

1.2 Le esogene della previsione

Commercio mondiale in graduale miglioramento Nel 2012, per la prima volta negli ultimi venti anni, il commercio mondiale (+1,7% rispetto al 2011) ha registrato una crescita inferiore a quella della produzione industriale (+2,7% in volume). La dinamica degli scambi rimane, inoltre, lontana dalla media di lungo periodo (+5,7% annuo tra il 1991 e il 2012). Tuttavia, gli scambi mondiali hanno accelerato nel primo trimestre 2013 (+2,9% annualizzato sul quarto 2012).

I segnali di rilancio aumentano gradualmente: gli emergenti continuano a garantire una crescita sostenuta, si consolida la ripresa negli Stati Uniti e in Giappone, anche grazie alle politiche monetarie fortemente espansive, e nell'Area euro si attenua la caduta dell'attività economica e migliora la fiducia dei consumatori.

A maggio i giudizi sugli ordini esteri globali si sono confermati al di sopra della soglia neutrale (50), sebbene l'indice mostri una minore espansione (50,4 e 50,3 in aprile) rispetto a quella registrata a marzo (51,0).

Tuttavia, l'incertezza resta elevata e le prospettive nei prossimi mesi sono comunque di lento aumento del ritmo di espansione. In questo quadro il CSC prevede per gli scambi mondiali un +2,4% nel 2013 e un +4,9% nel 2014 (Tabella 1.4).

Un incremento più sostenuto è, tuttavia, possibile in uno scenario di decisa ripartenza dell'economia dell'Area euro, poiché i paesi dell'Unione monetaria sono fortemente integrati tra loro. Infatti, gli scambi con l'estero dei paesi dell'Area, sia tra di loro sia con il resto del Mondo, hanno rappresentato il 25,0% di quelli mondiali nel primo trimestre 2013, una quota superiore di ben dieci punti percentuali rispetto a quella della loro produzione industriale sul totale mondiale (15,0%; Grafico 1.17). Al contrario, le altre principali economie avanzate, ossia gli Stati Uniti e il Giappone, hanno una quota del commercio mondiale inferiore rispetto a quella della produzione industriale.

Tabella 1.4

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni percentuali)

	2011	2012	2013	2014
Commercio mondiale	5,7	1,7	2,4	4,9
Prezzo del petrolio ¹	111,6	112,0	105,0	100,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	1,8	2,2	1,8	2,6
Area euro	1,5	-0,5	-0,6	0,9
Paesi emergenti	6,4	5,1	5,1	5,5
Cambio dollaro/euro ²	1,39	1,29	1,30	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	0,26	0,26
Tasso BCE ³	1,25	0,88	0,49	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.

La caduta degli scambi totali dell'Area euro nel corso del 2012 (-1,5%), dovuta al crollo di quelli intra-area (-3,1%), perciò, ha rallentato la crescita del commercio mondiale; il rimbalzo nel primo trimestre 2013 (+0,7% sul quarto 2012) è un segnale incoraggiante.

Il rischio protezionismo

Resta, invece, un fattore di rischio al ribasso per la crescita del commercio mondiale il ricorso al protezionismo, soprattutto occulto, ossia per mezzo di misure non tariffarie. Le misure restrittive agli scambi con l'estero sono aumentate

da 223 nel 2008 a 534 del 2012¹. Quasi la metà di esse (46%) sono barriere all'accesso al mercato come, per esempio, l'utilizzo di licenze di importazione, adempimenti amministrativi e burocratici gravosi e controlli restrittivi sulle merci; altre misure riguardano pacchetti di stimolo a specifici settori industriali e restrizioni nel campo dei servizi e degli appalti pubblici.

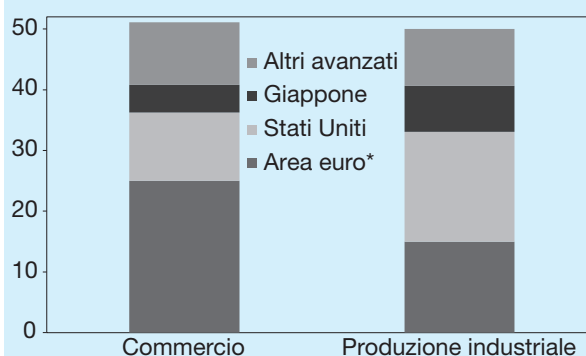
I dazi medi sono, invece, diminuiti nella maggioranza dei paesi presi in considerazione dalla Commissione europea². Fanno eccezione il Brasile e l'Argentina, dove è stato introdotto, rispettivamente a settembre 2012 e a gennaio 2013, un incremento dei dazi a protezione di produzioni domestiche considerate strategiche (nei settori della siderurgia, della chimica, della farmaceutica e dei beni di investimento).

