle aziende del Nord Ovest (40,8%) e in quelle di più grandi dimensioni (il 41,0% nelle imprese con più di 100 addetti, contro il 31,3% nelle medie e il 32,3% nelle piccole). La composizione delle assunzioni è stata anche molto diversa a seconda del settore considerato. Nell'industria le assunzioni a tempo indeterminato hanno raggiunto in media il 39,5% del totale, mentre nei servizi si sono fermate al 33,0%.

Nel 2012 le trasformazioni dei contratti a tempo determinato in contratti a tempo indeterminato hanno rappresentato il 33,5% del totale in essere a fine 2011, in contrazione rispetto a un anno prima (34,3%; Tabella B). Rimane più elevato il tasso di conversione dei contratti di inserimento

Tabella A

Il calo dell'occupazione concentrato nelle piccole imprese
(Variazioni % dell'occupazione alle dipendenze, per macrosettore e dimensione aziendale; dicembre 2011-dicembre 2012)

Occupazione totale		1-15 addetti	16-99 addetti	100 e più addetti	Tutte le dimensioni
Industria		-4,9	-1,7	-0,2	-1,1
Servizi		-3,9	-0,9	1,6	0,5
Totale settori		-4,5	-1,5	0,5	-0,6
Tempo indeterminato	quota*	1-15 addetti	16-99 addetti	100 e più addetti	Tutte le dimensioni
Industria	95,1%	-4,5	-0,9	0,1	-0,7
Servizi	91,7%	-4,7	1,2	1,9	1,1
Totale settori		-4,6	-0,4	0,8	0,0
Tempo determinato	quota*	1-15 addetti	16-99 addetti	100 e più addetti	Tutte le dimensioni
Industria	3,6%	-13,8	-17,3	-12,3	-14,2
Servizi	6,5%	-0,3	-15,6	-2,4	-4,9
Totale settori		-8,4	-16,9	-8,4	-11,0

* Peso % di ciascuna tipologia contrattuale sul totale dell'occupazione alle dipendenze a dicembre 2011. Residuo: apprendistato e contratto di inserimento.

Variazioni e quote calcolate come medie ponderate sulla distribuzione degli addetti delle aziende associate, per comparto e dimensione aziendale.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Indagine Confindustria sul mercato del lavoro nel 2012.

⁴ Le nuove assunzioni a tempo indeterminato includono le trasformazioni di lavoratori in somministrazione o collaborazione, ma escludono quelle di contratti a tempo determinato, di inserimento e di apprendistato.

(43,6%), che sono tuttavia utilizzati da una quota trascurabile di imprese (2,1%). È aumentata la diffusione dell'apprendistato: lo hanno usato il 21,3% delle imprese (18,4% nel 2011), il 29,6% di quelle grandi (24,2% nel 2011). A fine 2012 gli apprendisti rappresentavano l'1,4% dei lavoratori alle dipendenze; di quelli occupati un anno prima, quasi un quarto sono stati trasformati a tempo indeterminato. Pur confermandosi sensibilmente inferiore rispetto alle tipologie di flessibilità interna, nel 2012 è cresciuto il tasso di trasformazione dei lavoratori somministrati (da 3,3% a 3,9%) e ancor più quello dei collaboratori a progetto (da 1,4% a 2,8%). Solo in lieve aumento, invece, l'utilizzo di questi contratti: l'incidenza dei lavoratori in somministrazione equivalenti a tempo pieno sul totale dell'occupazione alle dipendenze è stata del 2,4% (2,2% nel 2011); quella dei collaboratori ha raggiunto il 3,5% (6,1% nei servizi), dal 3,2% dell'anno prima.

Tabella B

Conversione a tempo indeterminato: più alto il tasso per le collaborazioni a progetto
(Valori %)

	TOTALE SETTORI			INDUSTRIA			SERVIZI		
	Diffusione	Incidenza	Conversione	Diffusione	Incidenza	Conversione	Diffusione	Incidenza	Conversione
Flessibilità interna									
Tempo determinato	39,5	4,1	33,5	38,8	3,1	38,6	40,6	5,9	23,9
Inserimento	2,1	0,2	43,6	1,6	0,1	49,0	2,8	0,3	33,5
Apprendistato	21,3	1,4	23,0	18,7	1,3	23,1	25,3	1,5	24,4
Flessibilità esterna									
Somministrazione	22,6	2,4	3,9	28,4	2,4	4,5	13,3	2,4	2,8
Staff leasing	0,4	0,1	-	0,5	0,1	-	0,4	0,0	-
Collaborazioni a progetto	39,8	3,5	2,8	37,4	2,1	3,2	43,7	6,1	2,0
Collaborazioni occasionali	11,1	1,0	-	7,1	0,6	-	17,3	1,9	-
Partita IVA	13,2	3,1	-	11,7	1,5	-	15,7	6,0	-
Contratto intermittente	3,6	0,8	-	3,0	0,1	-	4,5	2,2	-
Associazione in partecipazione	0,7	0,0	-	0,5	0,0	-	0,9	0,1	-

L'incidenza è calcolata sull'occupazione alle dipendenze (che non include i lavoratori con contratti di flessibilità esterna); per la somministrazione si considerano i lavoratori somministrati equivalenti a tempo pieno (pari al monte ore utilizzate diviso 1.700).

Il tasso di conversione per ogni tipologia contrattuale è calcolato come rapporto tra il numero di contratti trasformati a tempo indeterminato nel corso del 2012 e il totale dei contratti di quel tipo in essere a fine 2011.

Valori calcolati come medie ponderate sulla distribuzione degli addetti delle aziende associate, per comparto e dimensione aziendale (solo per la diffusione la ponderazione è fatta rispetto alla distribuzione della aziende associate).

Fonte: elaborazioni CSC su dati Indagine Confindustria sul mercato del lavoro nel 2012.

L'indagine Confindustria quest'anno ha monitorato per la prima volta anche l'utilizzo di altre forme di flessibilità esterna, la cui disciplina è stata modificata dalla legge di riforma del mercato del lavoro (Legge n. 92/12). Lo *staff leasing*, abolito nel 2007 e reintrodotta nel 2009, ha registrato nel 2012 una diffusione del tutto trascurabile: solo un'impresa su 250 vi ha fatto ricorso (una su 200 nell'industria). Marginale anche l'utilizzo dell'associazione in partecipazione. Le collaborazioni occasionali, invece, sono usate da circa un'impresa su 10; come quelle a progetto, sono più diffuse nei servizi (circa una su 6 in media). Solo poco più elevata in media (una su sette) la quota di imprese che utilizzano lavoratori con partita IVA, i quali rappresentano il 3,1% della forza lavoro alle dipendenze nel totale dei settori, il 6,0% nei servizi. Anche il contratto intermittente è più utilizzato nei servizi (soprattutto nei trasporti), ma la sua incidenza sull'organico alle dipendenze è marginale.

Prezzi al consumo a ritmi ridotti

La dinamica dei prezzi al consumo italiani si è stabilizzata tra aprile e agosto al +1,1% annuo (+3,2% nel settembre 2012; indice NIC). Nello scenario CSC resta sostanzialmente sui ritmi attuali negli ultimi mesi del 2013 e registra una risalita il prossimo anno. Agiscono diverse forze: il rialzo dell’IVA a ottobre 2013 e la lenta ripartenza dell’economia italiana da fine anno sostengono i prezzi; il calo del prezzo del petrolio in euro li frena. In media, l’incremento dei prezzi al consumo si attesta all’1,5% nel 2013 (dal 3,0% nel 2012) e sale all’1,7% nel 2014.

L’inflazione *core* (esclusi energetici e alimentari) è scesa su valori molto ridotti, a seguito della debolezza della domanda interna: +1,1% annuo in agosto (da +1,6% a gennaio). Al suo interno, frenano sia i prezzi dei servizi (+1,5% in agosto, da +2,1%) sia quelli dei beni industriali (+0,4%, da +0,7%); questi ultimi risentono di più del contesto recessivo e della concorrenza estera.

La crescita totale dei prezzi si mantiene allineata a quella *core* (Grafico 1.20). Ciò è la sintesi di due forze opposte: l’energia abbassa la dinamica generale, gli alimentari la sostengono.

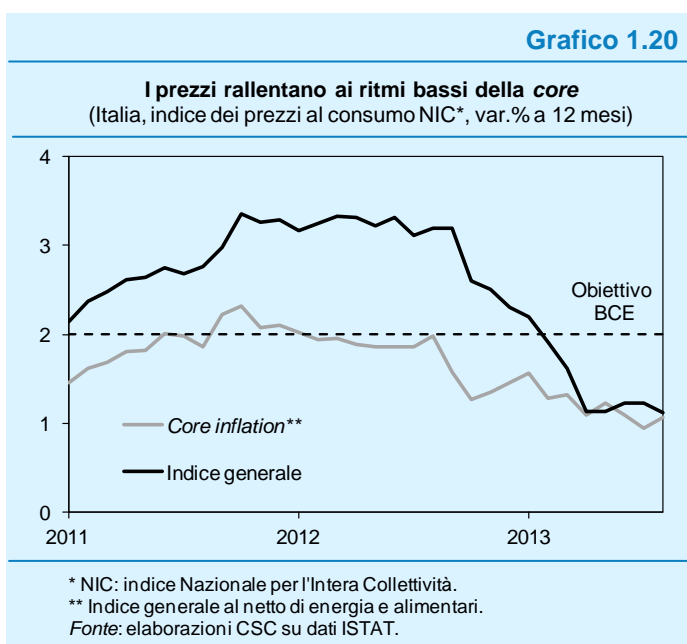
La variazione dei prezzi dell’energia è scesa in territorio negativo (-1,0% in agosto, da +15,9% nel settembre 2012). Il suo contributo alla variazione annua dei prezzi in agosto è stato di -0,1 punti percentuali. L’andamento dei prezzi energetici in Italia è dettato dalle quotazioni del petrolio tradotte in euro (-9,0% annuo in agosto per il Brent), con un ritardo di uno-due mesi dovuto all’adeguamento graduale delle tariffe. I

prezzi al consumo energetici sono stati a lungo tenuti alti dagli aumenti delle accise sui carburanti (ultimo ritocco a gennaio 2013). Scenderanno ancora nel 2014, data la previsione di un Brent in calo inclusa nello scenario CSC (-3,4% annuo in euro).

I prezzi al consumo degli alimentari registrano una variazione annua di +2,7% in agosto, più che doppia di quella dei prezzi *core*. Il loro contributo all’incremento annuo dei prezzi è stato pari a +0,5 punti percentuali in agosto. I prezzi degli alimentari freschi, più direttamente legati alle quotazioni delle commodity, rincarano di più (+3,5%), quelli dei lavorati di meno (+2,1%).

Le aspettative dei consumatori italiani sull’andamento dei prezzi si mantengono estremamente basse: in agosto erano intorno allo zero, indicando attese di prezzi stabili. La previsione CSC, come già a giugno, esclude il materializzarsi in Italia di scenari deflazionistici.

L’aliquota ordinaria IVA salirà di un punto da ottobre 2013, dal 21% al 22%; nello scenario di giugno si scontava l’aumento da luglio 2013. L’IVA ordinaria incide sul 48% del paniere di beni e servizi su cui si calcola l’indice dei prezzi al consumo. Inoltre, vengono diminuite nel 2014 le agevolazioni IVA nell’editoria e nella somministrazione di bevande. Le aliquote IVA ridotte



restano invariate. Secondo le stime del CSC, l'innalzamento dell'IVA ordinaria ha un effetto contenuto sulla variazione dei prezzi nel 2013 (+0,1 punti) e alza di 0,3 punti quella del 2014. Le condizioni ancora deboli della domanda interna renderanno parziale il trasferimento dell'incremento di imposta sui prezzi finali; il resto sarà assorbito dai margini delle imprese.

Le misure fiscali, al momento, stanno avendo una influenza ridotta sull'andamento dei prezzi al consumo. A luglio l'impatto massimo teorico degli incrementi delle imposte indirette varati in precedenza (aliquote IVA, accise sui carburanti e sui tabacchi) era di 0,1 punti percentuali, da un effetto di 1,1 punti nel marzo 2012 (stime ISTAT). Gli effetti sono limitati ai prezzi dell'energia (0,2 punti a luglio), che sarebbero scesi maggiormente senza aumenti delle imposte, e a quelli degli alimentari lavorati (0,1 punti).

I prezzi dei beni e servizi regolamentati hanno continuato a frenare (+1,4% annuo a luglio, da +5,6% a giugno 2012) e registrano ormai un aumento di poco superiore a quello dei prezzi non regolamentati (+1,2%). Resta più sostenuta la dinamica dei prezzi dei servizi a regolamentazione locale (+3,0% annuo a luglio) rispetto a quella dei servizi regolamentati a livello nazionale (+2,2%); le tariffe di elettricità e gas, invece, registrano un calo (-0,1% annuo a luglio, da +15,3% nel giugno 2012).

Nulla la forbice d'inflazione con Eurolandia

L'incremento dei prezzi al consumo in Italia (+1,2% annuo in agosto l'indice armonizzato IPCA) è di poco inferiore a quello medio nell'Eurozona (+1,3%). Nel luglio 2012 si registrava un differenziale Italia-Eurolandia di 1,2 punti percentuali. Nella media dell'area sia i beni energetici (-0,4% annuo) sia gli alimentari (+3,3%) registrano una dinamica marginalmente superiore a quella italiana. I prezzi core, invece, hanno una crescita (+1,1% in agosto) in linea con quella in Italia; a luglio 2012 si aveva un gap di un punto percentuale.

Rispetto alla Germania, in Italia si osserva una dinamica dei prezzi più bassa. A luglio (ultimi dati disponibili) l'incremento dei prezzi tedeschi è stato del +1,9% annuo, con un divario di 0,7 punti su quelli italiani. Le componenti *core* crescono su ritmi simili. Ad alzare la variazione annua totale dei prezzi in Germania sono gli energetici, che non registrano riduzioni (+3,1% annuo a luglio) e gli alimentari (+4,4%).

Deficit pubblico al 3,0% del PIL

Il CSC stima un indebitamento netto al 3,0% del PIL nel 2013 e al 2,6% nel 2014 (Tabella 1.2), confermando la previsione di giugno. Viene così rispettato il limite richiesto dalle regole europee. Ciò a fronte di un PIL nominale che è atteso scendere dello 0,1% quest'anno, per poi tornare a salire il prossimo (2,4%).

Il disavanzo strutturale raggiungerà lo 0,5% del PIL nel 2013, dall'1,6% registrato lo scorso anno, e salirà allo 0,6% nel 2014. Ciò significa che l'Italia sarà molto vicina al pareggio di bilancio, in linea con i vincoli dei trattati europei.

Il saldo primario, che il CSC stima al 2,3% del PIL nel 2013 e al 3,0% nel 2014, risulterà essere in entrambi gli anni il più elevato tra i ventisette paesi dell'Unione europea. In termini strutturali salirà rispettivamente al 4,9% del PIL quest'anno e al 5,0% il prossimo.

La previsione dei saldi 2013 è in linea con l'andamento del fabbisogno delle amministrazioni pubbliche (AP⁹) che nella prima metà dell'anno ha registrato una diminuzione, rispetto allo stesso periodo del 2012, di 2,9 miliardi (Tabella 1.3). Per rendere confrontabili i due anni occorre però tenere conto degli introiti da dismissioni (che riducono il fabbisogno), dei sostegni finanziari erogati ai paesi UEM (che lo accrescono), dell'introduzione della tesoreria unica lo scorso anno (che ha ridotto il fabbisogno) e delle altre operazioni straordinarie (il pagamento del derivato da 2,7 miliardi a Morgan Stanley a inizio 2012, l'aumento di capitale della Banca Europea degli Investimenti sottoscritto dall'Italia per 1,6 miliardi e l'acquisto di strumenti finanziari emessi dal Monte dei Paschi di Siena a inizio 2013). Al netto di tutte queste partite finanziarie il fabbisogno delle AP nei primi sei mesi del 2013 risulta di 3,6 miliardi minore di quello registrato nello stesso periodo del 2012.

La diminuzione è ancora più accentuata se si considerano gli effetti derivanti dallo sblocco dei pagamenti dei debiti commerciali della PA verso le imprese (che non riguarda il 2012). Sebbene non siano conosciute esattamente le erogazioni derivanti dall'attuazione del DL 35/2013 effettuate tra aprile (mese di emanazione del decreto) e giugno, il MEF le ha stimate in circa 2 miliardi. Quindi al netto anche di tali pagamenti il fabbisogno delle AP appare essere ben al di sotto di quello dello scorso anno.

Il debito pubblico nel 2013 è previsto al 131,7% del PIL al lordo dei sostegni ai fondi di stabilità europei¹⁰ (128,2% al netto di questi esborsi), dal 127,0% nel 2012 (124,3%) e ancora in aumento nel 2014, quando toccherà

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)				
	2011	2012	2013	2014
Entrate totali	46,6	48,1	48,8	48,4
Uscite totali	50,4	51,2	51,8	51,0
Pressione fiscale apparente	42,6	44,0	44,5	44,2
Pressione fiscale effettiva	51,2	52,9	53,5	53,2
Indebitamento netto	3,8	3,0	3,0	2,6
Indebitamento netto strutturale	3,7	1,6	0,5	0,6
Saldo primario	1,2	2,5	2,3	3,0
Saldo primario strutturale	1,3	4,0	4,9	5,0
Debito pubblico	120,8	127,0	131,7	132,3
Debito pubblico (netto sostegni)*	120,0	124,3	128,2	128,4

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

Tabella 1.3

In diminuzione il fabbisogno (Periodo gennaio-giugno; milioni di euro)		
	2012	2013
Fabbisogno PA	47.465	44.529
Dismissioni (+)		1.242
Prestiti a EFSF e paesi membri (-)	16.584	5.308
Contributi a ESM (-)		2.867
Totale al lordo di operazioni straordinarie	30.881	37.596
Operazioni straordinarie	6.300	-3.600
Pagamenti debiti alle imprese		~ -2.000
Totale	37.181	31.996

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

⁹ La delimitazione delle amministrazioni pubbliche (AP) non coincide pienamente con quella della pubblica amministrazione di contabilità nazionale (PA).

¹⁰ Sono escluse le passività connesse con i prestiti in favore di Stati Membri dell'UEM, erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF (*European Financial Stability Facility*), e con il contributo al capitale dell'ESM (*European Stability Mechanism*).

il 132,3% (128,4%). La stima del debito tiene conto degli effetti del DL 35/2013 e del recente DL 102/2013 che ha incrementato le risorse destinate al pagamento dei debiti della PA di 7,2 miliardi per il 2013. La stima include, inoltre, un punto di PIL di dismissioni immobiliari e mobiliari in ciascun anno, come indicato dal Governo nel Documento di Economia e Finanza, anche se fino a giugno le entrate da dismissioni sono state solo di 1,2 miliardi.

Spesa pubblica in linea

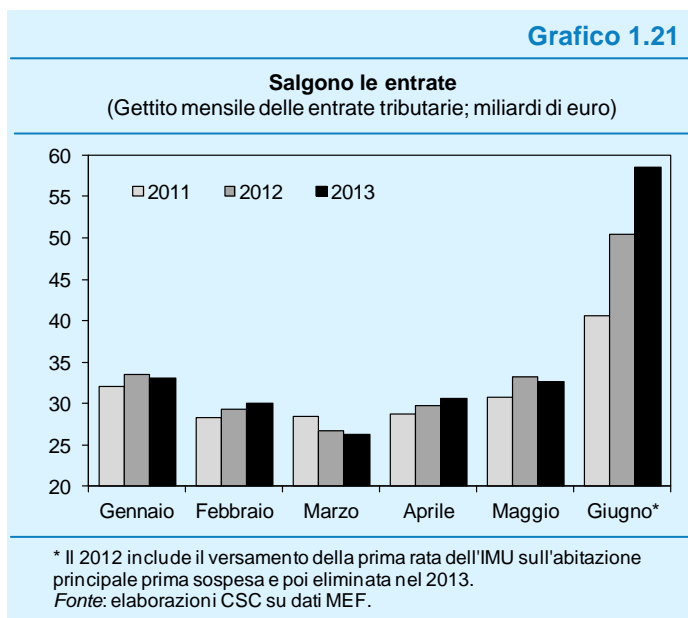
Nello scenario CSC la spesa pubblica salirà al 51,8% del PIL nel 2013 per scendere al 51,0% il prossimo anno. L'aumento in valore quest'anno (+1,2%) è da imputare alla dinamica delle spese per prestazioni sociali (+2,7% quest'anno), mentre saranno in diminuzione tutte le altre voci di spesa corrente, inclusa la spesa per interessi che scenderà al 5,4% del PIL (dal 5,5% del 2012). Nel 2014 l'aumento della spesa pubblica sarà più contenuto (+0,6%) ma la spesa per interessi salirà al 5,6% del PIL. La spesa in conto capitale sarà pari al 3,5% del PIL quest'anno (di cui lo 0,5 dovuto al pagamento degli arretrati della PA), dal 3,1% del 2012, per poi scendere al 2,8% nel 2014.

In aumento le entrate fiscali

Le entrate in rapporto al PIL arriveranno a toccare il 48,8% nel 2013 (dal 48,1% del 2012) per scendere al 48,4% nel 2014. Le entrate complessive cresceranno dell'1,3% quest'anno e dell'1,4% il prossimo. La pressione fiscale raggiungerà il valore record del 44,5% del PIL nel 2013, dal 44,0% nel 2012. Nel 2014 si attesterà al 44,2%. L'incidenza effettiva delle entrate fiscali e contributive sul PIL depurato dal sommerso toccherà il 53,5% quest'anno e il 53,2% nel 2014.

La previsione tiene conto del rinvio a ottobre dell'aumento di un punto dell'aliquota ordinaria IVA e del mancato gettito degli interventi finora legiferati sull'IMU.

Nei primi sei mesi dell'anno le entrate tributarie sono cresciute del 4,0% sullo stesso periodo del 2012 (Grafico 1.21). La tendenza per le entrate statali è confermata anche sui primi sette mesi (+1,2%). Le imposte dirette sono aumentate dell'8,7% e le indirette hanno subito una contrazione del 3,2%. Per quanto riguarda le prime si registra un aumento del gettito sia dell'IRPEF (+2,5%) sia, molto forte, dell'IRES (+35,3%). Quest'ultimo è ascrivibile ad alcuni grandi contribuenti nel settore del credito e delle assicurazioni. Tra le indirette, il calo l'IVA: -5,7% il totale, -2,3% quella sugli scambi interni. In



giugno, per la prima volta da dicembre 2012, si è registrato un aumento tendenziale del gettito IVA pari a 291 milioni, dovuto al pagamento dei debiti della PA. Al riguardo, infatti, va sottolineato che il DL 35/2013 sbloccando i pagamenti della PA genera maggiori introiti connessi

alla sospensione d'imposta di cui godono i fornitori della PA, grazie alla quale l'IVA viene versata in relazione al momento dell'incasso anziché a quello della fatturazione. Questi maggiori incassi per l'intero 2013 sono quantificabili in oltre 2 miliardi, qualora venga pienamente erogato l'ammontare di risorse previsto, e sono stati tutti destinati a riduzione del deficit. Nel 2014 il maggior gettito sarà uguale ma 600 milioni saranno utilizzati per coprire gli oneri derivanti dallo stesso DL. La previsione delle entrate sconta il rinvio dell'aumento dell'aliquota IVA ordinaria dal 1° luglio scorso al 1° ottobre prossimo, come attualmente previsto dal DL 76/2013.

Pagamenti della PA secondo previsioni

Il DL 35/2013 ha stanziato 40 miliardi per il pagamento dei debiti della PA verso le imprese, poi ridotti a 39,8. Il 31 agosto scorso, con il DL 102/2013, che ha aggiunto ulteriori 7,2 miliardi, le risorse complessive hanno raggiunto i 47 miliardi di cui 27,2 da erogare quest'anno. Questo ammontare include anche le somme per rimborsi fiscali (2,5 miliardi nel 2013 e 4 nel 2014) e per il cofinanziamento dei fondi europei (800 milioni per il solo 2013). I dati pubblicati dal MEF sul monitoraggio dell'attuazione del decreto, aggiornati al 4 settembre 2013, indicano che per il 2013 le risorse messe a disposizione dallo Stato alle PA ammontano complessivamente a 18 miliardi, pari al 90% dei 20 miliardi stanziati dal DL 35/2013. Di queste sono stati pagati debiti per 7,2 miliardi, con un incremento di 2,2 miliardi rispetto al precedente monitoraggio del 6 agosto scorso. Sebbene il dato possa essere considerato positivamente, il MEF sottolinea come l'ammontare dei pagamenti realmente effettuati potrebbe essere superiore ai 7,2 miliardi. Infatti, non ci sono ancora informazioni sull'impiego degli spazi finanziari in deroga al patto di stabilità interno messi a disposizione delle Regioni mentre il monitoraggio sull'impiego del medesimo tipo di spazi concessi ai Comuni è parziale e costruito sulla base di una rilevazione parziale dell'ANCI.

Inoltre, potrebbe essere sottostimato il dato sui pagamenti dei debiti sanitari delle Regioni, le quali a fronte dei 4,2 miliardi ricevuti alla metà di agosto, non risultano aver effettuato alcun pagamento. Mentre, considerando che il termine per i pagamenti era di 30 giorni dall'accredito (solo per la Calabria sono stati fissati 60 giorni), buona parte dei pagamenti dovrebbe essere già stata effettuata. Verifiche informali effettuate dal MEF indicano che i 4,2 miliardi sono stati utilizzati pressoché integralmente dalle Regioni o trasferiti alle aziende ospedaliere e aziende/unità sanitarie locali per il pagamento dei rispettivi debiti. Tuttavia nel dato sintetico sui pagamenti comunicato dal MEF sono incluse esclusivamente informazioni sui pagamenti già certificati dagli enti.

È importante proseguire sulla strada intrapresa, avviando rapidamente anche l'erogazione dei 7,2 miliardi aggiuntivi stanziati dal DL 102/2013.

Gli effetti del DL IMU

Dal suo insediamento il Governo ha approvato sei provvedimenti in grado di produrre effetti sui conti pubblici e sul sistema economico. Tra questi assume particolare rilevanza per gli importi coinvolti il DL 102 del 31 agosto scorso.

Il decreto contiene quattro importanti interventi:

- il primo riguarda l'IMU e in particolare: la cancellazione della prima rata 2013 su abitazione principale, terreni agricoli e fabbricati rurali, abitazioni delle cooperative edilizie (a proprietà indivisa adibiti ad abitazione dei soci assegnatari) e alloggi popolari; l'equiparazione

all'abitazione principale degli alloggi delle cooperative edilizie, degli alloggi sociali e di quelli posseduti da personale appartenente a forze armate, polizia e vigili del fuoco; l'esenzione IMU a partire dalla seconda rata per i fabbricati invenduti e dal 2014 anche degli immobili destinati alla ricerca scientifica;

- il rifinanziamento degli ammortizzatori sociali in deroga;
- la riduzione dell'aliquota della cedolare secca sulle locazioni dal 19% al 15% sugli affitti concordati;
- l'aumento di 7,2 miliardi delle risorse destinate al pagamento dei debiti della PA per il 2013.

Accanto a questi il decreto contiene altri interventi per gli esodati, per il sostegno all'accesso al servizio abitativo e per l'estensione della sperimentazione della riforma della contabilità pubblica.

Il costo complessivo di questi interventi, stimato dalla relazione tecnica, è di oltre 2,7 miliardi quest'anno, 645 milioni il prossimo, 587 nel 2015 e 486 nel 2016. Gran parte delle risorse sono assorbite dall'eliminazione della prima rata dell'IMU di quest'anno (2,4 miliardi). Sul debito pubblico ma non sul deficit impattano anche i 7,2 miliardi destinati al pagamento dei debiti della PA (Tabella 1.4).

Le misure individuate sono in grado di garantire la copertura degli interventi previsti. Tra queste: l'utilizzo del maggiore gettito IVA derivante dal pagamento dei debiti PA, la riduzione della detraibilità ai fini IRPEF dei premi pagati per assicurazioni sulla vita e contro gli infortuni; l'acquisizione al bilancio dello Stato delle risorse provenienti dalle tariffe elettriche e giacenti sui conti bancari della Cassa Conguaglio del Settore Elettrico; la riduzione della dotazione del fondo per l'occupazione; il mini condono nei confronti dei concessionari per la gestione telematica del gioco già condannati, nel 2012, a un risarcimento per danno erariale di circa 2,5 miliardi (che ora potranno pagare 600 milioni) e, infine, i tagli alla spesa, in buona parte quella in conto capitale, per 670 milioni quest'anno, 285 nel 2014, 190 nel 2015 e 60 nel 2016.

L'azione di un Paese che deve mantenere i conti pubblici in equilibrio e viene da più di un decennio di decrescita non può non essere convintamente rivolta ad accrescere la propria competitività. A tal fine deve essere prioritario nella prossima legge di stabilità ridurre l'eccessivo carico fiscale che grava sul lavoro e sull'impresa agendo sul cuneo fiscale e contributivo.

Tabella 1.4

Effetti del DL 102/2013 del 31 agosto 2013 sui conti pubblici
(Milioni di euro)

	2013	2014	2015	2016
Maggiori entrate	2.075,0	458,5	661,0	490,0
Riduzione limite massimo spesa per premi assicurativi detraibili IRPEF		458,5	661,0	490,0
Riduzione fondo per l'occupazione	250,0			
Misure sui giochi	600,0			
Gettito IVA da pagamenti PA	925,0			
Entrate dalle componenti tariffarie dell'energia elettrica	300,0			
Minori entrate	2.434,4	114,3	105,1	105,1
Abolizione IMU prima rata su abitazione principale	2.396,2			
Esenzione IMU immobili invenduti a partire da seconda rata	19,1	38,3	38,3	38,3
Esenzione IMU immobili destinati alla ricerca scientifica		10,0	10,0	10,0
Equiparazione alloggi cooperative ad abitazione principale	1,8	3,5	3,5	3,5
Assimilazione alloggi sociali ad abitazione principale		17,5	17,5	17,5
Assimilazione immobili forze armate e polizia ad abitazione principale	5,0	10,0	10,0	10,0
Riduzione cedolare secca per contratti a canone concordato	12,3	35,0	25,8	25,8
Variazione netta entrate	-359,4	344,2	555,9	384,9
Maggiori spese	300,0	531,0	482,0	381,0
Rifinanziamento ammortizzatori sociali in deroga	300,0			
Interessi passivi per pagamenti debiti PA		190,0	248,0	257,0
Fondo mutui prima casa		20,0	20,0	
Fondo accesso al credito acquisto prima casa		30,0	30,0	
Fondo inquilini morosi		20,0	20,0	
Riduzione saldo patto di stabilità enti in sperimentazione (art. 36 dlgs 118)		120,0		
Oneri norma salvaguardati		151,0	164,0	124,0
Minori spese	670,0	285,0	190,0	60,0
Utilizzo fondo compensazione contributi pluriennali per incentivare la sperimentazione della riforma della contabilità		120,0		
Tagli di spesa	670,0	115,0	90,0	10,0
Riduzione spesa MOSE		50,0	50,0	
Riduzione spesa contratti di programma RFI			50,0	50,0
Variazione netta spese	-370,0	246,0	292,0	321,0
Effetti su indebitamento netto	10,6	98,2	263,9	63,9
Fondo per il pagamento dei debiti della PA, di cui:	7.218,6	-7.218,6		
sezione per assicurare liquidità agli enti locali	1.611,0	-1.611,0		
sezione per assicurare liquidità alle regioni per pagamenti non sanitari	3.102,4	-3.102,4		
sezione per assicurare liquidità per pagamenti sanitari	2.505,2	-2.505,2		
Ulteriori anticipazioni		7.218,6		
Effetti su fabbisogno finanziario e debito pubblico	7.218,6	0,0		

Fonte: elaborazioni CSC su relazione tecnica al provvedimento.

1.2 Le esogene della previsione

Commercio mondiale in accelerazione

Nel primo semestre 2013 la crescita del commercio mondiale ha accelerato: +1,4% sul secondo 2012, dal +0,4% tra il primo e il secondo 2012. L'aumento acquisito rispetto alla media del 2012 è pari all'1,6%. Tuttavia, la crescita è stata più elevata nel primo trimestre (+0,8% congiunturale) che nel secondo (+0,3%).

I dati del secondo trimestre meno positivi delle attese e le prospettive di moderato aumento della velocità di espansione nei prossimi mesi, in presenza di un'incertezza ancora elevata, determinano uno scenario previsivo del commercio mondiale in leggero rallentamento rispetto alla previsione di giugno: +2,1% nel 2013 (da +2,4%) e +4,4% nel 2014 (da +4,9%; Tabella 1.5). Nel biennio di previsione 2013-2014, quindi, il commercio mondiale non tornerà ancora a crescere ai ritmi di lungo periodo (+5,7% annuo tra il 1991 e il 2012).

Il quadro internazionale è caratterizzato da dinamiche differenti tra aree geografiche. Da un lato, i segnali positivi provenienti dalle principali economie avanzate, già inclusi nelle previsioni di giugno, si sono ulteriormente rafforzati nei mesi estivi: negli Stati Uniti e in Giappone la ripresa è robusta e l'Area euro è uscita dalla recessione. Dall'altro, si moltiplicano le indicazioni di rallentamento nelle economie emergenti più dinamiche. La difficile situazione politica nel Medio Oriente e l'impennata, temporanea, dei corsi petroliferi complicano ulteriormente il quadro.

Ciò è confermato dalla dinamica dell'export nel secondo trimestre 2013: quello dei paesi avanzati ha offerto un contributo positivo (+0,8%) alla crescita dell'export mondiale, controbilanciato in parte dal calo di quello degli emergenti asiatici (-0,5%).

La tendenza è attesa proseguire nel corso dell'anno. Infatti, l'indice PMI relativo agli ordini esteri segnala attività in aumento da nove mesi consecutivi negli Stati Uniti (55,5 in agosto) e da due nell'Area euro (53,6, massimo da maggio 2011); in Giappone l'indice è rimasto sopra la soglia neutrale di 50 per cinque mesi, pur scendendo sotto di essa in agosto (49,3). L'indicatore medio

Tabella 1.5

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni %)

	2011	2012	2013	2014
Commercio mondiale	5,9	1,9	2,1	4,4
Prezzo del petrolio ¹	111,6	112,0	106,0	100,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	1,8	2,8	1,6	2,7
Area euro	1,6	-0,6	-0,3	1,0
Paesi emergenti	6,2	4,9	4,7	5,1
Cambio dollaro/euro ²	1,39	1,29	1,31	1,28
Tasso FED ³	0,25	0,25	0,25	0,25
Tasso di interesse a 3 mesi USA ³	0,34	0,43	0,27	0,26
Tasso BCE ³	1,25	0,88	0,52	0,25
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro ³	1,39	0,57	0,20	0,15

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

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

in queste tre aree (ponderato per il volume delle rispettive esportazioni), da cui proviene il 38% dell'export mondiale nel 2012, è pari a 53,5 (Grafico 1.22). Al contrario, in agosto il PMI relativo agli ordini esteri della Cina è rimasto in territorio recessivo per il quinto mese consecutivo, preannunciando una debolezza dell'export che si prolungherà anche nel terzo e nel quarto trimestre 2013 (Grafico 1.23).

Nel complesso, comunque, le prospettive per i prossimi mesi restano positive, come confermano i PMI sugli ordini esteri globali in agosto (50,5), in territorio espansivo da marzo, con l'eccezione di giugno.

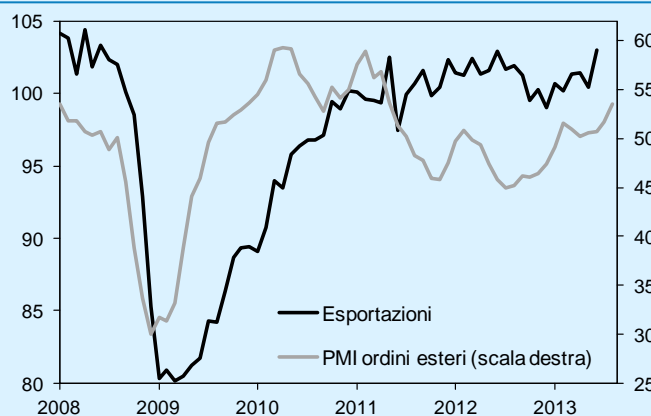
Il rischio protezionismo

Il ricorso al protezionismo, soprattutto occulto, ossia per mezzo di misure non tariffarie, resta un fattore di rischio al ribasso per la crescita del commercio mondiale. Le forme tradizionali di protezionismo, dall'inizio della crisi ad oggi, rappresentano soltanto il 40% delle misure restrittive varate, mentre aumentano altri tipi di intervento da parte dei governi per ostacolare le importazioni dall'estero o difendere le esportazioni del paese. Il 65% di tutti gli interventi protezionistici proviene dai paesi del G-20. Negli ultimi due trimestri per cui sono disponibili i dati, quarto 2012 e primo 2013, le misure limitative degli scambi con l'estero sono aumentate più velocemente che nella media dall'inizio della crisi. Nel primo trimestre 2009, nel momento più acuto della grande recessione, sono state attuate 177 misure protezionistiche; quelle rilevate nel primo trimestre 2013 sono, al momento, 125, ma l'esperienza insegna che questo numero è destinato a essere rivisto al rialzo¹. Altre misure (183 secondo una stima provvisoria), riguardanti sussidi all'export e vincoli alle importazioni, sono in attesa di essere varate.

Il rischio di inasprimento del

Grafico 1.22

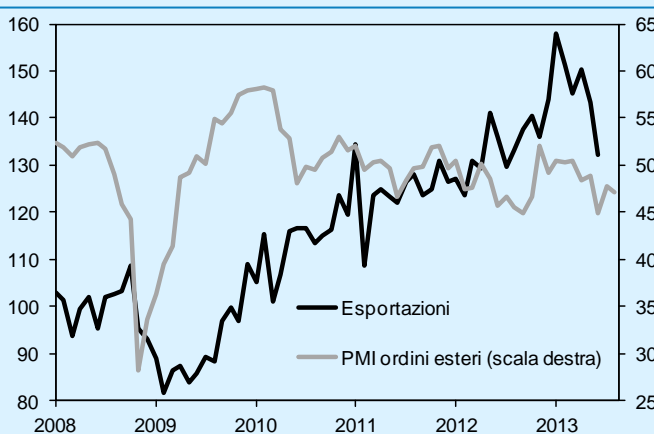
Riparte l'export dei principali paesi avanzati...
(Euroarea, Stati Uniti e Giappone; indice e PMI*; dati destag. in volume; 2008=100 e 50=nessuna var.)



* Media ponderata per il volume delle rispettive esportazioni.
Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB, Markit e ISM.

Grafico 1.23

...e frena quello cinese
(Indice e PMI; dati destag. in volume; 2008=100 e 50=nessuna var.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB, FMI e Markit.

¹ *Protectionism's quiet return*, GTA's Pre-G8 summit report, di Simon J. Evenett.

protezionismo è ulteriormente acuito dalla fuoriuscita di capitali esteri dai principali paesi emergenti, che nei mesi estivi ha determinato una forte svalutazione delle rispettive valute. L'Indonesia, per esempio, ha cercato di proteggere il proprio saldo commerciale disincentivando le importazioni di beni di lusso attraverso un aumento dei dazi e limitando l'import di petrolio. Anche la maggior parte dei paesi dell'America latina ha già fatto ampiamente ricorso a misure protezionistiche.