Prosegue l'aggiustamento nei conti con l'estero

I saldi commerciali dei principali paesi hanno proseguito lungo la generale convergenza registrata nella fase più acuta della crisi (Grafico 1.18). Il surplus della Cina ha continuato a ridursi, dal 5,0% del PIL nel 2009 al 2,8% nel 2012, grazie al maggior assorbimento della domanda interna cinese; questa dinamica è attesa proseguire anche nel 2013. Il saldo commerciale del Giappone, in surplus strutturale fino al 2010, è successivamente virato in deficit (-1,4% del PIL nel 2012), anche per la caduta delle esportazioni giapponesi nella seconda metà dell'anno. Il forte deprezzamento dello yen (-35% a partire dall'estate 2012) favorirà, però, il rientro del deficit. Il saldo dell'Italia è diventato positivo nel 2012 (+1,1% del PIL) da negativo nel 2011 (-1,1%), soprattutto a causa della contrazione della domanda interna italiana. È marginalmente mi-

Grafico 1.17

Negli scambi mondiali è alta la quota dell'Area euro
(1° trim. 2013, dati in dollari e cambi 2005, % mondiali)



* Inclusi gli scambi intra-area.

Fonte: elaborazioni CSC su dati CPB.

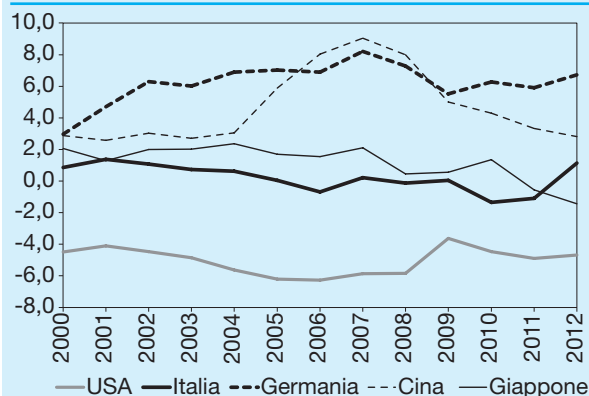
¹ Secondo i rapporti della Commissione europea sulle "Misure potenzialmente restrittive del commercio".

² Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cina, Egitto, Giappone, India, Indonesia, Marocco, Stati Uniti, Sudafrica, Tailandia, Turchia e Vietnam.

gliorato il deficit americano (-4,7% del PIL nel 2012, +0,2 punti percentuali dal 2011), continuando a ridursi durante i primi quattro mesi del 2013 (-4,5% del PIL). La buona performance delle esportazioni statunitensi ha più che controbilanciato l'aumento delle importazioni. L'unica eccezione è la Germania, dove l'indebolimento della domanda interna ha favorito un ampliamento del surplus al 6,7% del PIL nel 2012 (+1,2 punti percentuali dal 2009).

Grafico 1.18

L'aggiustamento estero dei paesi è diseguale (Saldo commerciale in % del PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Eurostat e Istituti nazionali di statistica.

Senza crescita difficile il rientro dei debiti pubblici

L'aggiustamento dei conti pubblici nei paesi euro continuerà anche nel 2013, per il terzo anno consecutivo, seppur in misura inferiore ai due precedenti. Le correzioni di bilancio adottate sono straordinarie perché consistenti, simultanee e realizzate da paesi con elevata capacità produttiva inutilizzata. Proprio perciò l'impatto sulle economie è stato molto più negativo di quanto le autorità europee avessero previsto, tanto da distruggere potenziale produttivo. Preso atto di questo errore di valutazione, hanno deciso di prorogare i tempi del rientro del deficit pubblico per cinque paesi. L'esperienza degli ultimi 60 anni in Europa, insegna che il conseguimento di consistenti avanzi di bilancio pubblico richiede sostenuti tassi di crescita del PIL. È il ritorno alla crescita la chiave per ridurre il peso dei debiti pubblici. Per cogliere questo traguardo occorre accentuare lo slittamento nel raggiungimento degli obiettivi di bilancio e alleggerire la disciplina definita a livello europeo in modo da renderla favorevole alla crescita. Perciò va esclusa dal calcolo del deficit voluto per i parametri europei le spese pubbliche nazionali per il cofinanziamento dei fondi europei e occorre lavorare per escludere la spesa per investimenti.

Nel 2009, anno della peggiore caduta del PIL nell'Eurozona, il Consiglio europeo ha aperto la procedura per deficit eccessivo nei confronti di 11 dei 17 paesi euro¹. L'anno successivo la procedura è stata aperta anche per Cipro e quest'anno è stata avviata per Malta. L'Italia è l'unico tra questi 13 paesi a esserne uscito nel 2012, alla scadenza prefissata. L'anno scorso avrebbero dovuto riportare i conti in ordine anche Belgio, Portogallo e Spagna.

¹ Austria, Belgio, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia e Spagna.

Tabella A

Meno stringenti nell'Eurozona i tempi degli aggiustamenti

(Paesi che hanno ottenuto, nel 2013, una proroga per la chiusura della procedura per deficit eccessivi)

FRANCIA*Anno di apertura della procedura: 2009**Anno previsto di chiusura: 2013**Nuova deadline: 2015*

	2010	2011	2012	2013	Valori cumulati
Previsioni 2009 var. PIL (%)	1,2	1,5	>1,5	>1,5	
Var. PIL (dati e stime 2013 %)	1,7	1,7	0,0	-0,1	
Deficit (dati e stime 2013 in % PIL)	7,1	5,3	4,8	3,9	
Correzione strutturale richiesta (in % PIL)	1,0	1,0	1,0	1,0	4,0
Correzione strutturale adottata* (in % PIL)	0,3	1,2	1,1	1,3	3,9