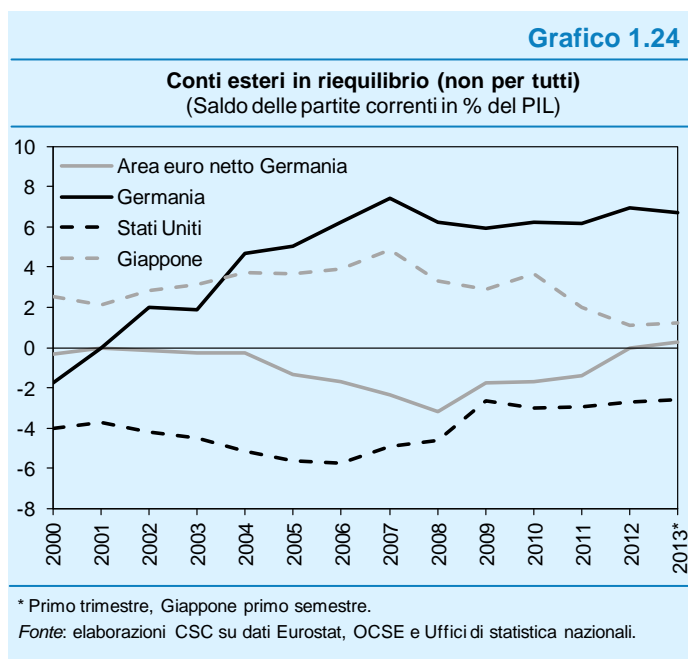
Conti esteri in riequilibrio, non in Germania

Il deficit commerciale americano continua a ridursi anche nel 2013: nei primi sette mesi è stato pari al 4,3% del PIL, dal 4,6% nella media del 2012. Ha contribuito, in particolare, il miglioramento del saldo *oil* (-1,5% del PIL nei primi sette mesi del 2013, dal -1,8% nella media del 2012), grazie all'aumento della produzione interna che ha ridotto la dipendenza dall'estero (-13,2% tendenziale le importazioni *oil* in valore nei primi sette mesi 2013). Ha seguito lo stesso trend il deficit di conto corrente che nel primo trimestre è stato pari al 2,6% del PIL (2,7% del PIL nella media del 2012; Grafico 1.24).

Nell'Area euro il surplus commerciale si è consolidato al 2,0% del PIL nel primo trimestre 2013 (1,4% nella media dell'anno 2012). È migliorato il saldo estero dei paesi periferici, per la caduta delle loro importazioni: al netto della Germania, il saldo dell'Area nel primo trimestre 2013 è tornato positivo (+0,1% del PIL). Anche in Germania la debolezza dell'import ha alimentato il surplus commerciale (6,8% del PIL nel primo e 7,1% nel secondo trimestre 2013, dal 6,7% nel 2012), ostacolando il necessario riequilibrio dei conti con l'estero all'interno dell'Area. Tuttavia il saldo delle partite correnti tedesche

si è lievemente ridotto: dal +6,9% del PIL nella media dell'anno 2012 al +6,7% del PIL nel primo trimestre 2013. Invece il saldo delle partite correnti dell'Area euro al netto della Germania per la prima volta è diventato positivo (+0,3% del PIL) nel primo trimestre 2013.

Il deficit commerciale giapponese si è ampliato al 2,0% del PIL nel primo semestre 2013 (dall'1,4% nella media del 2012). Il cambio di politica economica ha favorito una forte svalutazione dello yen a partire dall'autunno 2012 (-11,9% nei primi otto mesi del 2013 contro euro rispetto a dicembre 2012); ciò ha determinato un aumento del costo delle importazioni, già salite a causa di una maggiore dipendenza per il petrolio dall'estero in seguito all'incidente di Fukushima. Nel contempo si è avuto un incremento delle esportazioni (+5,2% in valuta nazionale nei primi sei mesi del 2013 rispetto ai primi sei mesi del 2012) grazie alla maggiore competitività di prezzo. La bilancia di conto corrente giapponese nel primo semestre 2013 ha



però migliorato il surplus di due decimi di punto dall'1,0% del PIL nella media del 2012, grazie al maggior afflusso di redditi netti dall'estero.

**Eurozona
in ripresa**

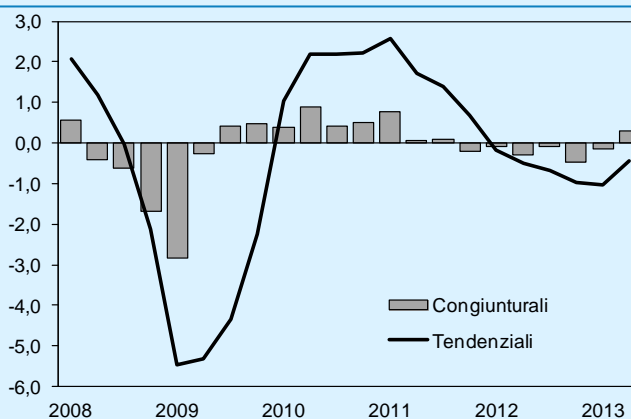
Nel secondo trimestre del 2013 il PIL dell'Area euro è tornato a crescere (+0,3%) dopo sei trimestri di ininterrotta contrazione (Grafico 1.25). Il dato conferma i recenti segnali di moderata ripresa dell'attività ma lascia il PIL ancora lontano (a -2,9%) dal

picco raggiunto nel primo trimestre 2008. In particolare, la crescita è risultata sostenuta in Germania (+0,7%) e Francia (+0,5%), mentre si è nuovamente contratto, seppur a ritmi significativamente più moderati che nel primo trimestre, il PIL nei due maggiori paesi periferici, Italia (-0,2%) e Spagna (-0,1%). Determinante in Germania e Francia è stato il contributo della domanda interna (+0,5% e +0,3%), e in particolare dei consumi, aumentati rispettivamente dello 0,5% e dello 0,4%. Divergente, invece, in questi due paesi, l'andamento degli investimenti: in forte incremento in Germania (+1,9%), anche grazie al rimbalzo di quelli in costruzioni che si erano fortemente contratti nel primo trimestre a causa del maltempo, ancora in calo in Francia (-0,5%).

Salita in giugno (+0,7%), dopo la flessione di maggio (-0,2%), la produzione industriale nell'Eurozona. L'aumento è stato dovuto quasi esclusivamente al balzo fatto registrare dalla produzione tedesca (+2,5%). Il modesto incremento registratosi in Italia (+0,3%) è stato infatti accompagnato da flessioni in Francia (-1,5%), Spagna (-0,5%) e Olanda (-4,1%). Le aspettative di produzione segnalano un'ulteriore espansione della produzione nei mesi estivi (Grafico 1.26). Tendono però a consolidarsi le divergenze tra paesi. Lo stesso livello delle scorte, basso in Germania (-0,1%

Grafico 1.25

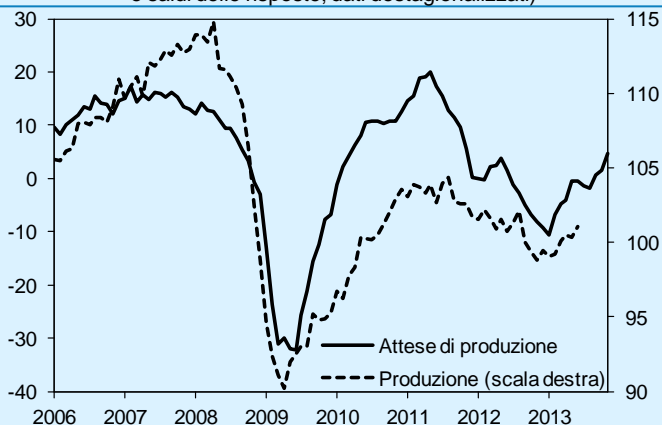
Risale il PIL dell'Area euro,...
(PIL trimestrale, variazioni %)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

Grafico 1.26

...migliorano molto le attese nel manifatturiero...
(Area euro, volumi indice 2005=100 e saldi delle risposte; dati destagionalizzati)



Attese di produzione nel manifatturiero spostate avanti di 3 mesi.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Commissione europea.

il suo contributo alla crescita del PIL nel secondo trimestre) ma elevato in Francia (+0,2%), fa presagire che la divaricazione tra produzione industriale tedesca e francese tenderà addirittura ad allargarsi nella seconda metà dell'anno.

L'indice PMI composito nell'Eurozona è salito a 51,5 in agosto (da 50,5 in luglio), il livello più elevato degli ultimi 26 mesi. L'attività è in espansione sia nei servizi (50,7) che nel manifatturiero (51,4). Anche in questo caso, tuttavia, gli indici forniscono per i due maggiori paesi un quadro alquanto contrastante: aumenta il ritmo di espansione dell'attività in Germania, sia nel manifatturiero (51,8 da 50,7) sia nei servizi (52,8 da 51,3), ma continua in entrambi i settori la contrazione in Francia, dove il PMI manifatturiero è rimasto invariato a 49,7 e quello dei servizi ha registrato un rallentamento del calo, attestandosi a 48,9 (da 48,6), ancora al di sotto della soglia neutrale di 50.

Il sentimento economico dell'Area euro rilevato dalla Commissione è migliorato in agosto (+2,7 punti) ed è al livello più elevato degli ultimi 17 mesi. La fiducia è ai massimi degli ultimi due anni tra i consumatori e degli ultimi 17 mesi tra le imprese manifatturiere (Grafico 1.27). Tra queste ultime, migliorano significativamente i giudizi sugli ordini e le aspettative di produzione. Il maggiore ottimismo incoraggerà sia gli acquisti da parte delle famiglie sia gli investimenti da parte delle imprese.

Complessivamente, dunque, la ripresa nell'Area euro sembra gradualmente consolidarsi anche se su ritmi bassi. Le esportazioni continueranno a beneficiare di una domanda mondiale in ulteriore espansione. I consumi saranno sostenuti dal graduale miglioramento delle aspettative, dal basso tasso di inflazione e da politiche di bilancio meno restrittive. La loro crescita sarà, però, frenata dal calo dell'occupazione, che si protrarrà almeno per un altro trimestre, da bassi incrementi salariali e da un indebitamento delle famiglie ancora elevato. Gli investimenti risponderanno positivamente alle migliori prospettive di domanda, ai bassi tassi di interesse, a margini in lieve recupero per il calo dei prezzi degli input energetici. In presenza di una capacità produttiva inutilizzata ancora molto ampia, essi saranno necessariamente limitati alla sostituzione di macchinari obsoleti e all'innovazione del processo produttivo. Inoltre continueranno a essere penalizzati dal difficile accesso al credito.

Si allenta la stretta sui conti pubblici...

Restano ancora consistenti gli effetti delle correzioni dei bilanci pubblici. Per il terzo anno consecutivo nel 2013 le politiche di bilancio rimangono restrittive in fase recessiva, quindi procicliche, esattamente il contrario di ciò che prescrive la teoria economica. Sebbene si vada allentando la restrizione (la variazione del saldo strutturale

Grafico 1.27

...e risale la fiducia dei consumatori
(Area euro, saldi delle risposte, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

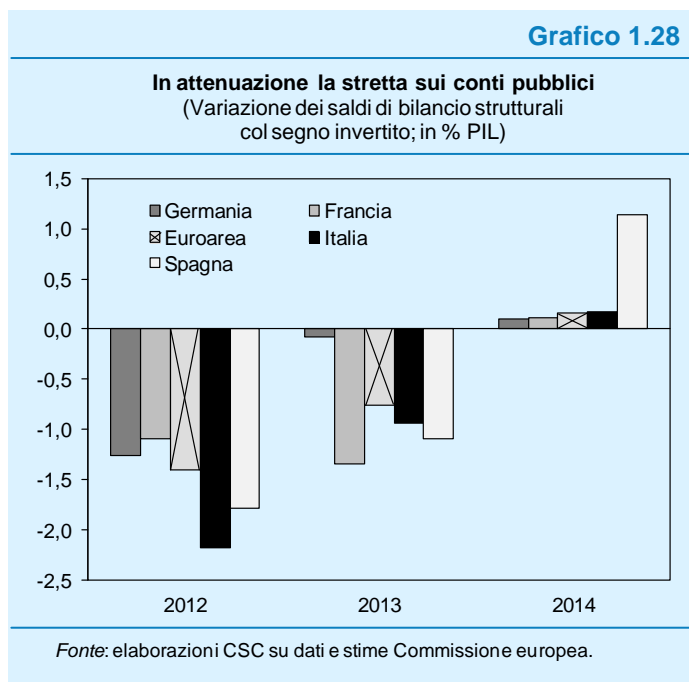
dell'Eurozona passa dall'1,4% del PIL nel 2012 allo 0,8% nel 2013), che finirà nel 2014, l'*output gap* si amplia ulteriormente quest'anno (2,9% del PIL potenziale) per cominciare a ridursi l'anno prossimo (2,2%; Grafico 1.28)².

...ma resta alta l'incertezza

Sono forti le incertezze legate all'entità e alle conseguenze delle correzioni degli squilibri finanziari privati e al processo di aggiustamento del mercato immobiliare ancora in corso in paesi quali l'Olanda, la Francia, l'Italia e la Spagna.

L'incertezza legata agli sviluppi politici in Italia, per la tenuta del governo in carica, e in Germania, per il risultato delle imminenti elezioni, frena il recupero di fiducia e inibisce l'aumento di domanda da parte degli operatori.

In Germania appaiono probabili la conferma dell'attuale alleanza di governo ovvero il ritorno a una larga coalizione tra le maggiori forze politiche del paese. Entrambi gli esiti non comporterebbero sostanziali discontinuità con il passato. Ciò che crea incertezza è la possibile entrata in Parlamento del partito "Alleanza per la Germania". Anche con una presenza esigua, questo avrebbe, sulla base delle leggi tedesche, il potere di sollevare questioni di costituzionalità su ogni iniziativa del governo. In questo senso, avrebbe la possibilità, di fatto, di rinviare alla consulta tutte le decisioni assunte in ambito europeo, con inevitabili ripercussioni sulla governabilità delle istituzioni europee.



Ulteriore incertezza deriva dalla necessità, nei prossimi mesi, di finanziare ulteriormente la Grecia. La quale, secondo un rapporto del Fondo monetario, tra il 2014 e il 2016 avrà bisogno di circa 11 miliardi di sostegni aggiuntivi rispetto a quelli previsti dai due precedenti piani di salvataggio. Il tema verrà affrontato tra la fine dell'anno e l'inizio del 2014, ma è già oggetto di polemiche politiche.

La stabilità in Portogallo, dopo due mesi di crisi politica, rimane legata all'attenuazione dei vincoli sui saldi di bilancio, già rivisti per due volte dalla Troika europea. La chiusura del piano di salvataggio e il ritorno al finanziamento sul mercato, previsti per il prossimo anno, richiedono ancora tagli di spesa per 4,7 miliardi che, al momento, appare difficile ottenere. A fine agosto la Corte Costituzionale ha bocciato per la terza volta una serie di misure del piano di austerità che avrebbero permesso al Governo di licenziare dipendenti pubblici. Sarà possibile superare le

² L'*output gap* è la differenza tra il PIL effettivo e quello potenziale: se il primo è inferiore al secondo c'è spazio per politiche espansive, viceversa se il PIL effettivo è maggiore del potenziale.

osservazioni della Corte e approvare il provvedimento ma, in ogni caso, rimane in salita la strada per soddisfare le condizioni previste dal piano di salvataggio.

In Spagna, nel periodo gennaio-luglio, nonostante siano salite le entrate fiscali rispetto allo stesso periodo del 2012, il deficit del Governo centrale è già 0,6 punti di PIL sopra l'obiettivo annuale a causa dei consistenti trasferimenti agli enti previdenziali e alla crescente spesa per interessi. Sarà molto difficile che a fine anno il deficit delle amministrazioni pubbliche riesca a scendere dal 10,6% del PIL del 2012 al 6,5% programmato.

PAESI BASSI: IL DIFFICILE SENTIERO PER USCIRE DALLA CRISI IMMOBILIARE

I Paesi Bassi sono la quinta economia dell'Euroarea e una delle quattro classificate dalle agenzie di rating con la tripla A. Il paese detiene alcuni tradizionali elementi di forza che gli hanno fatto meritare tale riconoscimento: rapporto debito pubblico/PIL basso, crescita pre-crisi elevata e una delle più solide posizioni estere nette. Tuttavia, la situazione si sta deteriorando e getta ombre sulla forza strutturale dell'economia. La performance dall'inizio della crisi è stata negativa, simile a quella dei paesi periferici dell'Eurozona: il PIL è caduto e la disoccupazione è salita in misura significativa, si sta sgonfiando una grande bolla immobiliare, il credito è diventato più difficile. Ciò indebolisce i bilanci bancari e potrebbe richiedere costosi salvataggi pubblici. Perciò è a rischio il mantenimento del rating. La stretta di bilancio, adottata per contenere il deficit e preservare l'equilibrio dei conti, può risultare controproducente perché accentua la recessione e in ogni caso incontra crescente opposizione nell'opinione pubblica.

Recessione da paese periferico

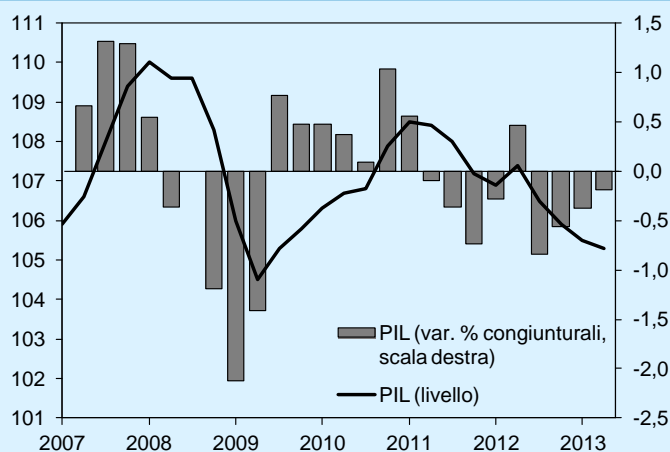
Nei Paesi Bassi dal 2008 si sono succedute due recessioni (Grafico A). Il PIL è diminuito del 5,0% nel corso della prima (dal primo trimestre del 2008 al secondo del 2009) e del 2,9% durante la seconda (dal primo trimestre del 2011 al secondo 2013). Negli ultimi nove trimestri si è avuto un solo incremento del PIL (2° 2012), il cui livello è ancora inferiore del 4,3% rispetto al picco pre-crisi.

Il calo del PIL è gradualmente divenuto meno veloce: -0,2% nella primavera 2013, dal -0,8% registrato nel terzo trimestre del 2012. Nei mesi

estivi la fiducia delle imprese industriali segnala un marginale incremento dai livelli molto bassi di inizio 2013. Il PMI manifatturiero in luglio è salito in zona espansiva per la prima volta da dieci mesi, grazie al recupero degli ordini, soprattutto esteri, e al terzo incremento consecutivo

Grafico A

La doppia recessione dei Paesi Bassi...
(PIL, indice 2005=100 e var. % su dati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

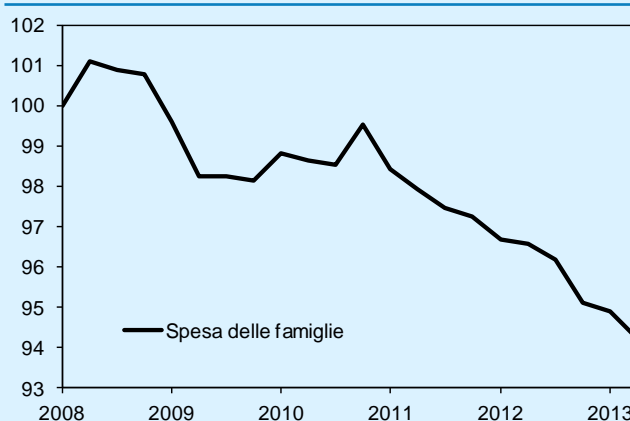
dell'attività. I principali previsori indicano per quest'anno una variazione annua del PIL analoga a quella del 2012 (-1,2%).