SPAGNA*Anno di apertura della procedura: 2009**Anno previsto di chiusura: 2014****Nuova deadline: 2016*

	2010	2011	2012	2013	Valori cumulati
Previsioni 2009 var. PIL (%)	-0,8	1,0			
Previsioni 2012 var. PIL (%)				-1,9	-0,3
Var. PIL (dati e stime 2013 %)		-0,3	0,4	-1,4	-1,5
Deficit (dati e stime 2013 in % PIL)		9,7	9,4	10,6	6,5
Correzione strutturale richiesta (in % PIL)	0,8	0,4	2,7	2,5	6,4
Correzione strutturale adottata (in % PIL)	1,4	0,3	2,9	2,5	7,1

PORTOGALLO*Anno di apertura della procedura: 2009**Anno previsto di chiusura: 2014*****Nuova deadline: 2015*

	2010	2011	2012	2013	Valori cumulati
Previsioni 2009 var. PIL (%)		0,3	1,0		
Previsioni 2012 var. PIL (%)				-3,0	-1,0
Var. PIL (dati e stime 2013 %)		1,9	-1,6	-3,2	-2,3
Deficit (dati e stime 2013 in % PIL)		-9,8	4,4	6,4	5,5
Correzione strutturale richiesta (in % PIL)	-0,1	-0,8	2,3	1,6	3,0
Correzione strutturale adottata (in % PIL)	0,2	2,2	3,0	1,3	6,7

PAESI BASSI*Anno di apertura della procedura: 2009**Anno previsto di chiusura: 2013**Nuova deadline: 2014*

	2010	2011	2012	2013	Valori cumulati
Previsioni 2009 var. PIL (%)		0,3	1,6	>1,6	>1,6
Var. PIL (dati e stime 2013 %)		1,6	1,0	-1,0	-0,8
Deficit (dati e stime 2013 in % PIL)		5,1	4,5	4,1	3,6
Correzione strutturale richiesta (in % PIL)	-	0,8	0,8	0,8	2,3
Correzione strutturale adottata (in % PIL)	-	-	0,8	1,1	1,9

SLOVENIA*Anno di apertura della procedura: 2009**Anno previsto di chiusura: 2013**Nuova deadline: 2015*

	2010	2011	2012	2013	Valori cumulati
Previsioni 2009 var. PIL (%)		1,3	2,0	>2,0	>2,0
Var. PIL (dati e stime 2013)		1,2	0,6	-2,3	-2,0
Deficit (dati e stime 2013 in % PIL)		5,9	6,4	4,0	5,3
Correzione strutturale richiesta (in % PIL)	0,8	0,8	0,8	0,8	3,0
Correzione strutturale adottata (in % PIL)	-0,8	0,0	0,9	1,1	1,2

L'obiettivo è sempre di rientrare con il deficit sotto il 3,0% del PIL entro l'anno previsto di chiusura indicato per ciascun paese nella tabella.

* Non corretta. ** Inizialmente 2012, ma a luglio 2012 rinviato al 2014. *** Inizialmente 2012, ma a ottobre 2012 rinviato al 2014.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Al Belgio è stato concesso un altro anno per il rientro del deficit. Portogallo e Spagna, che già lo scorso anno avevano ottenuto il rinvio della loro *deadline* al 2014, hanno beneficiato di una nuova proroga: al 2016 per la Spagna e al 2015 per il Portogallo. Oltre a questi, anche ad altri tre paesi è stato posticipato il termine: i Paesi Bassi dal 2013 al 2014, Francia e Slovenia dal 2013 al 2015 (Tabella A).

Secondo i documenti ufficiali le proroghe si sono rese necessarie perché, dopo l'apertura della procedura e la fissazione di un termine, sono emersi "accadimenti economici avversi e inattesi con rilevanti conseguenze sui conti pubblici". Il confronto tra le previsioni di crescita del PIL elaborate dalla Commissione europea al momento dell'apertura delle procedure e i dati di consuntivo evidenzia un gap che va in larga parte ricondotto a una sottostima degli effetti negativi delle manovre di bilancio adottate. I governi hanno per lo più rispettato le prescrizioni della Commissione in merito allo sforzo fiscale richiesto. La Spagna ha attuato, dal 2010 a oggi, una correzione strutturale di 7,1 punti di PIL, superiore ai 6,4 imposti. In Portogallo l'aggiustamento, nello stesso periodo, è stato di 6,7 punti di PIL, contro i 3,0 richiesti. Francia e Paesi Bassi si sono tenuti poco sotto l'obiettivo che gli era stato dato. Solo la Slovenia ha compiuto uno sforzo inferiore alla metà di quello concordato (1,2% contro il 3,0%). Gli effetti recessivi indotti da aggiustamenti tanto ampi e soprattutto simultanei in paesi fortemente integrati sono stati però così rilevanti da non consentire di raggiungere l'obiettivo del 3,0% di deficit in rapporto al PIL nei tempi prestabiliti.

D'altra parte, la correzione cumulata imposta al complesso dei paesi euro tra il 2011 e il 2013 raggiungerà, in termini strutturali, i 3,1 punti di PIL. Quest'anno sarà dello 0,8%, inferiore all'1,4% del 2012 e allo 0,9% del 2011 (Tabella B). Si tratta di un aggiustamento straordinario sia per l'ammontare sia per i tempi stretti in cui è stato effettuato.