Le possibilità di ripresa dipendono principalmente dalla domanda estera. Negli ultimi quattro anni essa ha offerto un significativo sostegno: dopo un calo del 12,1% in un anno (dal secondo trimestre del 2008 al secondo del 2009), le esportazioni di beni e servizi sono cresciute del 24,8% in termini reali fino al secondo trimestre 2013. La dinamica recente è, tuttavia, meno vivace.

La domanda interna è stata duramente colpita dalla crisi. Gli investimenti si sono ridotti di quasi un quarto in cinque anni: -24,8% dal secondo trimestre 2008. I consumi nello stesso periodo sono calati del 6,6% cumulato (Grafico B). A limitare le possibilità di spesa delle famiglie hanno contribuito l'austerità nel bilancio pubblico, il forte ridimensionamento del valore delle abitazioni e il calo dell'occupazione. Il numero di occupati è diminuito di circa 150mila unità durante la crisi; il tasso di disoccupazione è salito al 6,7% nel secondo trimestre del 2013 (dal 3,0% nel secondo del 2008) e quello giovanile ha raggiunto il 12,1%, in aumento di 5 punti percentuali in cinque anni. Una dinamica (anche se con livelli molto diversi) analoga a quella che si è avuta nei paesi periferici dell'Eurozona. Le prospettive per la domanda interna sono negative. Gli indicatori qualitativi non mostrano significativi miglioramenti: la fiducia delle famiglie oscilla intorno ai minimi storici.

Grafico B

...colpisce soprattutto i consumi...
(Indici trimestrali destagionalizzati, 1° trim. 2008=100, dati a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

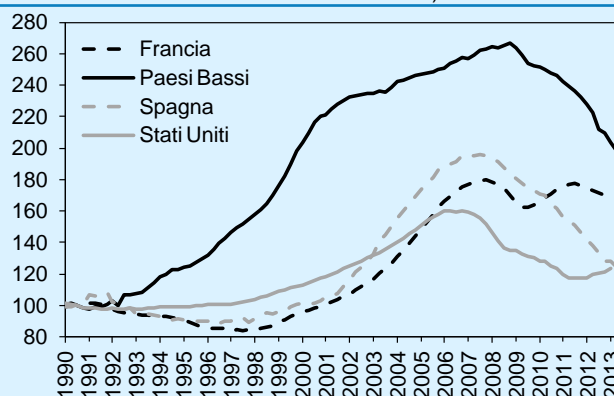
Si sgonfia la bolla immobiliare

La flessione dei consumi è legata allo scoppio della bolla immobiliare. La riduzione dei prezzi della case è in corso senza soluzione di continuità da quasi cinque anni: dal terzo trimestre 2008 al secondo 2013 le quotazioni sono diminuite del 19,8% in termini nominali e del 25,4% al netto dell'inflazione. Ciò ha fortemente depresso il mercato delle abitazioni.

La bolla immobiliare olandese si era sviluppata nel corso degli anni Novanta, raggiungendo dimensioni maggiori di quelle negli Stati Uniti, in Spagna e in Francia (Grafico C). L'aggiustamento

Grafico C

...perché la bolla immobiliare si sgonfia rapidamente
(Prezzi delle abitazioni in termini reali*; numeri indice 1990=100)



* Rapporto tra quotazioni nominali e deflatore dei consumi privati.
Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

dei prezzi non è ancora completo. In rapporto alla capacità di spesa delle famiglie, misurata dal reddito disponibile, le quotazioni rimangono del 25,4% sopra la media di lungo periodo; un livello inferiore a quello in Francia (+31,1% nel primo trimestre 2013), ma superiore a quello in Spagna (+14,7%) e soprattutto negli Stati Uniti (-16,4%).

Una pressione verso ulteriori ribassi dei prezzi è confermata dalla caduta delle compravendite, in riduzione da sette anni: nel primo semestre 2013 le transazioni si sono dimezzate rispetto allo stesso periodo del 2006 (-48,6%).

Mutui pre-crisi troppo “facili”

La bolla è stata alimentata dai mutui facili. Le banche olandesi hanno erogato mutui in abbondanza alle famiglie già tra fine anni Novanta e inizio Duemila. Ovvero, anche prima della formazione nel 2003-2007 della bolla creditizia in vari paesi europei. Nel 2003 lo stock di mutui concessi dagli istituti del paese ammontava già al 67% del PIL (12% in Italia). La crescita di tale stock nel 2004-2007 (+9,9% annuo) è stata molto sostenuta e anche nel periodo di crisi la dinamica si è mantenuta su ritmi positivi (+3,8% annuo nel 2008-2013). L'ammontare di mutui erogati a famiglie olandesi dalle banche nazionali (543 miliardi nel luglio 2013) resta perciò tra i più elevati in Eurolandia (90% del PIL, 23% in Italia).

Nei Paesi Bassi le banche hanno utilizzato molto la cartolarizzazione di mutui (*Residential Mortgage Backed Securities*, RMBS). Ciò spesso porta questi prestiti contabilmente fuori dai bilanci degli istituti, tramite la cessione a veicoli appositamente creati dalle banche (*Special Purpose Vehicles*, SPV). Il mercato olandese delle RMBS è uno dei maggiori in Europa: 215 miliardi di euro di mutui cartolarizzati e usciti dai bilanci nel 2012 (che si sommano ai 327 miliardi iscritti a bilancio). Una dimensione molto maggiore di quella delle RMBS in Italia (83 miliardi, di cui 3 cancellati dai bilanci), Germania (17 miliardi) e Francia (17 miliardi).

Al boom dei mutui casa nei Paesi Bassi hanno contribuito in misura significativa anche fondi pensione, compagnie di assicurazione e banche di altri paesi. Secondo gli ultimi dati disaggregati disponibili (relativi al 2012), le famiglie olandesi hanno ricevuto in totale prestiti casa per 650 miliardi, di cui 542 miliardi concessi da istituti locali, 60 da quelli esteri e 48 da altri intermediari finanziari.

I mutui casa nei Paesi Bassi sono stati erogati a condizioni più favorevoli rispetto ad altri paesi di Eurolandia. Primo, il tasso di interesse pagato dalle famiglie olandesi è storicamente più basso che altrove: ad esempio, fin dal 2003 nei Paesi Bassi si è avuto un tasso minore di 0,2-0,3 punti percentuali rispetto all'Italia. Secondo, le banche olandesi hanno concesso prestiti anche oltre il 100% del valore dell'immobile (fino al 120%). Terzo, nei Paesi Bassi si sono molto diffusi (60% del totale) i mutui nei quali il debitore paga mensilmente alla banca solo gli interessi, ampiamente detraibili dalle imposte, rimandando la restituzione del capitale alla scadenza: la rata mensile risulta così molto più bassa e appetibile.

La combinazione di mutuo al 100% con pagamento mensile di soli interessi detraibili rappresenta un impegno leggero per una famiglia e allarga il volume di affari della banca a chi altrimenti non avrebbe potuto permettersi l'acquisto di un'abitazione. Il meccanismo funziona per la famiglia e la banca a patto che i prezzi delle case non scendano e la disoccupazione rimanga bassa. Con la recessione in atto e lo sgonfiamento dei prezzi queste due condizioni cadono.

Enormi debiti delle famiglie

I mutui facili pre-crisi hanno alimentato a dismisura l'indebitamento delle famiglie olandesi. Il debito totale delle famiglie consiste in gran parte di prestiti a lungo termine (97%) e in misura marginale di prestiti di durata fino a 1 anno (3%). I mutui rappresentano la parte maggiore del debito a lunga (87% del totale). La restante parte è costituita da credito per l'acquisto di beni di consumo durevole (4%) e altri prestiti a lungo termine (6%).

Il sovra-indebitamento delle famiglie olandesi non mostra segnali di rientro, rimanendo fermo su un livello record: 251% del reddito disponibile nel primo trimestre 2013, più che doppio di quello delle famiglie spagnole (122%) e statunitensi (104%) e tre volte il debito di quelle francesi (83%).

Il crollo delle quotazioni delle case ha messo in crisi i bilanci familiari, causando tagli alla spesa e innescando, come accaduto in altri paesi, una caduta della domanda interna e del reddito, che a sua volta rende più lento e difficile il rientro dal debito: una reazione a catena che amplifica la recessione. La contrazione del reddito disponibile (-2,6% annuo nel primo trimestre 2013), infatti, non ha ancora consentito di avviare la necessaria correzione dei bilanci familiari.

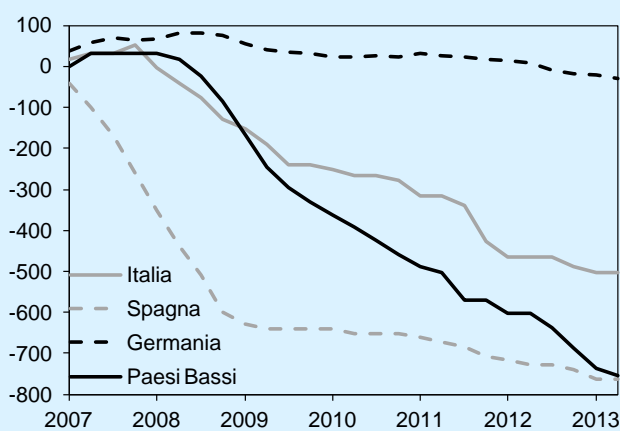
Banche appesantite dai mutui

La gran mole di mutui erogati prima della crisi dalle banche olandesi (16% del loro attivo, senza contare lo stock di RMBS, contro 9% in Italia e 12% nella media dell'Area euro) le espone adesso a perdite significative in conto capitale. L'aumento delle persone senza lavoro limita la capacità di ripagare i debiti. Il calo del prezzo delle case assottiglia per le banche il valore del collaterale. Per il 20% delle famiglie olandesi la quotazione dell'immobile è diventata inferiore al debito (*negative equity*). Le sofferenze bancarie nei Paesi Bassi sono cresciute molto negli ultimi due anni, sebbene finora meno che in paesi come la Spagna, anche grazie ai significativi sussidi per la disoccupazione. Ma se la recessione prosegue, l'impatto sulla qualità del credito si allargherà progressivamente.

Le banche, in difficoltà, stanno diventando sempre più caute nell'erogare nuovo credito all'economia. Negli ultimi anni gli istituti hanno ridotto significativamente l'offerta di nuovi mutui (e di prestiti alle imprese). L'indagine qualitativa della BCE segnala che la stretta sui mutui attuata nel paese dal 2008 è analoga a quella in Spagna e maggiore che in Italia (Grafico D), partendo da criteri più laschi che altrove. Nei Paesi Bassi, anche più che nei paesi periferici dell'Eurozona, c'è infatti una forte pressione al *deleveraging*, ovvero alla riduzione degli attivi delle banche e del debito delle famiglie (e delle imprese). C'è il rischio che si crei un circolo

Grafico D

Offerta di mutui casa a picco nei Paesi Bassi
(Famiglie, indici cumulati 4° trim. 2006=0, calcolati sulle % nette di risposte delle banche*, dati trimestrali)



* Variazione dei credit standard con segno invertito.
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

vizioso tra *credit crunch* e recessione (via disoccupazione), simile a quello che si sta avendo nei paesi in maggiore difficoltà, che potrebbe prolungare e approfondire la caduta dell'attività economica.

Uno strumento per fermare il *deleveraging* è il rilancio delle cartolarizzazioni di mutui immobiliari. Ciò porta il rischio di insolvenza sui mutui fuori dai bilanci bancari, accresce la liquidità degli istituti e libera capitale per nuovo credito all'economia. Nei Paesi Bassi questo mercato si è fermato dal 2011, dopo il boom degli anni precedenti. In Italia il mercato è quasi fermo fin dal 2008, con flussi intorno a 1 miliardo all'anno (13 miliardi nel 2007). Nei Paesi Bassi si sta studiando la possibilità che i Fondi Pensione acquistino maggiori quantità di RMBS, dotandoli di garanzia statale¹.

I principali istituti olandesi appaiono solidi se si guarda ai *ratio* di capitale: 13,6% nel 2012 il *core tier 1* delle prime due banche, contro 11,7% in Germania e 11,0% in Italia. Tuttavia, la crisi ha indebolito non poco il sistema e già nel 2008 il Governo olandese è dovuto intervenire per salvare alcune banche: ha iniettato fondi per 10 miliardi in ING e ha nazionalizzato ABN AMBRO. Le perdite su crediti dei primi due istituti sono salite nel 2012 al 15,7% dei ricavi (dal 10,1% nel 2010), quasi il doppio che in Germania (7,9%). A febbraio 2013 è stata nazionalizzata anche la Sns Reaal, quarta banca del paese, colpita da forti perdite sul settore immobiliare. Secondo la Banca centrale olandese, il *buffer* di capitale del sistema bancario va alzato in misura significativa per far fronte alle possibili nuove perdite su crediti. Le risorse finora impiegate dal Governo sono ingenti, sebbene inferiori a quanto erogato altrove (Irlanda). Potrebbero crescere ancora nei prossimi anni, peggiorando i già precari equilibri dei conti pubblici.

Dal 2009 i Paesi Bassi, come buona parte degli altri paesi euro, sono entrati nella procedura per deficit eccessivi. Allora il deficit toccò il 5,1% del PIL e, nelle raccomandazioni della Commissione, quest'anno sarebbe dovuto tornare sotto il 3,0%. Il peggioramento della situazione economica ha rallentato il percorso di rientro del deficit che l'anno scorso era ancora al 4,1% del PIL e quest'anno è previsto scendere al 3,6%, per rimanervi anche nel 2014. Ciò, nonostante le azioni intraprese dal Governo siano state tempestive e consistenti (quattro punti di PIL di manovre nel triennio 2011-2013). A maggio scorso il Consiglio europeo ha concesso un ulteriore anno di tempo, ma ha chiesto che sia adottata una correzione aggiuntiva di un punto di PIL nel 2014, correzione che comunque non sarà in grado di riportare in equilibrio il saldo primario (previsto a -1,7% del PIL nel 2013 e nel 2014). Il debito pubblico, che nel 2007 era al 45,3% del PIL, ha raggiunto il 71,2% nel 2012 ed è previsto in salita al 74,6% nel 2013.

Tripla A a rischio

Una minore sostenibilità del debito pubblico metterebbe a rischio il rating sovrano dei Paesi Bassi. Negli ultimi anni si sono già avuti *downgrade* di paesi tripla A in Eurolandia. La Francia e l'Austria sono state declassate a inizio 2012 ed entrambe oggi sono sul secondo gradino della scala di S&P (AA+), uno sopra il Belgio (AA). Un eventuale declassamento dei Paesi Bassi, quindi, non sarebbe un fatto nuovo, ma conterebbe più dei precedenti in quanto si sommerebbe ad essi, lasciando sempre più sola la Germania. Al momento, secondo S&P, in Eurolandia ci sono

¹ A luglio la BCE ha ampliato la lista di ABS (*Asset Backed Securities*) accettabili come collaterale nella fornitura di liquidità alle banche. Le RMBS sono una particolare categoria di ABS.

solo quattro paesi AAA su 17: Germania e Paesi Bassi e i “piccoli” Finlandia e Lussemburgo (Tabella A).

Mantenere il massimo rating non è obiettivo fine a se stesso: il Governo e le banche di un paese tripla A si possono finanziare sui mercati internazionali a costi più bassi. I rendimenti pagati sui titoli sovrani olandesi finora restano tra i più contenuti in Eurolandia, con uno spread di soli 40 punti base sul Bund tedesco decennale (20 punti nel 2010).

Se i Paesi Bassi uscissero dal gruppo della tripla A, inoltre, si avrebbe un impatto sul rating del fondo sovra-nazionale ESM, basato su quelli dei 17 paesi di Eurolandia. I Paesi Bassi sono la quinta economia dell'area e pesano per il 5,7% nel capitale dell'ESM (per il 6,3% del PIL di Eurolandia).

Un rating peggiore del Fondo farebbe crescere il suo costo della raccolta tramite emissione di bond. Questo ridurrebbe la sua capacità di aiutare i paesi in crisi. Al momento, Fitch assegna un rating AAA per l'ESM, mentre Moody's lo ha già declassato a fine 2012 al secondo gradino (AA1), dopo il *downgrade* della Francia; S&P non ha ancora emesso un rating per l'ESM.

Tabella A

Eurolandia: AAA cercasi disperatamente

	PIL 2012 (mld €)	% PIL Eurolandia	Rating S&P
1 Germania	2.666	28,1	AAA
2 Francia	2.032	21,4	AA+
3 Italia	1.566	16,5	BBB+
4 Spagna	1.050	11,0	BBB-
5 Olanda	599	6,3	AAA
6 Belgio	376	4,0	AA
7 Austria	307	3,2	AA+
8 Grecia	194	2,0	B-
9 Finlandia	193	2,0	AAA
10 Portogallo	165	1,7	BB
11 Irlanda	164	1,7	BBB+
12 Slovacchia	71	0,8	A
13 Lussemburgo	44	0,5	AAA
14 Slovenia	35	0,4	A-
15 Cipro	18	0,2	CCC
16 Estonia	17	0,2	AA-
17 Malta	7	0,1	BBB+
Eurolandia	9.505	100,0	
Euro AAA	3.503	36,9	

Fonte: Eurostat, S&P.

In USA crescita più solida

Dopo aver fortemente rallentato nel quarto trimestre dello scorso anno (+0,1% annualizzato), l'economia americana ha recuperato progressivamente vigore. Il PIL è cresciuto dell'1,1% nel primo e del 2,5% nel secondo trimestre 2013 a conferma della solidità della ripresa USA (Grafico 1.29). La crescita del secondo trimestre è stata trainata dalle esportazioni (+8,6%) e dagli investimenti (+6,0%), in particolare in fabbricati residenziali (+12,9%) e non (+16,1%). Moderata e in decelerazione (a +1,8% da +2,3% nel primo trimestre) è stata invece la dinamica dei consumi, per l'effetto sul reddito disponibile degli aumenti delle tasse e della diminuzione dei trasferimenti pubblici scattati la scorsa primavera con il *sequester*. Ancora negativo è stato, infatti, per il terzo trimestre consecutivo il contributo alla crescita della spesa pubblica, in ulteriore contrazione (-0,9%), sebbene più lieve rispetto ai due trimestri precedenti.

Il tasso di crescita del PIL USA nel secondo trimestre è sostanzialmente in linea con quanto previsto dalla FED e non dovrebbe, quindi, indurre quest'ultima a modificare significativamente il suo piano sul ritiro graduale del *quantitative easing*, la manovra di stimolo straordinario dell'economia con l'acquisto di 85 miliardi di dollari al mese di obbligazioni. Per la seconda metà dell'anno, l'economia americana è attesa crescere a tassi medi annualizzati compresi tra il 2,0% e il

2,5%. In media d'anno, secondo le stime CSC, il PIL farà segnare un +1,6% nel 2013, in forte rallentamento rispetto al 2012 (+2,8%), per poi riaccelerare nel 2014 (+2,7%). Va ricordato che al 2,5% il tasso di crescita dell'economia americana è ancora inferiore al suo tasso di crescita potenziale (oltre il 3%) e, in ogni caso, non sufficiente a reimpiegare rapidamente il numero di occupati perso nel corso della recessione.

A luglio i consumi delle famiglie sono rimasti pressoché invariati, in termini reali, rispetto a giugno, a fronte di un aumento dello 0,4% degli acquisti di

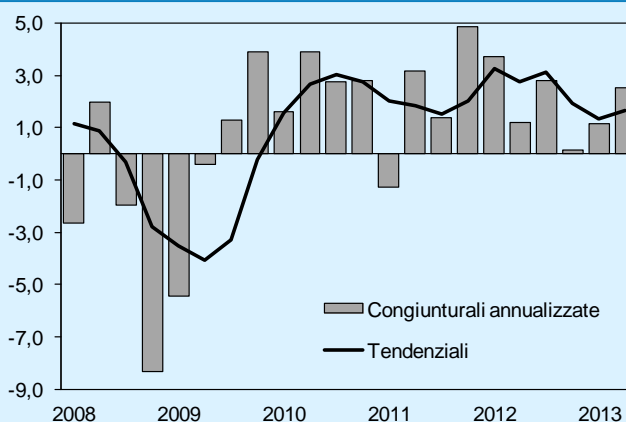
beni completamente compensato dal calo degli acquisti di servizi (-0,1%). Restano elevate le vendite di auto, in agosto al massimo da novembre 2007, un livello ormai intorno a quello di lungo periodo. Il temporaneo arresto nella crescita dei consumi a luglio riflette l'andamento del reddito disponibile reale, aumentato solo leggermente (+0,1% su giugno) a causa del calo dei redditi da lavoro (-0,2% in termini nominali), sia pubblici (-0,5%) sia privati (-0,3%). Un fenomeno questo dovuto probabilmente al fatto che oltre la metà dei nuovi posti di lavoro creati a luglio (104mila nel settore non agricolo) erano in settori, quali il commercio al dettaglio e il settore alberghiero e della ristorazione, in cui le retribuzioni sono relativamente più basse; l'andamento è confermato nei dati di agosto. Il progressivo calo delle richieste di nuovi sussidi di disoccupazione (331mila nella settimana conclusa il 24 agosto, ormai ai livelli di novembre 2007) e del numero dei disoccupati dovrebbe, nei prossimi mesi, spingere al rialzo sia le retribuzioni sia i consumi.

È tornata a crescere in agosto la fiducia dei consumatori con l'indice del *Conference Board* passato da 81,0 a 81,5. Seppur lieve, l'aumento è significativo perché dovuto a un forte miglioramento delle aspettative (+2,7 punti) a fronte del peggioramento dei giudizi sulla situazione corrente (-2,9 punti). L'indice, ancora ben sotto la media di lungo periodo, è ormai su un trend crescente dal febbraio 2009.

Continua il graduale recupero del settore immobiliare nonostante la battuta d'arresto nelle vendite di case nuove, scese più del previsto a luglio (-13,4% su giugno; Grafico 1.30). Le momentanee difficoltà del settore sono probabilmente dovute a carenze di offerta in presenza di una significativa riduzione dello stock di invenduto, che ha determinato un rialzo molto rapido dei prezzi (quasi il 15% in marzo rispetto a marzo 2012). Se confrontata con il dato sulla stipula di nuovi contratti (in calo sia a giugno, -0,4%, sia a luglio, -1,3%), la riduzione nelle vendite di case nuove conferma, però, che il mercato immobiliare è ancora debole e che l'aumento dei tassi sui mutui (di circa un punto percentuale quello fisso a 30 anni) sta probabilmente avendo un riflesso rilevante sulle compravendite, riducendo significativamente la convenienza all'acquisto di una casa.

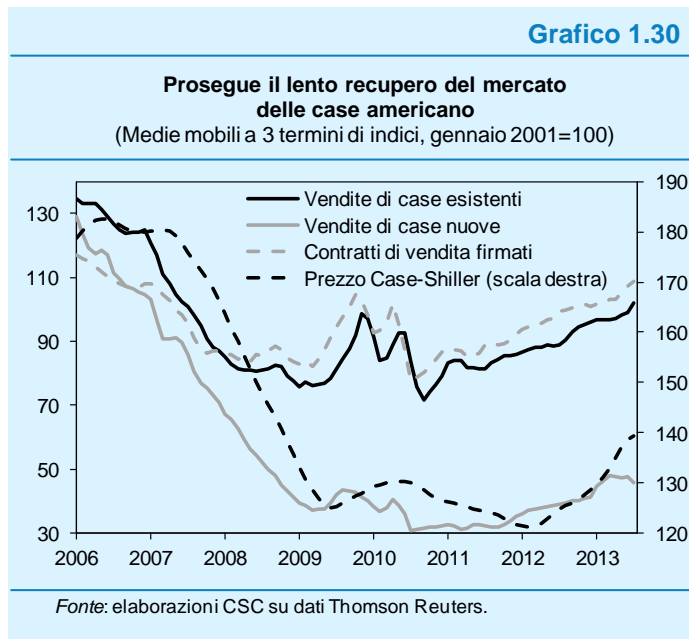
Grafico 1.29

Riaccelera la crescita negli USA (PIL trimestrale, variazioni %)

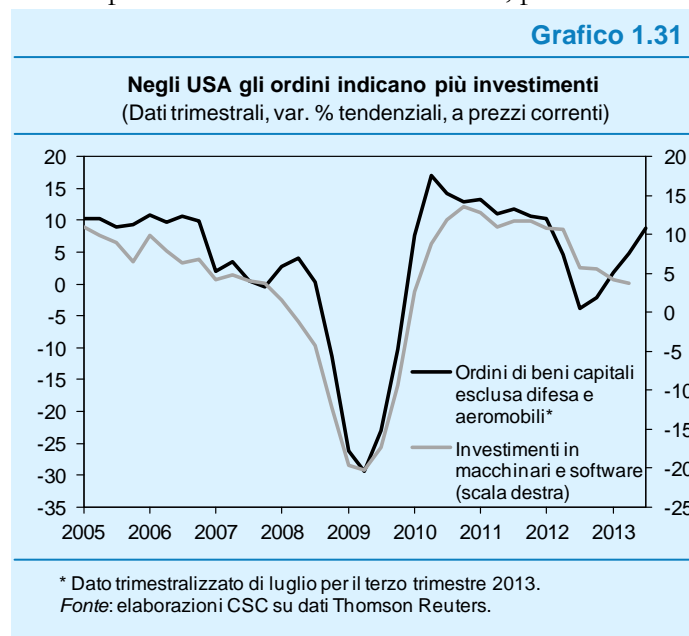


Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

L'aumento dei prezzi delle case e delle quotazioni di borsa (+30% circa l'indice S&P500 da inizio gennaio 2012) ha contribuito a ricostituire la ricchezza delle famiglie, con effetti favorevoli sulla fiducia. Ciò, insieme al miglioramento della situazione finanziaria di molte famiglie che hanno visto ridursi rapidamente, rispetto al reddito disponibile, sia il loro debito sia i loro esborsi per interessi, lascia quindi prevedere una buona tenuta dei consumi anche nei prossimi trimestri. La capacità di spesa delle famiglie sarà, inoltre, rafforzata dal graduale affievolirsi degli effetti sui redditi delle restrizioni nel bilancio pubblico introdotte lo scorso marzo con il *sequester*.



Il calo degli ordini di beni durevoli a luglio (-7,3% su giugno), unito al dato sulla produzione industriale, invariata nel mese e sostanzialmente ferma dallo scorso aprile, solleva dubbi sulla solidità della ripresa del settore industriale e sulla sua tenuta nel terzo trimestre. L'indice di attività PMI del settore manifatturiero, aumentato di nuovo in agosto (55,7) dopo il balzo fatto registrare a luglio (a 55,4 da 50,9 a giugno), indica, tuttavia, che il settore è non solo in espansione ma anche in forte accelerazione. Inoltre, gli ordini di beni capitali esclusa difesa e aeromobili, pur in marcata contrazione (-3,3%), sono l'8,4% superiori a luglio 2012 e implicano un ulteriore aumento degli investimenti in macchinari e software nei prossimi mesi (Grafico 1.31). Gli investimenti aziendali dovrebbero inoltre essere sostenuti dal buon andamento dei profitti (+2,6% al netto delle tasse nel secondo trimestre rispetto al primo). Il settore manifatturiero americano sta beneficiando di costi energetici molto bassi, che ne aumentano fortemente la competitività sui mercati globali, sostenendone le esportazioni anche in un contesto di rallentamento dei mercati emergenti.



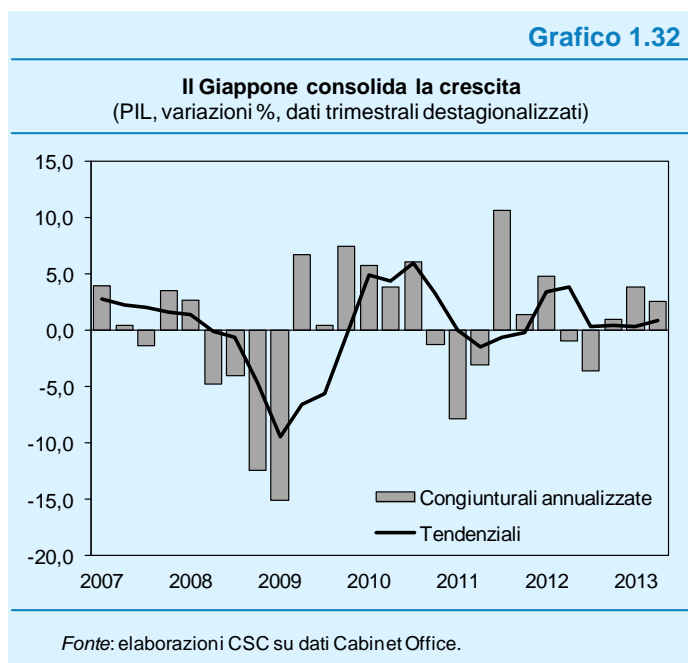
Nella previsione CSC si assume che il governo americano e il Congresso raggiungano un accordo di massima sia sul budget federale per il 2014 sia sulla revisione del tetto del debito. L'incertezza che una prolungata trattativa su questi due temi solleverebbe potrebbe riflettersi in modo

negativo sulla fiducia di famiglie e imprese e/o, ancor peggio, destabilizzare i mercati finanziari internazionali già a partire dai prossimi mesi, compromettendo la crescita nei trimestri a cavallo del nuovo anno. Per gli effetti negativi sulla fiducia, sull'inflazione e sui consumi va inoltre ricordato il rischio di un forte aumento dei prezzi dei carburanti, dovuto al peggioramento della situazione politica in Siria ed Egitto. Si stima che un aumento di un centesimo nei prezzi della benzina riduca i consumi di circa un miliardo di dollari.

Giappone: la ripresa prosegue...

L'economia nipponica è cresciuta per il terzo trimestre consecutivo nel secondo 2013: +2,6% congiunturale annualizzato il PIL, in rallentamento rispetto al +3,8% nei primi tre mesi dell'anno (Grafico 1.32).

Determinanti sono state le performance dei consumi privati (+3,1% da +3,4%), trainati dalla fiducia dei consumatori ai massimi in media trimestrale dal secondo 2007, e della spesa pubblica (+3,4% da +0,2%). Positivo anche il contributo alla crescita delle esportazioni nette (0,7 punti percentuali), sostenute dall'incremento delle esportazioni reali (+12,5%), mentre è risultato ancora negativo l'apporto degli investimenti delle imprese (-0,1 punti percentuali), in contrazione per il sesto trimestre consecutivo, e della variazione delle scorte (-1,1 punti percentuali). Consumi e spesa pubblica continueranno a sostenere la crescita per tutto il 2013, portando il paese a crescere del 2,0% per rallentare poi nel 2014 (1,3%), quando il contributo del canale estero, favorito da deprezzamento dello yen e ripresa del commercio mondiale, sarà controbilanciato dalla manovra di consolidamento delle finanze pubbliche attraverso la diminuzione delle spese per la ricostruzione post-terremoto e l'aumento della tassa sui consumi.



Gli indicatori congiunturali confermano che l'economia continua a muoversi su un sentiero di crescita: in agosto il PMI manifatturiero, in area di espansione sopra la soglia di 50 per il sesto mese consecutivo, è salito a 52,2 (da 50,7). Il recupero della produzione industriale in luglio (+3,2% mensile) indica che la contrazione di giugno (-3,1%), dopo cinque mesi consecutivi di espansione, è stata solo un'interruzione temporanea del trend verso l'alto, mentre l'aumento dei consumi reali delle famiglie (+1,1% da -2,0%) mostra che la spesa delle famiglie non ha risentito del secondo calo mensile dell'indice di fiducia dei consumatori (43,6 dal massimo da giugno 2007 di 45,7 registrato in maggio). Il tasso di disoccupazione in luglio ha toccato il minimo da ottobre 2008 (3,8%). In aumento a luglio per la prima volta in 14 mesi le esportazioni in volume (+1,8% annuo), ma la bilancia commerciale ha chiuso in passivo per il 12° mese consecutivo, perché i benefici della debolezza dello yen sulle esportazioni in valore sono compensati dall'aumento dei

prezzi dei beni importati, in particolare di quelli energetici da cui l'economia dipende dopo la sospensione dell'attività delle centrali nucleari.

...e i prezzi tornano a salire

La lotta alla deflazione messa in atto da governo e Banca centrale sta mostrando i primi frutti: in luglio l'indice dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari è cresciuto dello 0,7% su base annua, dopo il +0,4% in giugno, segnando il più forte rialzo da novembre 2008. Dopo aver ottenuto con le elezioni di luglio la maggioranza anche alla Camera alta, il Governo Abe è ora chiamato a mettere in atto, oltre allo stimolo di bilancio, nei numeri inferiore a quanto inizialmente annunciato, e all'allentamento monetario, la terza freccia del suo mix di politica economica: le riforme strutturali per la competitività dell'economia e il consolidamento delle finanze pubbliche che permettano al paese di inserirsi su un sentiero di crescita di medio-lungo periodo e far scendere il peso del debito pubblico, la cui dimensione è attualmente più del doppio di quella dell'economia. Anche secondo l'FMI il primo passo da muovere in questa direzione è l'implementazione dell'aumento, già deliberato, della tasso dei consumi dal 5% al 10% entro il 2015. Entro i primi giorni di ottobre il governo deciderà se confermare l'attuale piano di applicazione che prevede due aumenti: il primo dal 5% all'8% nell'aprile 2014 e il secondo al 10% nell'ottobre 2015, o se rendere tale aumento più graduale per non compromettere la ripresa in atto e il sentiero di uscita dalla deflazione.

Il Regno Unito allunga il passo...

Netta accelerazione del PIL nel Regno Unito: +0,7% congiunturale nel secondo trimestre 2013, più che raddoppiando il risultato registrato nei primi tre mesi dell'anno (+0,3%; Grafico 1.33). La scomposizione della dinamica indica una crescita bilanciata; hanno offerto un contributo positivo i consumi privati (+0,4% da +0,3%), trainati dall'elevata occupazione e dalla fiducia dei consumatori che in giugno era ai massimi da 25 mesi, i consumi pubblici (+0,9% da +0,1%), gli investimenti fissi (+1,7%, da +0,2%) e le esportazioni nette, che hanno aggiunto 0,3 punti percentuali alla crescita dell'economia grazie alla migliore performance dal 2011 delle esportazioni (+3,6%).

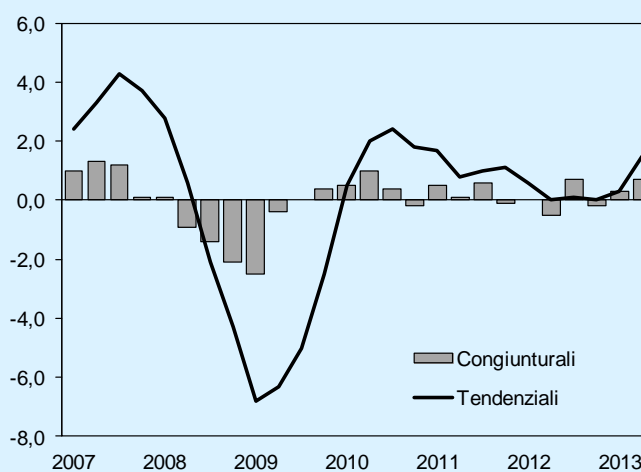
Per la prima volta dal terzo trimestre 2010 tutti i settori dell'economia hanno registrato una performance positiva. Le costruzioni tentano l'uscita dalla crisi: la produzione è salita dell'1,4% (-1,8% nel primo 2013 e -8,3% nell'intero 2012) e buone notizie arrivano dal relativo PMI, che in agosto ha toccato il massimo da settembre 2007 (59,1 da 57,0). La produzione manifatturiera ha registrato nel secondo trimestre l'aumento più forte da due anni e mezzo (+0,6%) ed è rimasta invariata in luglio su giugno (dopo +1,3% in giugno) e il PMI in agosto ha segnato il massimo da 29

La lotta alla deflazione messa in atto da governo e Banca centrale sta mostrando i primi frutti: in luglio l'indice dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari è cresciuto dello 0,7% su base annua, dopo il +0,4% in giugno, segnando il più forte rialzo da novembre 2008.

Netta accelerazione del PIL nel Regno Unito: +0,7% congiunturale nel secondo trimestre 2013, più che raddoppiando il risultato registrato nei primi tre mesi dell'anno (+0,3%; Grafico 1.33). La scomposizione della dinamica indica una crescita

Grafico 1.33

Accelera il PIL nel Regno Unito
(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

mesi (57,2 da 54,6). Il contributo più importante alla crescita è stato fornito dai servizi (0,5 punti percentuali), che pesa per tre quarti dell'economia britannica e la cui attività è salita dello 0,6% su base trimestrale, confermando il risultato dei primi tre mesi dell'anno. Il PMI dei servizi in luglio (60,2 da 56,9) e agosto (60,5 massimo da dicembre 2006), l'accelerazione delle vendite al dettaglio in luglio (+1,1% mensile da +0,2%) e il consistente miglioramento dell'indice di fiducia dei consumatori (-13 in agosto, massimo da ottobre 2009) puntano a un ulteriore rafforzamento della crescita nel terzo trimestre 2013, mentre rischi al ribasso emergono ancora dal *deleveraging* pubblico e privato, condizioni del credito e debolezza della domanda globale. L'economia è prevista crescere dell'1,1% nel 2013 e dell'1,8% nel 2014.

...e la politica monetaria guarda alla disoccupazione

La Banca d'Inghilterra sotto la guida del nuovo governatore Mark Carney ha confermato la strategia di politica monetaria in termini di tasso di interesse (0,5%) e *quantitative easing* (375 miliardi di sterline) e ha annunciato che la politica monetaria sarà d'ora in poi ispirata dal principio della sistematica informazione ai mercati della strategia adottata (*forward guidance*). Secondo il primo annuncio si guarderà all'occupazione come indicatore di un'autentica ripresa, senza abbandonare il target dell'inflazione al 2%: i tassi di interesse rimarranno quindi invariati all'attuale minimo storico e il programma di acquisto di titoli pubblici non sarà ridotto, ma potrebbe bensì essere incrementato per sostenere la crescita fino a che il tasso di disoccupazione (attualmente al 7,8%) non scenderà al di sotto del 7,0%, il che nelle previsioni della Banca centrale non dovrebbe accadere prima del 2016. Tale strategia proseguirà a meno che non sia minacciato il target d'inflazione del 2% in un orizzonte di 18-24 mesi o il livello dei tassi ai minimi per un periodo tanto prolungato diventi una minaccia per la stabilità finanziaria.

Temporanea la frenata degli emergenti

La crescita delle economie emergenti rallenta ancora al di sotto del 5%. Il CSC stima che il loro PIL crescerà del 4,7% nel 2013, dal 4,9% del 2012 e dal 6,2% del 2011, per riaccelerare al 5,1% nel 2014. La dinamica è inferiore alla media annua del 6,3% registrata tra il 2000 e il 2011. Nonostante il rallentamento, tali paesi quest'anno forniranno comunque poco meno dell'80% della crescita globale e contribuiranno per la prima volta per più della metà alla formazione del PIL mondiale calcolato a parità di poteri di acquisto (PPA; Grafico 1.34).