Ma è ancora più straordinario se lo si confronta con ciò che è accaduto dal dopoguerra fino al 2007. Gli undici paesi principali dell'Eurozona hanno conseguito avanzi primari consecutivi in 32 periodi, secondo i dati del-

Tabella B

In attenuazione la correzione dei bilanci pubblici
(Variazione dei saldi strutturali; in % del PIL potenziale)

	2010	2011	2012	2013	2014
Grecia	5,9	3,5	4,4	3,0	0,0
Francia	0,3	1,2	1,1	1,3	-0,1
Spagna	1,1	0,2	1,8	1,1	-1,1
Italia	0,5	0,1	2,2	0,9	-0,2
Belgio	0,5	-0,1	0,5	0,7	0,0
Paesi Bassi	0,1	0,4	1,0	0,7	-0,3
Portogallo	-0,1	2,2	2,4	0,5	1,7
Irlanda	0,7	1,5	0,2	0,5	2,2
Finlandia	-1,4	0,7	-0,7	0,1	0,1
Germania	-1,5	1,4	1,3	0,1	-0,1
Austria	-0,6	1,1	0,7	-0,1	-0,1
Eurozona	0,0	0,9	1,4	0,8	-0,2

Dati in ordine decrescente sul 2013.

Fonte: elaborazioni CSC su dati e stime Commissione europea.

l'FMI^{2,3}. In Finlandia e Belgio sono stati ottenuti avanzi primari per 23 anni di fila. Questi sono anche i due paesi in cui si è registrato l'avanzo primario più elevato: 9,6% del PIL nel 2000 in Finlandia; 6,8% in Belgio nel 2001. In Italia, l'avanzo massimo è stato ottenuto nel 1997 ed è stato pari al 6,5% del PIL.

Limitando l'analisi ai casi in cui gli undici paesi euro considerati hanno conseguito saldi primari positivi, l'avanzo primario medio annuo dal 1950 al 2007 è stato del 2,4% del PIL (Tabella C). Negli anni in cui sono stati conseguiti gli avanzi, quei paesi sono cresciuti, in media, del 3,9%. Nel periodo 2008-2014 (considerando per quest'anno e il prossimo le ultime previsioni della Commissione europea), l'avanzo primario medio annuo è dell'1,3% del PIL e la crescita del PIL, in media, dello 0,5%. Se si esclude la Germania, l'avanzo medio scende all'1,0% del PIL e la crescita media allo 0,2%. Nel pieno della più grande crisi da ottant'anni le autorità europee hanno imposto avanzi primari, in media, poco inferiori alla metà di quelli ottenuti dal dopoguerra al 2007; ma allora la crescita del PIL era stata del 3,9% l'anno, circa otto volte maggiore di quella sperimentata dagli stessi paesi in avanzo primario in questi anni. È uno sforzo eccessivo che andava e va ancora diluito nel tempo per consentire di aggiustare i conti pubblici senza tagliare in modo irrecuperabile il potenziale di crescita.

Dal 1950 al 2007 solo nel 2,7% dei casi (8 su 299, pari al numero di anni per il numero di paesi), gli avanzi primari sono stati conseguiti in anni di contrazione del PIL (Tabella D). In tutti gli altri, gli avanzi sono stati ottenuti in periodi di crescita positiva. Tra il 2008 e il 2014 la percentuale di avanzi primari conseguiti in fase di contrazione del PIL è salita al 15,4% (4 casi, di cui 3 relativi all'Italia, su 26). Ed è salito anche l'avanzo primario medio conseguito: 1,6% del PIL, in media tra il 1950 e il 2007; 1,8% del PIL tra il 2008 e il 2014. Segno questo che lo sforzo fiscale è ora ben più accentuato rispetto al passato.

Questi numeri forniscono però un'altra lezione: non può esserci riequilibrio dei conti pubblici se non in presenza di tassi di crescita del PIL sostenuti. Tra il 1950 e il 2007, nel 68% dei casi in cui un paese è riuscito a conseguire un avanzo primario, quel paese è cresciuto a un tasso compreso tra il 2% e il 7% e ha avuto un avanzo medio del 2,4% del PIL. Un'evidenza questa che è in linea con quanto suggerisce la teoria: il rientro dei debiti pubblici va portato avanti quando la capacità produttiva è vicina al pieno utilizzo e le politiche restrittive non hanno effetto sulla dinamica del PIL ma sul livello dei prezzi.

² Il database è stato elaborato da P. Mauro, R. Romeu, A. Binder e A. Zaman dell'FMI, e pubblicato nel 2013 nel working paper *A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy*. Esso consente di esaminare la dinamica dei conti pubblici dal dopoguerra a oggi.

³ I paesi considerati sono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. In 299 casi su 638 questi paesi hanno registrato un avanzo primario. Negli altri casi un disavanzo. Non sono inclusi nei 32 periodi in cui sono stati conseguiti avanzi primari consecutivi, quelli in cui l'avanzo primario cumulato è stato inferiore a 2 punti di PIL.

Tabella C

Nel passato aggiustamenti agevolati da una crescita sostenuta del PIL

(Periodi di avanzi primari consecutivi nei principali paesi euro)

Paese	Periodo	Durata (anni)	Avanzo primario cumulato (in % PIL)	Avanzo primario medio (in % PIL)	Tasso del PIL (var. % media annua)
Tra il 1950 e il 2007					
Austria	1960-1967	8	9,8	1,2	4,8
	1969-1974	6	11,7	1,9	5,5
	1989-1992	4	3,6	0,9	3,3
	1997-2003	7	13,0	1,9	2,2
	2005-2007	3	4,3	1,4	3,3
Belgio	1951-1957	7	14,4	2,1	3,1
	1985-2007	23	92,3	4,0	2,3
Finlandia	1969-1991	23	96,9	4,2	3,3
	1996-2007	12	60,6	5,1	3,9
Francia	1958-1959	2	3,0	1,5	2,7
	1969-1977	9	14,4	1,6	4,5
	1997-2001	5	4,7	0,9	2,9
Germania	1950-1954	5	4,1	0,8	10,4
	1956-1973	18	33,6	1,9	4,8
	1983-1990	8	9,6	1,2	2,9
	1996-2001	6	7,7	1,3	1,9
	2006-2007	2	4,3	2,1	3,0
Grecia	1994-2002	9	28,9	3,2	3,2
Irlanda	1987-2007	21	77,1	3,7	6,4
Italia	1957-1963	7	2,1	0,3	6,1
	1991-2007	17	50,2	3,0	1,4
Paesi Bassi	1950-1952	3	12,2	4,1	2,6
	1954-1961	8	11,2	1,4	4,2
	1969-1979	11	17,2	1,6	3,6
	1983-1994	12	19,3	1,6	2,7
	1996-2007	12	32,1	2,7	2,8
Portogallo	1951-1958	8	3,1	0,4	3,8
	1986-1992	7	12,6	1,8	4,8
Spagna	1950-1962	13	20,6	1,6	5,2
	1964-1970	7	2,9	0,4	6,1
	1972-1976	5	3,8	0,8	5,0
	1997-2007	11	25,9	2,4	3,8
Media		9,3	22,1	2,4	3,9
Tra il 2008 e il 2014					
Austria	2011-2014	4	1,4	0,4	1,5
Belgio	2013-2014	2	0,4	0,2	0,6
Germania	2011-2014	4	8,9	2,2	1,5
Grecia	2013-2014	2	1,8	0,9	-1,8
Italia	2010-2014	5	9,3	1,9	-0,2
Media		3,4	4,4	1,3	0,5

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

Al contrario, quando la politica monetaria è inefficace e la capacità produttiva è ampiamente inutilizzata politiche restrittive hanno un forte impatto negativo sulla crescita del PIL e sulla crescita potenziale. Esattamente ciò che sta accadendo in questi anni.

Per ridurre il peso del debito pubblico la priorità è tornare a crescere. Come mostrano le stime dell'FMI, un paese con un debito pubblico del 100% del PIL può ridurlo del 30% in 10 anni con un punto percentuale aggiuntivo di crescita. In questo senso, quest'anno soltanto la Germania vedrà contrarsi il debito pubblico in rapporto al PIL. Negli altri paesi, nonostante gli sforzi compiuti, il debito continuerà ad aumentare.

Due sono le direttrici verso cui le istituzioni europee dovrebbero muoversi per assicurare condizioni favorevoli al processo di consolidamento dei debiti pubblici.

Per prima cosa sarebbe necessario allungare i tempi degli aggiustamenti. In parte lo si sta facendo prorogando i termini per l'uscita dalla procedura per deficit eccessivi. Lo *slippage* dovrebbe però essere più accentuato soprattutto per quei paesi che hanno subito i maggiori effetti recessivi. Occorre evitare che i paesi euro siano obbligati a raggiungere troppo rapidamente elevati avanzi primari. Dal dopoguerra è accaduto soltanto tra il 1997 e il 2001 che dieci paesi euro, simultaneamente, avessero avanzi primari consistenti, pari in media al 3,6% del PIL (Tabella E). Ciò fu dovuto agli aggiustamenti di bilancio necessari, in attuazione del trattato di Maastricht, per entrare a far parte della moneta unica. Ma allora ben altri fattori,

Tabella D

Senza crescita difficile ottenere avanzi primari
(Principali paesi Area euro tra il 1950 e il 2007)

Classi di variazione annuale del PIL (%)	Quota di paesi in avanzo primario (%)	Avanzo primario medio (in % PIL)	Tassi medi di crescita del PIL (%)
<=0	2,7	1,6	-1,6
0-2	18,0	2,9	2,3
2-4	36,1	2,6	3,1
4-7	32,0	2,1	5,2
>7	11,2	2,0	8,9
Media		2,2	3,6

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

Tabella E

Avanzi primari di bilancio simultanei in Europa solo con tassi di crescita elevati

(Principali paesi Area euro tra il 1950 e il 2007)

Numero di paesi in avanzo primario simultaneamente	Numero di anni di avanzi primari simultanei	Avanzi primari medi (in % PIL)	Variazione media del PIL (%)
10	5	3,6	3,8
8	3	2,9	3,2
7	6	2,6	2,9
6	10	1,8	4,5
5	11	1,7	4,7
4	8	2,1	3,3
3	9	1,9	4,3
2	3	2,3	4,4
1	3	5,1	3,2

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

tra cui la riduzione dei tassi di interesse, mantennero la crescita elevata agevolando così il successo degli aggiustamenti.