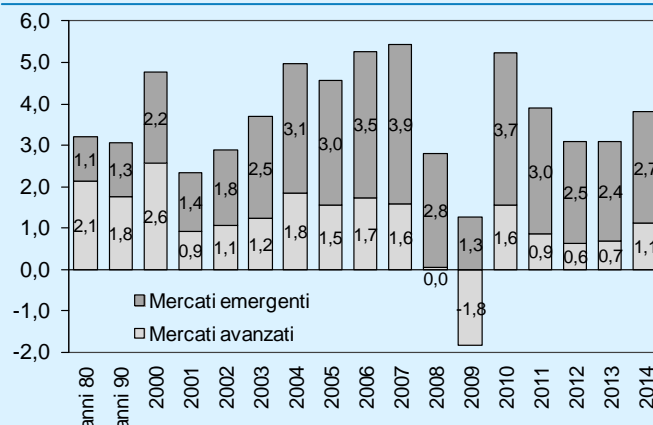
Dopo la frenata nel corso del 2012, le stime del CSC scontano un ulteriore rallentamento che riflette, a vari livelli per i singoli paesi, fattori sia strutturali sia di tipo ciclico. Tra i primi la diminuzione rispetto al periodo pre-crisi del potenziale di crescita, specialmente in alcune maggiori

La Banca d'Inghilterra sotto la guida del nuovo governatore Mark Carney ha confermato la strategia di politica monetaria in termini di tasso di interesse (0,5%) e *quantitative easing* (375 miliardi di sterline) e ha annunciato che la politica monetaria sarà

La crescita delle economie emergenti rallenta ancora al di sotto del 5%. Il CSC stima che il loro PIL crescerà del 4,7% nel 2013, dal 4,9% del 2012 e dal 6,2% del 2011, per riaccelerare al 5,1% nel 2014. La dinamica è inferiore alla media annua del 6,3%

Grafico 1.34

Dagli emergenti quasi l'80% della crescita...
(Contributi alla crescita del PIL mondiale, %)



La somma degli istogrammi costituisce la crescita del PIL mondiale calcolato a PPA.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

economie emergenti in cui le politiche creditizie sono riuscite a evitare il surriscaldamento dovuto ai grandi flussi di capitali in entrata derivanti dall'allentamento monetario nei paesi avanzati senza però mettere in atto le riforme necessarie a superare nodi strutturali irrisolti come infrastrutture arretrate, mercati non competitivi, eccesso di burocrazia, corruzione.

Tra i secondi il rallentamento della domanda estera, la riduzione dei prezzi delle commodity, gli eccessi di capacità produttiva e le recenti turbolenze sui mercati finanziari. La possibilità di una riduzione del *quantitative easing* da parte della FED ha messo in moto a partire da fine maggio una prolungata fuoriuscita di capitali dai paesi emergenti (che avevano beneficiato precedentemente del massiccio afflusso di dollari), con conseguenti cadute degli indici azionari, vendite dei titoli obbligazionari e deprezzamenti delle valute nazionali, in particolare quelle dei paesi con importanti deficit delle partite correnti e quindi più esposti al finanziamento estero. Le politiche restrittive attuate dalle Banche centrali, insieme all'impiego delle riserve valutarie, per contenere deprezzamenti valutari e inflazione, implicano una restrizione del credito che mal si concilia con la necessità di politiche economiche espansive che contrastino il rallentamento già in atto. Ulteriori elementi di turbolenza giungono dalle tensioni innescate dal possibile intervento militare esterno nella crisi siriana.

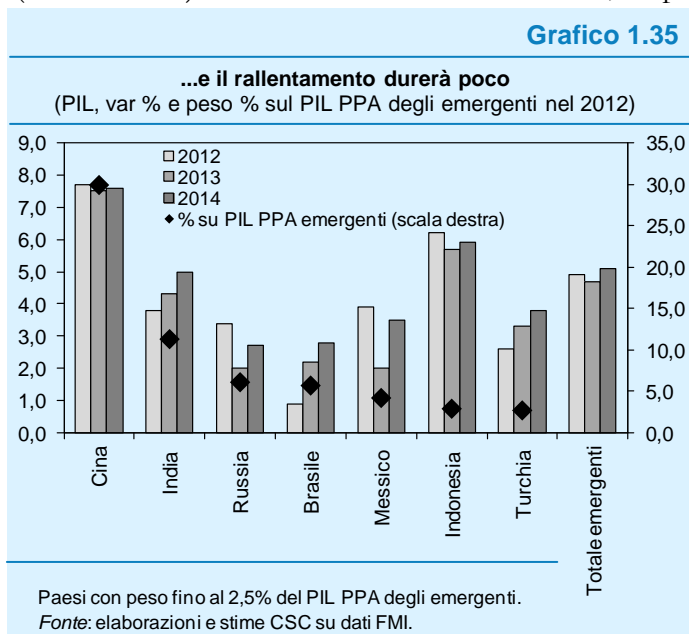
Le previsioni del CSC assumono che l'eccesso di volatilità sui mercati finanziari rappresenti un riallineamento sui rischi associati al nuovo scenario internazionale e sarà riassorbita una volta che il programma di uscita dallo stimolo monetario della FED sarà più chiaro. La ripresa del commercio mondiale e della domanda estera produrrà un'accelerazione della crescita nel 2014, ma l'espansione non tornerà, soprattutto per i motivi strutturali indicati sopra, ai ritmi altissimi della prima decade 2000. Dall'Asia emergente proverrà comunque più della metà della crescita mondiale nel 2013, anche se i due principali motori, Cina e India (in specie) scalano marcia.

La Cina in linea con gli obiettivi

La Cina rallenta verso l'obiettivo esplicito di crescita del governo pari al 7,5%. Il CSC stima che il suo PIL aumenti del 7,5% quest'anno e del 7,6% nel 2014, contro il 7,7% nel 2012 e il 9,3% nel 2011 (Grafico 1.35). La moderazione della velocità, dopo

quarant'anni di sviluppo al 10% medio annuo, è fisiologica per un'economia che sta riducendo a passo spedito il gap di sviluppo con i paesi avanzati e sta attraversando una delicata fase di transizione economica da un modello economico basato su investimenti fissi ed export verso un nuovo modello di sviluppo in cui aumenterà il contributo dei consumi alla crescita nazionale, ma comunque semina dubbi sulla riuscita della transizione dato il momento di incertezza globale.

La variazione media annua del PIL nel secondo trimestre del 2013 è stata del



7,5% (+7,7% nel primo). Nel primo semestre del 2013 è salito il contributo alla crescita degli investimenti (53,2% dal 51,2% del corrispondente periodo del 2012), mentre è diminuito quello dei consumi (45,2% da 60,4%); positivo anche il contributo delle esportazioni nette (1,6% da -11,6%).

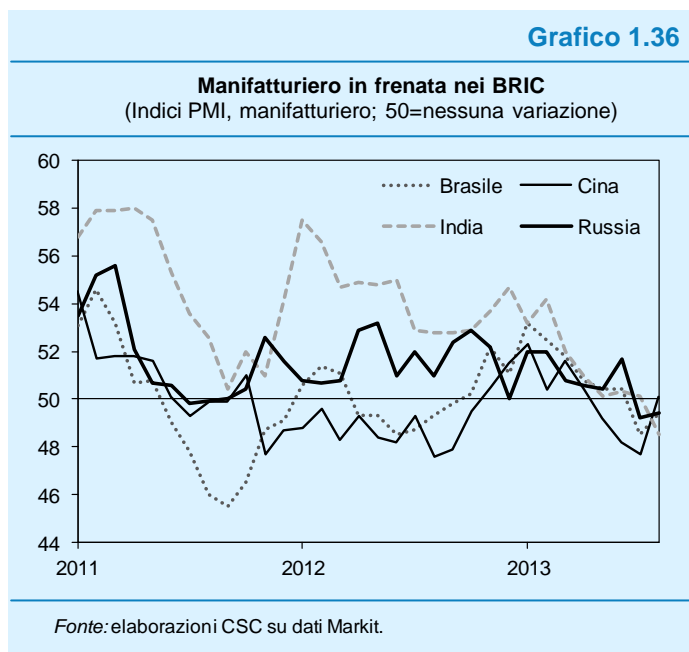
Gli indicatori congiunturali fanno pensare che il rallentamento abbia toccato il fondo in giugno: in luglio produzione industriale +9,7% annuo (da +8,9% in giugno; +9,4% nei primi sette mesi dell'anno), investimenti fissi +20,1% (come in giugno) e vendite al dettaglio +13,2% (da 13,3%). Notizie positive anche dalla bilancia commerciale che ha registrato un surplus di 18 miliardi di dollari: l'export è cresciuto del 5,1% annuo in luglio (-3,1% in giugno e +1,0% in maggio) e l'import del 10,6% (-0,7% e -0,3%). Il PMI manifatturiero ha toccato il massimo da quattro mesi in agosto, ritornando in area espansiva, trainato dalle componenti produzione e nuovi ordini (50,1 da 47,7), mentre quello dei servizi è salito a 52,8 (da 51,3). Segno che inizia a funzionare il mix di mini-misure espansive varate dal premier Li Keqiang per raggiungere l'obiettivo di crescita del governo mantenendo l'inflazione al di sotto del 3,5%: taglio delle tasse per le micro e piccole imprese; supporto all'export attraverso semplificazione delle procedure e mantenimento del tasso di cambio al livello di equilibrio; investimenti nella rete ferroviaria e nella modernizzazione delle periferie urbane.

Allentamenti monetari e massicce misure di stimolo di bilancio come nel 2009 sono improbabili, nonostante l'inflazione sia sotto controllo (+2,7% in luglio, come in giugno) e gli spazi di intervento a disposizione siano ancora ingenti, considerato l'elevato livello di riserve valutarie e un debito pubblico (sotto il 60% del PIL) ancora lontano dai livelli americano, europeo e giapponese. Le autorità devono infatti fare fronte a una serie di rischi che incrementano la vulnerabilità interna dell'economia e che vanno affrontati con riforme strutturali che abbiano effetti di lungo termine, piuttosto che con aiuti statali di breve respiro: il rialzo dei prezzi delle case, che sono ripartiti nel 2013 per un rilassamento nei severi controlli messi in atto nel 2012 sugli acquisti delle proprietà immobiliari; il debito dei governi locali ormai fuori controllo; gli eccessi di capacità produttiva, che nel caso dell'industria dell'acciaio necessiterà di un periodo tra 5 e 10 anni per essere riassorbita; la bolla del credito alimentata dal finanziamento al di fuori dei canali ufficiali bancari, che è cresciuto dal 2010 a ritmi annui del 34% e vale ormai più della metà del PIL cinese.

India in affanno

La crescita del PIL indiano resta ben al di sotto del 7% medio annuo registrato nel decennio 2000-09. Il CSC stima +4,3% nel 2013 e +5,0% nel 2014, dopo la performance peggiore da dieci anni del 2012 (+3,8%; i dati sono a prezzi di mercato e si riferiscono all'anno solare). L'India sembra entrata in una tempesta perfetta, fatta di crescita rallentata, inflazione elevata, deficit commerciale e svalutazione. Nel secondo trimestre 2013 la crescita del PIL si è ulteriormente indebolita: +2,4% annuo (+3,0% nel primo). La produzione in giugno è diminuita del 2,2% su base annua (-2,8% in maggio) e il PMI manifatturiero in agosto è entrato in area recessiva, scendendo sotto la soglia di 50 per la prima volta da marzo 2009 (48,5 da 50,1 in luglio; Grafico 1.36). In area recessiva per il secondo mese consecutivo il PMI dei servizi (47,6 da 47,9) e quello composito (47,6 da 48,4).

La frenata nel 2012 e nella prima metà del 2013 è conseguenza della debolezza della domanda estera, in particolare dell'Eurozona, e di quella interna, per una serie di fattori endogeni all'economia: il consolidamento delle finanze pubbliche; la difficoltà di portare a termine progetti di investimento a lungo termine per la burocrazia elefantica e la corruzione diffusa; i mercati non liberalizzati e un deficit commerciale pari al 4,8% del PIL, che rende ancora più pericolosa la fuga di capitali in atto dopo il diffondersi delle attese che l'attenuazione del *quantitative easing* da parte della FED sia ormai prossima.



La rupia ha segnato una serie di minimi storici nei confronti del dollaro: in tre mesi si è svalutata più del 15% e l'inflazione è tornata a salire (5,8% in luglio da 4,9% in giugno). A nulla sono serviti gli interventi, peraltro confusi, del Ministero delle Finanze e della Banca centrale, che pur senza alzare il tasso di riferimento, ha varato misure per stringere il credito e ridurre la liquidità, anche attraverso restrizioni all'esportazione di capitali, ottenendo però l'effetto contrario. La stessa Banca centrale ha successivamente dovuto aggiustare il tiro e ha deciso di puntare sul sostegno all'economia attraverso un programma di acquisto di titoli di Stato, pur senza abbandonare la rupia al suo destino e continuando a presidiare i mercati con le riserve valutarie.

La futura crescita del paese dipende molto da quando la Banca centrale sarà capace di stabilizzare la rupia, porre fine alle misure restrittive e riprendere il percorso di taglio dei tassi di riferimento che aveva avviato all'inizio del 2013. E anche dalle riforme che il governo porrà in essere per ridurre il deficit delle partite correnti almeno al 2,5% del PIL e attrarre investimenti diretti dall'estero. La campagna elettorale che si apre in vista del voto di maggio 2014 non sarà di aiuto, mentre gioverà l'attesa buona performance dell'agricoltura che segue una stagione di monsoni deboli, così come accaduto nel 2012.

Sindrome indiana per Giacarta

Le economie emergenti asiatiche proseguono nell'espansione grazie alla domanda interna vivace, ma i ritmi di crescita rallenteranno a causa del prolungamento della frenata della domanda estera e delle restrizioni nei mercati del credito. Per

l'Indonesia, che continua a essere l'economia più robusta dell'area, si è di fronte a una sindrome indiana: il deficit commerciale è salito al 4,4% del PIL nel secondo trimestre 2013, il cambio ha perso il 13% del valore in tre mesi, la Banca centrale ha utilizzato il 13,6% delle riserve valutarie (stime Morgan Stanley) e ha alzato da giugno tre volte il tasso di riferimento (al 7,00%, +125 punti base in totale) per difendere la valuta e contenere l'inflazione, che in agosto ha raggiunto l'8,8%, anche per la riduzione dei sussidi statali alle fonti energetiche non rinnovabili. L'economia manterrà un ritmo di crescita poco al di sotto del 6% annuo nel biennio 2013-2014.

Europa emergente legata all'Eurozona

L'Europa emergente ha sperimentato una brusca frenata della crescita nel 2012 (+1,4% dal +5,4% del 2011) per gli effetti della recessione nell'Area euro: contrazione delle esportazioni, calo della fiducia e riduzione del credito da parte del sistema bancario, di proprietà per lo più di banche dell'Eurozona. La sua crescita è prevista salire al 2,2% nel 2013 e al 2,8% nel 2014, in virtù della graduale ripresa dell'Eurozona a partire dalla seconda metà del 2013, dell'incremento del commercio mondiale e del ritorno a condizioni di finanziamento più favorevoli. Russia e CSI cresceranno nel biennio 2013-2014 al di sotto del 3% annuo³, beneficiando del graduale recupero globale, di politiche economiche più espansive e della stabilizzazione del prezzo del petrolio.

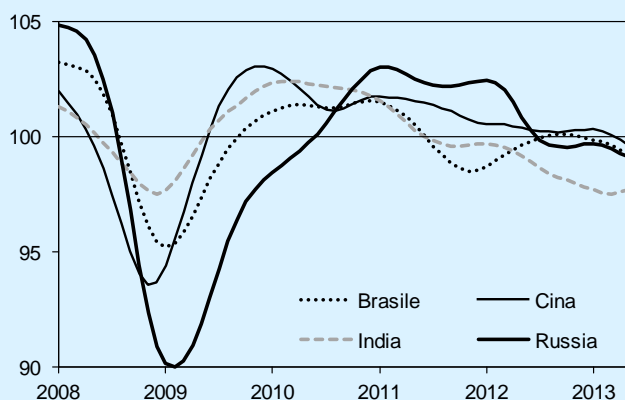
Polonia e Russia rallentano

La Polonia ha perso slancio. Dopo il +1,9% del PIL nel 2012 e il +4,5% nel 2011, la crescita rallenta all'1,3% nel 2013, prima di riaccelerare nel 2014 al 2,5%, a causa della fragilità della domanda di esportazioni dei principali partner commerciali europei, dei tagli di spesa pubblica per la riduzione del deficit pubblico verso i parametri di Maastricht e della frenata dei consumi interni. La variazione annua del PIL nel secondo trimestre del 2013 è stata pari all'1,1% (+0,7% nel primo). Il PMI manifatturiero in agosto ha indicato attività ai massimi da luglio 2011 (52,6 da 51,1). La produzione industriale è cresciuta in luglio del 6,3% annuo, ma solo dello 0,5% nei primi sette mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La Banca centrale ha operato otto tagli del tasso ufficiale da novembre a luglio, portandolo al minimo storico di 2,50% dal 4,75%.

In Russia, dopo il +3,4% del 2012, secondo le stime del CSC il PIL frenerà nel 2013 al +2,0%, per la stabilizzazione del prezzo del petrolio, prima delle recenti tensioni legate alla crisi in Siria che dovrebbero avere un carattere transitorio, e la debole domanda di prodotti energetici che costituiscono la parte più importante delle esportazioni nazionali, e crescerà del 2,7% nel 2014, al di sotto del potenziale (Grafico 1.37). Il paese contribuisce per il 3,0% alla formazione del PIL mondiale espresso in PPA e per il 6,1% a quello degli emergenti. Deludente la performance dell'economia nel secondo trimestre 2013: il PIL è salito dell'1,2% annuo (+1,6% nei primi tre mesi dell'anno), al ritmo più lento dal 2009 per la concomitanza dei fattori esterni citati con il venir meno sul fronte interno

Grafico 1.37

BRIC: crescita sotto il trend
(Indici anticipatori OCSE, trend di lungo periodo=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

³ I paesi emergenti europei sono, secondo la classificazione dell'FMI: Albania, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Ungheria, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia, Turchia. Il CSC considera nell'aggregato anche i paesi della Comunità degli Stati Indipendenti (CSI): Armenia, Azerbaijan, Bielorussia, Georgia, Kazakistan, Kirghizistan, Moldavia, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina, Uzbekistan.

degli incentivi alla spesa, che nell'anno passato avevano coinciso con la campagna per le elezioni presidenziali.

La produzione industriale in luglio è diminuita dello 0,7% annuo, rimanendo invariata nei primi 7 mesi dell'anno rispetto al corrispondente periodo del 2012, mentre le vendite reali al dettaglio hanno mantenuto una dinamica vivace (+4,3% da +3,5%). Sempre in luglio le esportazioni sono tornate a crescere su base annua (+1,8%) dopo sette contrazioni consecutive, ma il saldo di bilancia commerciale si è ridotto al minimo da agosto 2012. Nella seconda parte dell'anno e nel 2014 si assisterà a un graduale recupero grazie agli effetti del pacchetto di stimolo deliberato dal governo, mentre misure di sostegno monetario sono rese meno probabili da un'inflazione in agosto (6,5%) ancora al di sopra del target del 5-6% fissato entro fine 2013 dalla Banca centrale e dal deprezzamento che nei mesi estivi ha colpito anche il rublo (-6% sul dollaro). Il surplus di partite correnti ha protetto la valuta russa dagli effetti di fuoriuscite di capitali, come avvenuto in altre economie emergenti.

Acque agitate nel Bosforo

In Turchia il PIL, dopo il netto rallentamento nel 2012 (+2,2% da +8,8% nel 2011) per la debolezza della domanda interna, è tornato ad accelerare a sorpresa nel primo trimestre 2013 (+3,0%, dal +1,5% della seconda metà del 2012), anche grazie all'allentamento monetario messo in atto dalla Banca centrale tra la fine del 2012 e i primi mesi del 2013. Il CSC stima che quest'anno chiuderà con una crescita del 3,3% e che il 2014 registrerà un +3,8%.