In secondo luogo, andrebbero riviste in senso pro-crescita le regole del Patto di stabilità e crescita che, così come modificate negli anni scorsi, tendono a favorire politiche di bilancio pro-cicliche: restrittive quando la capacità produttiva è inutilizzata ed espansive nel caso contrario. In particolare, andrebbero escluse dal calcolo del deficit le spese nazionali di cofinanziamento dei fondi europei. Allo stesso modo occorrerebbe, da subito, lavorare per escludere la spesa pubblica per investimenti dagli stessi vincoli.

La prima modifica è quantificabile a priori e non ha effetti consistenti sui deficit nazionali. Per tale ragione può essere approvata velocemente. In questo senso va la proposta, in corso di elaborazione, della Commissione europea.

L'esclusione della spesa per investimenti, in considerazione delle ambiguità connesse alla definizione di questa spesa, avrebbe portata più ampia. Ma anche gli effetti sulla crescita sarebbero ben più consistenti.

Area euro verso la svolta

Nel primo trimestre del 2013 il PIL dell'Area euro si è contratto per il sesto trimestre consecutivo (-0,2% sul quarto 2012). Il calo è stato attenuato dal risultato marginalmente positivo della Germania (+0,1%) a fronte di un -0,5% fatto registrare da Italia e Spagna e un -0,2% dalla Francia. Tra le componenti del PIL sono, in particolare, crollati gli investimenti (-1,6% rispetto al trimestre precedente, -5,5% su un anno prima), mentre hanno retto i consumi (+0,1%), grazie al +0,8% registrato in Germania. Il contributo del settore estero è risultato positivo (+0,1%): il calo, per il secondo trimestre consecutivo, delle esportazioni (-0,8%), dovuto al rallentamento della domanda internazionale, è stato più che compensato da quello delle importazioni (-1,1%) che hanno fortemente risentito del calo degli investimenti.

Le prospettive di crescita di breve e medio termine appaiono incerte e legate essenzialmente alla dinamica della domanda estera e alla minore restrizione della politica di bilancio. Se da un lato, infatti, i risultati delle indagini qualitative su imprese e consumatori sembrano fornire i primi segnali di stabilizzazione dell'attività produttiva, dall'altro, specie nei paesi periferici, ma anche tra alcuni dei *core*, continuano a permanere condizioni di credito molto rigide, specialmente per le piccole e medie imprese, politiche di bilancio comunque improntate all'austerità e difficoltà nel settore edilizio.

Ciò, in presenza di capacità produttiva inutilizzata ancora molto ampia e margini di profitto in diminuzione ostacolerà la ripresa degli investimenti. Il calo dell'occupazione, il

basso incremento delle retribuzioni unitarie e l'indebitamento delle famiglie (ancora molto elevato in molti paesi) incideranno sui redditi e sulla fiducia delle famiglie, limitandone le capacità di spesa. Il processo di aggiustamento del mercato immobiliare, ancora in corso tra gli altri in Francia, Olanda, Italia e Spagna, imbriglia le costruzioni residenziali e crea un effetto ricchezza negativo che renderà i consumatori ancora più riluttanti a spendere.

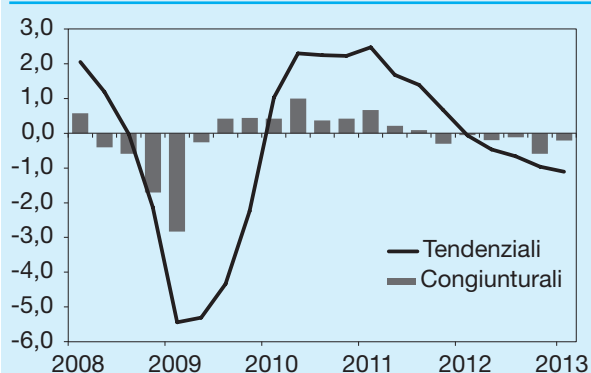
Dopo una sostanziale stagnazione nel secondo trimestre (Grafico 1.19), il PIL tornerà a crescere a partire dal terzo trimestre di quest'anno. A fine 2013 esso avrà, però, recuperato solo lo 0,1% rispetto al valore negativo già acquisito nel primo trimestre (-0,8%). In media, la crescita sarà, dunque, ancora sottozero quest'anno (-0,7%). Nel 2014 si attesterà al +0,9%.

È salita, per il terzo mese consecutivo e più del previsto, la produzione industriale in aprile (+0,4%). Tale risultato, che ne lascia comunque il livello del 12,6% sotto il picco di aprile 2008 e a -0,6% su aprile 2012, porta l'acquisito per il secondo trimestre a +1,1% e rafforza l'attesa di evitare una nuova contrazione del PIL nei mesi primaverili. Incoraggiante, in particolare, il forte aumento nella produzione di beni capitali (+2,7% su marzo) che potrebbe preludere a un risveglio degli investimenti dopo due anni di ripetute contrazioni. È ancora molto negativa, invece, la produzione di beni di consumo durevoli (-2,7%), riflettendo la riluttanza dei consumatori ad assumere impegni finanziari consistenti in una situazione di forte incertezza riguardo le prospettive occupazionali e di reddito. Tra i maggiori paesi, la produzione è salita fortemente in Francia (+2,2%) e Germania (+1,2%) e caduta in Italia (-0,3%) e Spagna (-0,9%).

Stenta a risalire la fiducia delle imprese manifatturiere, solo leggermente migliorata a maggio (-13 da -14 in aprile), ma sopra i minimi del 2012 (Grafico 1.20). Specialmente tra i paesi del Sud

Grafico 1.19

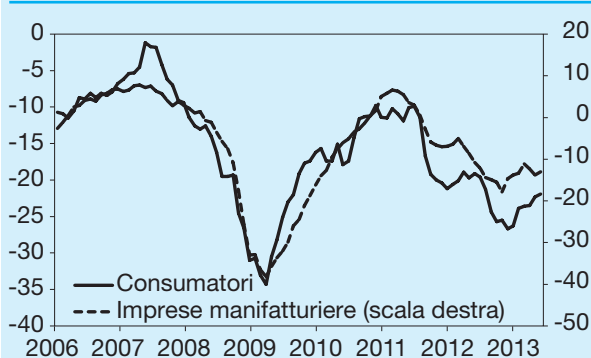
Si attenua la recessione nell'Area euro
(PIL trimestrale, variazioni %)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

Grafico 1.20

Eurozona: risale la fiducia dei consumatori, ancora caute le imprese
(Saldi delle risposte)



Fonte: elaborazioni CSC su dati della Commissione europea.

Europa, esse continuano a confrontarsi con una domanda in calo a causa di politiche di bilancio restrittive, condizioni creditizie ancora molto rigide e disoccupazione elevata. Tuttavia, il calo dei prezzi energetici e delle commodity ha recentemente alleviato la stretta sui margini. Le indagini congiunturali più recenti segnalano che la produzione nel manifatturiero sta gradualmente stabilizzandosi. Secondo le stime flash dell'indice PMI, a giugno l'attività nel settore ha continuato a contrarsi (48,7 da 48,3 in maggio) ma ai ritmi più contenuti degli ultimi sedici mesi. In particolare, gli ordini si sono ridotti al ritmo più basso da metà 2011. Tra i maggiori paesi, è risultato in contrazione il manifatturiero in Germania (48,7 da 49,4 e accentuazione del calo degli ordini), poco più ampio il calo in Francia, dove, però, l'indice è fortemente migliorato (a 48,3 da 46,4). Restano in contrazione anche i servizi, dove l'attività è calata per il diciassettesimo mese consecutivo (47,2 da 47,0).

Secondo gli operatori, il livello delle scorte di prodotti finiti nel settore manifatturiero è relativamente basso in Francia (46,6 PMI a maggio), in Italia (47,8) e nella stessa Germania (48,6). Nell'intera area, il contributo alla crescita delle scorte è stato costantemente negativo da sette trimestri, accompagnando una domanda finale in costante e progressiva caduta. Non è pertanto improbabile che, al primo accenno di ripresa della domanda, estera o interna, le imprese decidano di incrementare la produzione più rapidamente proprio per la necessità di ripristinare un livello adeguato di scorte determinando, nei primi tempi della ripresa, una crescita del PIL più forte del previsto.

È nuovamente migliorata a maggio, per il quinto mese consecutivo, ma di solo 0,4 punti, la fiducia dei consumatori. A -21,9 si posiziona sul livello più elevato degli ultimi dieci mesi ma rimane ben al di sotto della media di lungo periodo (-12,6). Il graduale aumento della fiducia negli ultimi mesi riflette la diminuzione dell'inflazione (1,4% a maggio), che riduce l'erosione del potere d'acquisto dei redditi, e i miglioramenti nei mercati azionari. Continua a salire la fiducia delle famiglie tedesche, sostenuta dal buon andamento dell'occupazione, dei salari e del mercato azionario. Aumenta invece il pessimismo dei consumatori in Francia.

Nell'Eurozona il tasso di disoccupazione ha raggiunto in aprile l'12,2% della forza lavoro. Il numero dei disoccupati è in costante aumento da maggio 2011 (+3,9 milioni) e continuerà ad aumentare ancora per buona parte del 2013. Gli effetti ritardati del calo di attività nei trimestri scorsi e l'attuale stagnazione dell'attività produttiva determineranno, infatti, ulteriori perdite di posti di lavoro nel corso dell'anno, in particolare nei paesi periferici ma anche in paesi *core* come la Francia. Un'eventuale inversione di tendenza dipenderà sia dai tempi sia dall'intensità della ripresa.

Allons enfants de la Patrie...i giorni delle riforme sono arrivati!