La produzione industriale ha accelerato in giugno (+4,2% annuo da +1,0% in maggio e 3,5% in aprile) e nei primi 6 mesi dell'anno è cresciuta del +2,3% rispetto allo stesso periodo del 2012, mentre il PMI manifatturiero in agosto è tornato in area di espansione (50,9 da 49,8). I punti deboli restano l'inflazione, +8,2% annuo l'indice dei prezzi al consumo in agosto (dal massimo da settembre 2012 di 8,9% in luglio), ben al di sopra del target del 5,3%, e il deficit corrente, pari a circa il 7% del PIL, che ha esposto, insieme alle tensioni politiche verificatesi nei mesi estivi, la lira turca al deflusso di capitali internazionali. Il tasso di cambio è sceso a fine agosto al livello più basso registrato contro il dollaro dal 1981, perdendo in tre mesi quasi il 10%. La Banca centrale, dopo aver aumentato per due volte in luglio e agosto il tasso *overnight* (a 7,75%, per un totale di 125 punti base), senza ottenere grandi risultati, ha annunciato che non alzerà ulteriormente i tassi, ma per difendere la valuta utilizzerà le riserve valutarie (109 miliardi di dollari), che sono peraltro ben inferiori a quelle di colossi come Brasile (374 miliardi) e Russia (480 miliardi).

Crescita elevata nel Baltico

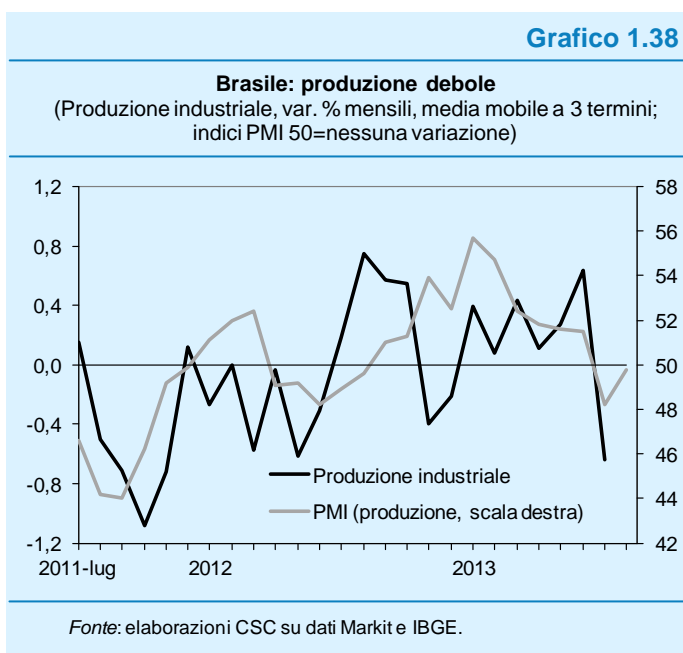
I paesi emergenti dell'Europa centrale, accomunati dall'elevato contributo dell'export alla crescita, dalla debolezza della domanda interna e dal risanamento in atto delle finanze pubbliche, sperimenteranno una modesta ripresa nel 2013-2014, per la fine della recessione dell'Eurozona, principale partner commerciale e finanziario. L'Ungheria è uscita dalla recessione nel primo trimestre 2013 grazie a una politica monetaria molto espansiva e registrerà una crescita quasi nulla nel 2013 e dell'1,5% nel 2014. La ripresa della Bulgaria rimarrà modesta (+0,4% il PIL nel 2013), per il ritardo con cui la domanda di consumi risponderà alla ritrovata espansione tirata dalle esportazioni, a causa della disoccupazione elevata e della conseguente bassa fiducia dei consumatori. La Romania ha sperimentato nei primi 6 mesi

del 2013 un recupero sia delle esportazioni (+5,9% annuo) sia della produzione industriale (+6,0%); il PIL crescerà dell'1,6% nel 2013 e del 2,7% nel 2014.

I Balcani restano l'area europea più in difficoltà. Il PIL della Croazia si è contratto per il settimo trimestre consecutivo nel secondo trimestre 2013 (-0,7% su base annua da -1,5%), resterà stagnante nel 2013 e tornerà a espandersi nel 2014 (+1,2%). Crescita sostenuta per le repubbliche baltiche: in Lettonia, che dal 1° gennaio 2014 entrerà nell'Eurozona come 18° paese membro, il PIL ha mostrato la più forte variazione annua nel secondo trimestre 2013 all'interno dell'UE (+3,8%) e crescerà intorno al 4% nel 2013 e nel 2014. Dinamica più contenuta, ma comunque robusta per la Lituania (+3,4% nel 2013 e +3,8% nel 2014), che è ormai in linea con i criteri di Maastricht e potrebbe essere il prossimo candidato a entrare nell'Eurozona dal 2015.

Brasile: tassi in rialzo e crescita al 2,0%

In America latina il Brasile (2,8% del PIL mondiale e 5,7% del PIL degli emergenti), dopo aver chiuso il 2012 con un deludente +0,9% del PIL, molto inferiore rispetto al +3,7% medio annuo del primo decennio 2000, ha accelerato nella prima metà del 2013: +2,6% annuo, con un +1,9% nel primo trimestre e un sorprendente +3,3% nel secondo. Gli ultimi indicatori congiunturali danno segnali contrastanti: la produzione industriale in luglio ha registrato un +2,0% annuo (da +3,1% in giugno, ma si è contratta su base mensile: -2,0% da +2,1%; Grafico 1.38), mentre le vendite al dettaglio sono cresciute al di sotto delle attese in giugno (+1,7% annuo da +4,4% in maggio). Il PMI manifatturiero, in discesa da cinque mesi, in agosto è rimasto in area recessiva per il secondo mese consecutivo (49,4 da 48,5), mentre quello dei servizi è sceso sotto la soglia di neutralità per la prima volta da agosto 2012 (49,7 da 50,3). Esauriti gli effetti ritardati delle precedenti misure di allentamento monetario, i maggiori rischi nei prossimi trimestri arrivano sul fronte esterno dalla debolezza della domanda globale e sul fronte interno dal crollo della fiducia dei consumatori (indice ai minimi da maggio 2009), in seguito alle tensioni sociali esplose in giugno, e dalle restrizioni al credito messe in atto per contenere deprezzamento del real e inflazione.



Se nel 2011 il Brasile gridava alla guerra delle valute protestando contro l'eccesso di liquidità che entrava nei mercati emergenti a causa della politica troppo espansiva dei paesi avanzati, ora la situazione si è capovolta. A parte la rupia indiana, il real è la valuta che più si è deprezzata in seguito alle attese di cambiamento di politica monetaria della FED. Per contenere l'inflazione (6,1% in agosto, dal massimo del 6,7% in giugno) e sostenere il cambio la Banca centrale ha alzato il tasso di riferimento di 175 punti base, portandolo tra aprile e agosto al 9,00%, e ha annunciato una stretta con *swap* valutari e accordi di riacquisto di linee di credito per 60 miliardi di

dollari entro dicembre. Secondo le stime del CSC l'anno corrente si concluderà con un incremento del PIL del 2,2% e il 2014 registrerà un'accelerazione al 2,8%.

Il Messico è cresciuto nel 2012 del 3,9%, ma gli effetti ritardati della temporanea frenata degli USA, suo principale partner commerciale, e alcuni tagli alla spesa pubblica nel secondo trimestre 2013 hanno portato a un deludente +1,0% annuo del PIL nella prima metà del 2013. L'anno in corso si chiuderà con un aumento intorno al 2,0% e il miglioramento del quadro negli Stati Uniti e a livello globale produrrà un'accelerazione sopra al 3% nel 2014.

L'Africa non rallenta

L'Africa sub-sahariana, che contribuisce per il 5,1% alla formazione del prodotto degli emergenti e per il 2,5% a quello globale, è l'area che ha meno risentito del rallentamento mondiale. Nel 2012 ha registrato un aumento del PIL pari al 4,9% e nell'orizzonte di previsione è attesa crescere a un ritmo tra il 5% e il 6%. I paesi dell'area beneficeranno della robusta domanda interna e degli investimenti in opere infrastrutturali. Tra i paesi a reddito intermedio il Sudafrica, dopo aver chiuso il 2012 con un PIL in incremento del 2,5%, ha rallentato nel primo semestre 2013 (1,9% annuo); gli ultimi indicatori congiunturali danno segnali contrastanti: in agosto il PMI manifatturiero ha toccato il valore più alto da agosto 2007 (56,5), rimanendo per il quinto mese consecutivo in area di espansione, mentre l'inflazione, al massimo da 18 mesi (6,3% da 5,5% in giugno) per il deprezzamento del rand (-8% nei tre mesi terminati ad agosto), alimenta le richieste salariali e genera conflitti sindacali nella stagione dei rinnovi contrattuali. Il CSC stima che il Sudafrica crescerà del 2,3% nel 2013 e accelererà al 2,9% nel 2014 grazie agli effetti benefici sulle esportazioni del recupero del commercio mondiale.

Nord Africa e Medio Oriente: le nuove tensioni...

Nel 2012 la performance economica in Medio Oriente e Nord Africa (+4,5% il PIL) è stata ancora a due velocità: l'attività è cresciuta del 5,5% nei paesi esportatori di petrolio e dell'1,8% nei paesi importatori, molti dei quali stanno attraversando una difficile fase di transizione politica che, salvo alcune importanti eccezioni, è in via di stabilizzazione. Nel 2013 le differenze sono attese ridursi (+3,1% gli esportatori e +2,6% gli importatori, +3,0% l'aggregato) per poi annullarsi nel 2014, quando l'area intera crescerà del 3,7% senza differenze al suo interno. Nell'orizzonte di previsione i rischi al ribasso sono, per i paesi esportatori di petrolio, la debole domanda globale e il prezzo non più crescente del greggio e, per i paesi importatori, l'instabilità politica e la lenta ripresa dell'Europa, principale partner commerciale. Le recenti tensioni in Egitto e il possibile intervento militare nell'ambito del prolungato conflitto civile in Siria complicano ulteriormente lo scenario e aggiungono rischi al ribasso.

...fanno salire il prezzo del petrolio

Lo scenario CSC assume un prezzo del Brent a 106 dollari al barile in media nel 2013 (da 112 dollari nel 2012). Nel 2014 il sorpasso dell'offerta sulla domanda mondiale farà scendere le quotazioni a 100 dollari, allineandole all'obiettivo di prezzo dell'Arabia Saudita.

Il prezzo del Brent è salito fino a 117,3 dollari in agosto (111,1 dollari in media nel mese), da 103,4 dollari a giugno. A inizio settembre è a 115,4. La ragione di tale rialzo sono i conflitti bellici in corso in diversi paesi piccoli produttori non-Opec, che hanno determinato una caduta

dell'offerta (a luglio -0,49 milioni di barili al giorno, mbg, in Yemen e Siria dai livelli del 2009-2010). Inoltre, l'estrema incertezza politica in Egitto e la possibilità che la situazione in Siria peggiori ulteriormente, alimentano il timore di ulteriori shock d'offerta. Il rialzo delle quotazioni è spiegato anche dalla nuova entrata di capitali finanziari nel mercato del greggio.

Lo scenario CSC ipotizza che gli ulteriori rischi non si materializzino e che il rialzo dei prezzi sia temporaneo: le quotazioni torneranno nei prossimi mesi verso i 100 dollari al barile. Il mercato petrolifero mondiale, nonostante i cali d'offerta registrati, resta ben rifornito. La capacità inutilizzata OPEC è in salita: 2,7 mbg a luglio (3,0% del consumo mondiale), da 1,9 mbg nell'agosto 2012 (2,1%). I prezzi resteranno, comunque, molto elevati in prospettiva storica: nei primi otto mesi del 2013 sono stati pari in media a 108,3 dollari, per il terzo anno consecutivo oltre i 100 dollari. La ragione principale di questi elevati livelli sono i maggiori costi di estrazione del greggio non convenzionale, che ha una quota crescente nell'offerta.

Offerta di greggio sopra la domanda nel 2014

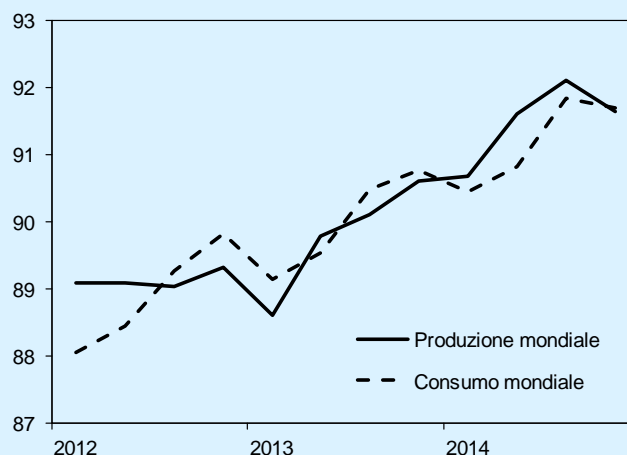
(-0,3 e -0,2 mbg).

L'offerta mondiale accelera nel 2014 (+1,7 mbg), dopo essere aumentata poco quest'anno (+0,6 mbg; previsioni EIA). Nel 2013 cade sotto i consumi, l'anno prossimo li supera (Grafico 1.39). Cresce in particolare l'estrazione non-OPEC: +1,3 mbg nel 2013 e +1,8 nel 2014. Si accentua il boom negli USA (+1,0 e +0,9), grazie agli investimenti degli ultimi anni nello *shale oil*, incoraggiati dai prezzi alti, che condurranno gradualmente la prima economia mondiale all'autosufficienza energetica.

La produzione OPEC, invece, è in riduzione nel 2013 (-0,6 mbg). L'Arabia Saudita ha alzato di nuovo i livelli estrattivi (9,6 mbg a luglio, da un minimo di 9,1 a marzo). Ciò ha compensato il nuovo calo in Libia (1,0 mbg a luglio, da 1,5 in aprile), oltre che in Kuwait e Nigeria. In Iran si è fermato il declino dell'estrazione (2,8 mbg a luglio, da 2,6 nel novembre 2012; 3,7 nel 2011), che era stato causato da penuria di investimenti a seguito delle sanzioni occidentali. In Iraq l'estrazione si è stabilizzata a 3,1 mbg a luglio, dopo l'aumento nel 2012. Nel complesso, l'offerta del Cartello è ferma da inizio anno intorno a 30,0 mbg, molto sotto il picco di 31,4 mbg dell'aprile 2012. Nel 2014 la produzione OPEC sarà ancora piatta sui livelli attuali.

Grafico 1.39

Petrolio: l'offerta supera la domanda nel 2014
(Mondo, milioni di barili al giorno)



Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA.

La domanda mondiale di greggio è prevista in crescita di 1,1 mbg nel 2013 e 1,2 mbg nel 2014 (stime *Energy Information Administration*, EIA). L'incremento si realizza nei paesi emergenti (+1,4 all'anno nel biennio), mentre cala il consumo negli avanzati

In base a questi andamenti, nel 2013 la domanda supera l'offerta di 0,2 mbg. Nel 2014, invece, la produzione supererà la richiesta di 0,3 mbg, determinando un mercato fisico mondiale ben rifornito. Secondo le stime EIA, le scorte di greggio nei paesi OCSE caleranno di 12 milioni di barili nel 2013, ma cresceranno di 53 milioni di barili nel 2014.

Commodity *non-oil*: nel 2014 prezzi divergenti

Le quotazioni dei cereali proseguono nella prolungata fase di calo, partita dopo l'impennata dell'estate 2012 (in agosto -26,5% il mais dal picco di dodici mesi prima, -27,6% il grano; Grafico 1.40). Tra i metalli, il rame registra un ribasso del -10,7% in agosto rispetto a febbraio. Tra le fibre, il prezzo del cotone si mantiene piatto sui valori di inizio anno. Tutte le commodity *non-oil* restano storicamente costose, con prezzi superiori alle medie di lungo periodo (+130% il mais sui livelli del 1990-2009, +134% il rame). Nella media del 2013 gran parte delle commodity registrano un calo dei prezzi; secondo le stime di luglio della Banca Mondiale, le commodity alimentari segneranno un -4,7%, quelle *non-food* di origine agricola un -7,1%, i metalli un -8,4%.

La domanda mondiale per le commodity *non-oil* cresce a ritmi modesti quest'anno, tirata solo dagli emergenti. Nella gran parte dei mercati l'offerta cresce molto e supera i consumi. Le produzioni di acciaio (+4,3% nel 2013) e di mais (+11,5%) sono ai massimi storici. In alcuni casi, la produzione fa più fatica a soddisfare la domanda, come ad esempio accade per il grano. Di conseguenza, le scorte di mais sono risalite nella stagione 2013/2014, dal minimo dello scorso anno (16,2% del consumo mondiale, da 14,1%, secondo le stime dello *United States Department for Agriculture*, USDA). Gli stock di cotone sono

sempre più ampi: 86,0% del consumo nel 2013/2014 (da 39,5% nel 2009/2010). Le scorte di grano, invece, stanno proseguendo nel trend di lento ribasso: 24,6%, dal 31,0% nel 2009/2010.

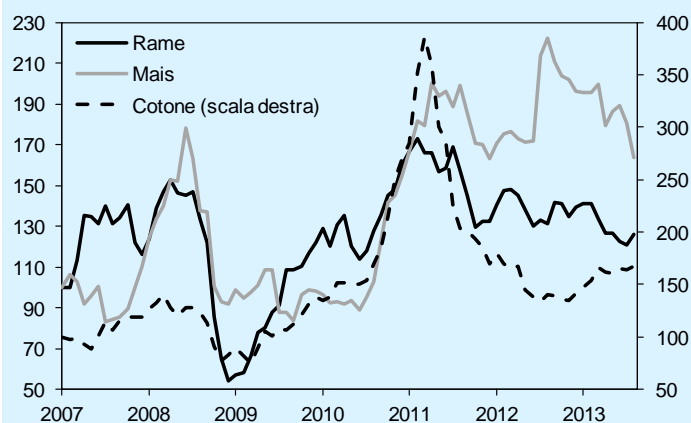
Nel 2014 si avrà, in generale, un'accelerazione della domanda mondiale. Per le commodity alimentari, l'offerta terrà il passo e le quotazioni resteranno in calo (-4,7%; previsioni Banca Mondiale), anche se l'equilibrio del mercato resta fragile ed esposto ad eventi atmosferici avversi. Per altri input, invece, la produzione diventerà relativamente scarsa rispetto ai consumi e ciò genererà dei rincari: +4,1% i metalli e +4,3% le commodity agricole *non-food*, per le quali peserà in particolare la crescita della domanda cinese.

Tassi BCE ai minimi

Nello scenario CSC la BCE taglierà ancora il tasso di riferimento, allo 0,25% prima di fine 2013, dopo averlo portato allo 0,50% a maggio (Grafico 1.41). Rispetto alle previsioni di giugno,

Grafico 1.40

Prezzi *non-oil*: mais e rame in calo, cotone stabile
(Commodity, prezzi in dollari, indici gennaio 2007=100)

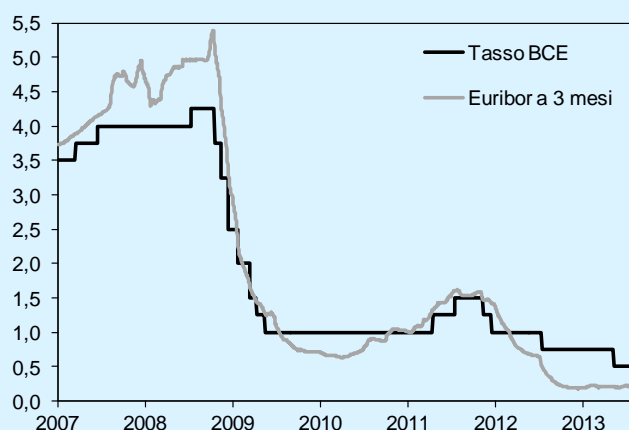


Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

quest'ultimo taglio è spostato avanti di alcuni mesi. Il CSC mantiene l'ipotesi di un taglio BCE nonostante l'attività economica in Eurolandia sia in rafforzamento e la Banca centrale abbia rivisto al rialzo le stime di crescita e di inflazione per quest'anno. Francoforte utilizzerà lo spazio residuo per perseguire due obiettivi collegati: contrastare le attese al rialzo sui tassi che si sono formate anche in Eurolandia come contagio dell'andamento dei mercati finanziari USA, e facilitare la trasmissione della politica monetaria in tutta l'area. Il taglio, peraltro, è pienamente giustificato dalla dinamica bassa dei prezzi al consumo: quelli *core*, esclusi energetici e alimentari, sono al +1,1% annuo in agosto e l'indice totale è al +1,3%, quasi un punto sotto l'obiettivo del +2,0%.

Grafico 1.41

Tassi di *policy* ai minimi in Eurolandia (Valori %, dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

L'Euribor a tre mesi è rimasto piatto allo 0,23% a settembre (minimo a 0,20% a maggio). Si trova di 0,27 punti percentuali sotto il tasso BCE. In termini reali (tolta l'inflazione *core*) il tasso è a -0,9%. Il mercato interbancario è ancora frammentato, nonostante i recenti miglioramenti, con scambi per lo più tra istituti dei paesi più solidi dell'area: quindi il tasso di interesse che esprime resta poco indicativo. Nello scenario CSC l'Euribor si manterrà sotto il tasso BCE: 0,20% in media nel 2013 (da 0,57% nel 2012) e 0,15% nel 2014. Le indicazioni che vengono dai *future*, invece, pongono l'Euribor allo 0,30% a fine 2013 e allo 0,70% nel dicembre 2014. Il Presidente della BCE Mario Draghi a inizio agosto ha esplicitamente sottolineato che le attese al rialzo sono infondate. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, il tasso di mercato si posizionerà a -1,0% nel 2013 (stesso livello del 2012) e a -1,1% nel 2014, valori molto espansivi.

La BCE presta, le banche restituiscono

La BCE ha annunciato in agosto che continuerà ad effettuare aste a importo illimitato e a tasso fisso almeno fino al luglio 2014. I prestiti alle banche sono pari a 791 miliardi a fine agosto (picco a 1261 miliardi a metà 2012), di cui le aste straordinarie a medio termine (comprese quelle a tre anni) forniscono 693 miliardi, mentre le operazioni tradizionali 97 miliardi. La Banca, secondo le dichiarazioni del Presidente Mario Draghi, potrebbe mettere in campo, se necessario, ulteriori misure non standard.

Il flusso di restituzioni alla BCE dei fondi triennali ottenuti dalle banche con le aste di fine 2011-inizio 2012 si è molto attenuato a luglio e agosto (11 miliardi addizionali). Da gennaio, gli istituti hanno rimborsato 312 miliardi di euro, quasi un terzo dei 1.019 miliardi originari. Le banche che restituiscono questi fondi alla BCE sono sia quelle di paesi core, che vi avevano attinto per motivi precauzionali, sia quelle di paesi PIIGS, che invece due anni fa avevano bisogno di quei fondi ma che ora intendono così segnalare i miglioramenti ottenuti nella raccolta sui mercati.

I prestiti BCE sono andati in maggior parte alle banche dei paesi PIIGS, molte delle quali dipendono ancora da essi in misura marcata. Le italiane avevano in bilancio a luglio 248 miliardi di fondi BCE (6,0% del loro passivo), in calo dai 281 di febbraio (6,7%). Gli istituti greci hanno ricevuto 82 miliardi a giugno (19,6% del loro passivo), in calo dai 96 di febbraio (22,4%).

La BCE ha progressivamente allentato i criteri per il collaterale nelle sue aste, riducendo il rating minimo e ammettendo nuove tipologie di titoli. A luglio ha ampliato la lista di ABS (*Asset Backed Securities*) accettabili, per sostenere il mercato delle cartolarizzazioni. Queste mosse negli ultimi anni hanno consentito di prestare fondi anche alle banche che avevano esaurito gli asset di migliore qualità da dare in garanzia. Nonostante ciò, in alcuni paesi varie banche si sono finanziate direttamente presso la Banca centrale nazionale, attraverso la *Emergency Liquidity Assistance* (ELA): gli istituti di Cipro nella prima parte del 2013, quelli greci nella seconda metà del 2012.

Ancora fragili le banche europee

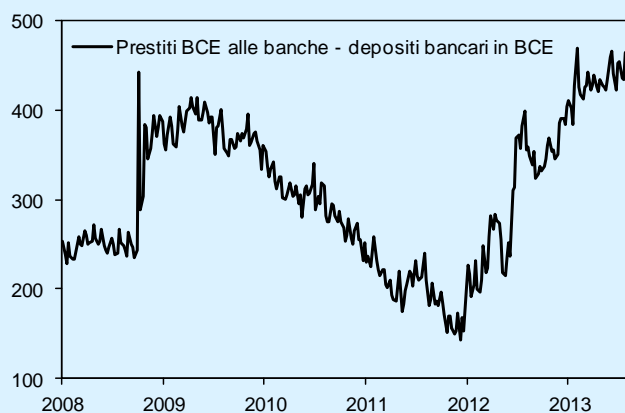
Gli istituti creditizi dell'Eurozona stanno diminuendo il parcheggio di fondi presso la BCE: in agosto detenevano nel complesso 71 miliardi nella *deposit facility* (da 346 nell'agosto 2012) e 272 miliardi nel *current account* (da 541). I depositi totali si sono più che dimezzati, a 343 miliardi (da 887), pur restando molto sopra i livelli pre-crisi (182 nella prima metà del 2007) nonostante la remunerazione nulla. Il calo dei depositi in BCE indica un progressivo ritorno della fiducia tra banche. La circolazione della liquidità resta però frenata a causa della persistenza di dubbi sulla qualità degli attivi delle banche dei paesi PIIGS, anche in relazione alla svalutazione dei prestiti erogati in passato all'economia. Inoltre vari istituti, per lo più di paesi *core*, mantengono presso la BCE *buffer* di liquidità precauzionale, in anticipo rispetto a possibili richieste delle autorità di vigilanza.

Calcolando il valore dei prestiti BCE al netto dei depositi in Banca centrale, la liquidità netta immessa da Francoforte nel sistema bancario è salita ai massimi storici: 448 miliardi in agosto (da 258 in media nel 2007; Grafico 1.42).

Le difficoltà delle banche dei PIIGS nella raccolta si sono attenuate, ma non completamente riassorbite. La risalita dei depositi bancari del settore privato registrata in Grecia e Spagna dall'estate 2012 ha subito una battuta d'arresto nel secondo trimestre 2013; in Italia, invece, i depositi sono cresciuti di 37 miliardi a giugno 2013 da fine 2012. In vari paesi periferici, nella prima metà del 2013 le emissioni di bond bancari non hanno pienamente rimpiazzato i titoli in scadenza: in Spagna -74 miliardi le emissioni nette (+60 nell'intero 2012), in Italia -44 miliardi (dopo +44).

Grafico 1.42

BCE: prestiti netti ai massimi
(Eurozona, miliardi di euro, dati settimanali, prezzi correnti)



Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

Ancora inutilizzate le OMT

La disponibilità all'acquisto di titoli pubblici annunciata dalla BCE nel settembre 2012 (il cosiddetto scudo anti-spread) non è finora stata utilizzata in assenza di richieste da parte dei governi nazionali. Resta incertezza sul giudizio che sarà espresso a breve sulle OMT (*Outright Monetary Transactions*) dalla Corte Costituzionale della Germania. Le OMT sono state disegnate dalla BCE ponendo importanti limiti: acquisti solo sul mercato secondario, con scadenze da 1 a 3 anni, sterilizzando la liquidità immessa con aste di segno contrario, interrompendo gli acquisti se il Governo nazionale non rispetta gli impegni presi.

Il solo annuncio delle OMT ha contribuito a preservare l'integrità dell'euro, arginando la speculazione sui mercati. È riuscito, inoltre, a contenere gli spread sui titoli sovrani rispetto ai picchi del 2011 e del 2012. Senza, però, ridurli tanto da ripristinare pienamente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia reale, che era l'altro obiettivo della BCE.

La BCE ha ancora in portafoglio 191 miliardi di titoli sovrani acquistati con il *Securities Market Program* (SMP), cessato nel settembre 2012. Gran parte di tali titoli sono stati emessi da paesi periferici. La liquidità immessa con gli acquisti SMP è stata pienamente sterilizzata. La Banca centrale ha in bilancio anche titoli per 44 miliardi del primo programma di acquisto di *covered bond* e 16 miliardi del secondo programma. Questi tre stock di titoli si vanno lentamente assottigliando (251 miliardi totali in agosto, da 284 nei primi mesi del 2012) per il loro progressivo giungere a scadenza.

Tassi FED fermi a lungo

La FED mantiene il tasso ufficiale allo 0,25% da quasi cinque anni. Nonostante il proseguire della ripresa USA, la disoccupazione (7,4% a luglio) non è ancora scesa sui livelli desiderati. La dinamica dei prezzi è allineata ai valori obiettivo e non desta preoccupazioni (+2,0% annuo a luglio, +1,7% la componente *core*). Perciò la FED lascerà i tassi ai minimi storici ancora a lungo, sicuramente almeno per tutto il prossimo anno. Nello scenario CSC, nel 2014 si annulla la differenza con il tasso ufficiale BCE e quindi viene meno il sostegno offerto all'euro rispetto al dollaro. Il differenziale tra i due tassi sarà di 0,27 punti percentuali in media nel 2013. Il tasso interbancario negli USA è sceso allo 0,26% a inizio settembre (da 0,31% a fine 2012), allineandosi con quello FED. Nello scenario CSC si attesterà a 0,27% in media nel 2013 e a 0,26% nel 2014 (da 0,43% nel 2012).

Il QE3 continua, per ora

La FED sta proseguendo, finora a pieno ritmo, il programma di acquisto di titoli pubblici e privati, terza fase del *quantitative easing* (QE3). L'obiettivo è tenere bassi i tassi a lunga, per sostenere la crescita e migliorare le condizioni del mercato del lavoro, senza alimentare l'inflazione o bolle sui mercati, come riuscito nelle due fasi di QE del 2009 e 2011 (Grafico 1.43).

Negli ultimi mesi si sono sviluppate attese dei mercati su un rallentamento degli acquisti di titoli (*tapering*). La frenata finora non c'è stata, anzi in agosto lo stock di titoli in mano alla FED è cresciuto di 92 miliardi di dollari (40 di *Treasury* e 52 di *Mortgage Backed Securities*), cioè più degli 85 miliardi al mese annunciati. Il rallentamento, comunque, sulla base delle comunicazioni dei vertici

della FED, si avrà a breve. Dovrebbe iniziare nei prossimi mesi, prima della fine del 2013 e gli acquisti dovrebbero cessare del tutto entro la metà del 2014⁴.

In agosto l'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED è salito a 2.008 miliardi di dollari (54,6% dell'attivo). Nel complesso la Banca possiede titoli per 3.369 miliardi, tra cui 1.295 miliardi di MBS. La FED reinveste in nuovi titoli le somme incassate dal rimborso di quelli giunti a scadenza. Con il QE3 sta crescendo ulteriormente la dimensione del suo bilancio, arrivato a 3.675 miliardi in agosto. La FED agisce anche sulla composizione, acquistando per lo più titoli federali a scadenze più lontane.

In agosto l'ammontare di *Treasury* con durata inferiore a un anno era pari a zero, mentre quello di titoli con scadenza tra 1 e 5 anni era al 30,9% del totale, al 43,3% i titoli tra 5 e 10 anni e al 25,7% quelli oltre i 10 anni.

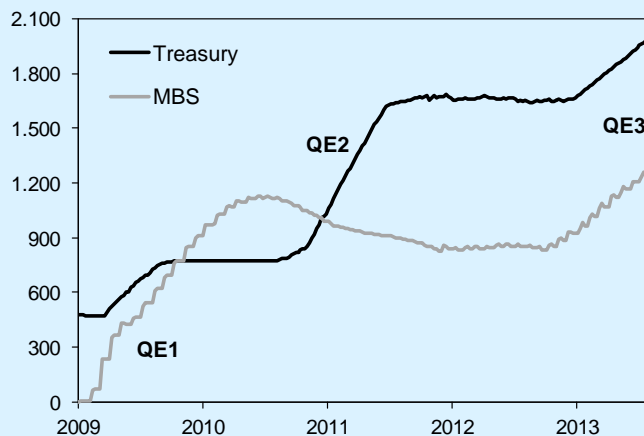
Tassi a lunga USA in aumento

dei rendimenti sui bond USA, sommandosi all'entrata di capitali in precedenza investiti in Eurolandia. Negli ultimi mesi, invece, i tassi USA sono risaliti dai minimi perché l'attesa della fine del QE3 ha determinato aspettative di ribasso dei prezzi dei bond e, quindi, vendite da parte di chi aveva *Treasury* in portafoglio, che hanno fatto effettivamente scendere i prezzi (una tipica aspettativa "auto-realizzante"). Il rendimento del titolo pubblico trentennale è salito al 3,8% a settembre (da 2,9% in aprile), quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA al 4,6% (da 3,7%; Grafico 1.44). I tassi a lunga reali

Le attese sul *tapering* sviluppatesi sui mercati da maggio hanno favorito un'inversione di tendenza nei tassi lunghi USA. Fino alla primavera gli acquisti FED di titoli avevano contribuito al calo

Grafico 1.43

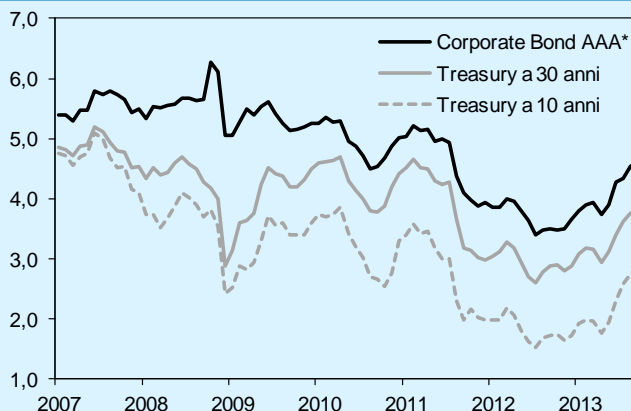
FED: ancora alti gli acquisti di titoli... (USA, miliardi di dollari, dati settimanali)



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

Grafico 1.44

...ma i mercati ne anticipano il calo (USA, valori %, dati mensili)



* Durata pari in media a circa 30 anni.
Settembre 2013: prima settimana.
Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

⁴ Si veda CSC, *Scenari economici* n.17, giugno 2013, il riquadro *Politica monetaria USA iper-espansiva almeno per un altro anno*.

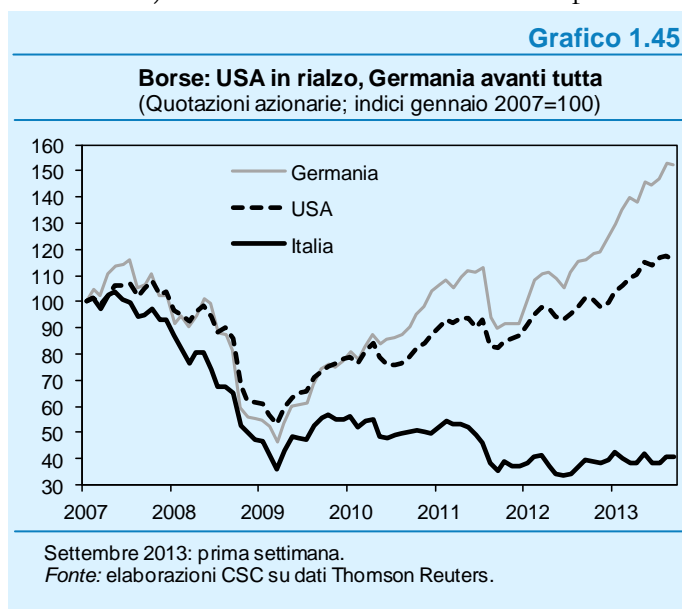
sono tornati in territorio positivo: quelli misurati sui titoli decennali indicizzati all'inflazione sono al +0,8% a settembre (da -0,7% in aprile). Si attenua, quindi, lo stimolo fornito all'economia reale.

Borse in salita in USA e Germania

prezzi sono del +15,5% sopra i valori del gennaio 2007 (Grafico 1.45).

Un aumento dei prezzi delle azioni si è avuto anche nei mercati europei. In Germania si è registrato un rialzo superiore a quello USA (+28,0% da novembre), mentre in Italia l'aumento è stato molto più modesto (+5,9%). In Europa si amplia il gap nel confronto con i valori pre-crisi: le quotazioni di Borsa in Germania sono del 52,4% sopra i livelli del 2007, in Italia restano del 59,3% inferiori. Ciò influisce sui costi di raccolta del capitale di rischio.

Le quotazioni azionarie negli USA proseguono l'ascesa: +18,0% a settembre rispetto al minimo del novembre 2012 (indice Standard&Poor's 500). Wall Street è ben oltre i livelli pre-crisi: i



Dollaro in rafforzamento nel 2014

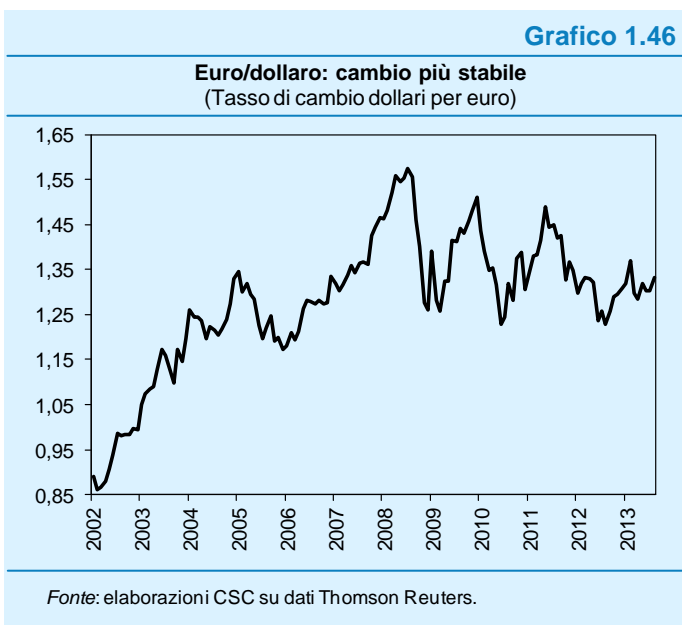
rispetto al dollaro (Grafico 1.46).

L'imponente impegno della Banca centrale giapponese a risollevare l'economia nipponica e a liberarla dalla deflazione sta iniziando a dare frutti e il livello del tasso di cambio yen/euro sta tornando ai livelli pre-crisi.

La forte svalutazione che ha interessato la maggior parte delle valute dei paesi emergenti è anche dovuta all'attesa dei mercati internazionali del rallentamento degli acquisti di titoli da parte della FED, non ancora avvenuto.

Lo scenario previsivo del CSC incorpora un progressivo rallentamento del QE entro la fine del 2013 e una

Durante i primi otto mesi del 2013 l'euro si è apprezzato nei confronti delle altre valute (+4,7% in termini effettivi nominali). In particolare, si è rivalutato molto nei confronti dello yen (+14,4%) e della sterlina (+4,6%), mentre è rimasto stabile



cessazione degli acquisti verso la metà del 2014. Ciò comporterà una politica monetaria FED meno espansiva, resa possibile anche dal consolidamento della ripresa americana. Cui si affiancherà una politica più espansiva da parte

della BCE, con un ultimo taglio dei tassi di interesse, che il CSC sconta realizzarsi entro la fine del 2013. Date queste ipotesi, la divisa americana è prevista stabilizzarsi nei prossimi mesi intorno a 1,30 dollari per euro (1,31 nella media del 2013), per poi rafforzarsi a 1,28 dollari per euro nel 2014.

Editore SIPI S.p.a.
Servizio Italiano Pubblicazioni Internazionali
Viale Pasteur, 6 – 00144 Roma
Stampa: SARO Italia Srl – Roma

Finito di stampare nel settembre 2013