Con l'arretramento del PIL nel 1° trimestre del 2013, la Francia è tornata ufficialmente in recessione. Il *double-dip* è arrivato più tardi che in Italia e in Spagna (rispettivamente al settimo e sesto trimestre consecutivo di flessione dell'attività già a inizio 2013), una discrepanza dovuta principalmente alla diversa tempistica con cui si è affrontato il rientro dai deficit pubblici. D'altronde, anche la caduta nel biennio nero 2008-2009 è stata meno drastica che altrove: -4,3% il PIL francese da inizio 2008 a metà 2009, contro il -7,2% in Italia, il -6,6% in Germania e il -5,0% nel resto dell'Area euro. Seppur l'economia francese abbia finora galleggiato meglio durante la crisi, non è tuttavia immune dalle profonde difficoltà che affliggono l'Eurozona, e non solo perché le economie dell'Area sono fortemente interconnesse. Nonostante molti punti di forza, essa è caratterizzata da significativi squilibri di finanza pubblica e di bilancia commerciale, oltre che da altre debolezze strutturali che ne compromettono risultati e potenzialità. Le prospettive di crescita della Francia dipendono in modo cruciale dalla riduzione della spesa pubblica e dall'implementazione di una serie di riforme volte a ridurre la disoccupazione strutturale e a ristabilire la competitività delle imprese. Segnali incoraggianti arrivano dalle misure adottate dal governo, a novembre 2012, con il "Patto per la crescita, competitività e occupazione" e dalla convergenza delle parti sociali, a inizio anno, su una riforma del mercato del lavoro che è diventata legge lo scorso maggio. Il Presidente Hollande promette di proseguire nel processo di riforma, intervenendo su pensioni, ammortizzatori sociali, apprendistato e scuola. Il calendario politico gli offre l'opportunità di seguire una strategia coraggiosa. Il suo predecessore non lo ha fatto e si è giocata la rielezione. La posta in gioco appare ora ancora più elevata: ne va della "grandeur" del paese.

Nel 2012 il PIL della Francia è rimasto invariato rispetto al 2011. A fine anno è iniziata la contrazione (-0,2% il PIL nel 4° trimestre), che è poi proseguita a inizio 2013 (un altro -0,2%). Il calo dell'attività nel 1° trimestre è stato caratterizzato da un'ulteriore e maggiore flessione degli investimenti (-0,9% sul trimestre precedente, il 5° calo consecutivo). I consumi, dopo due trimestri di stagnazione, hanno ripreso a contrarsi (-0,1%), riflettendo il minor reddito disponibile (-0,9%). Anche il contributo delle esportazioni nette, positivo nel 2012 per la prima volta dal 2001, grazie alla caduta delle importazioni, è tornato negativo nel 1° trimestre 2013 (-0,2%), a causa dell'aumento delle importazioni (+0,1%), ma anche e soprattutto della riduzione delle esportazioni (-0,5%). La debolezza del ciclo economico francese è confermata dalle inchieste congiunturali sulle imprese (in maggio, stabile la fiducia ma su livelli molto bassi; PMI composito a 44,6) e sulle famiglie (in maggio la fiducia è scesa al minimo storico precedentemente toccato a luglio 2008 e i timori sulla disoccupazione sono tornati a sfiorare il picco di inizio 2009; Grafico A).

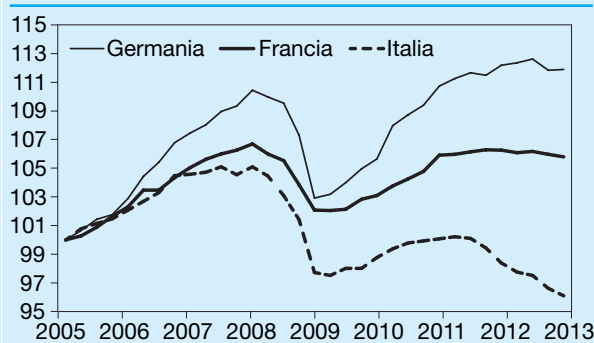
L'economia francese ricomincerà probabilmente a crescere nella seconda metà del 2013, ma a un ritmo inferiore a quello medio della zona euro e soltanto per una probabile anticipazione di molte spese da parte delle famiglie, in vista dell'aumento dell'IVA dal 1° gennaio prossimo. Il PIL rischia di tornare a contrarsi già nella prima metà del 2014. In controtendenza rispetto alla media dell'Eurozona, secondo il governo il peso della manovra di bilancio sul PIL (1,2% nel 2012) aumenterà nel 2013 (all'1,8%) e resterà elevato nel 2014 (1,0%).

Risulterà ulteriormente depresso il reddito disponibile delle famiglie, già in flessione a causa del calo dell'occupazione iniziato nel 2° trimestre 2012 e destinato a continuare. L'incertezza sul futuro rischia inoltre di far aumentare il risparmio precauzionale. Margini erosi, ampia capacità inutilizzata (ancora il 6% sotto la media 1980-2008) e fragilità finanziaria delle imprese lasciano poco spazio per una solida ripresa degli investimenti nel breve termine. Quelli in costruzioni, inoltre, saranno a lungo frenati da un mercato immobiliare ancora molto "gonfiato". I prezzi delle case, saliti di oltre l'80% in termini reali dal 2000 a fine 2007, erano nel 1° trimestre 2013 solo del 5% più bassi rispetto al picco allora raggiunto. Il rapporto tra prezzi delle case e reddito disponibile pro capite, aumentato di oltre il 65% dal 2000 al 2007, è da allora sceso di solo 4 punti percentuali. Per i suoi effetti su ricchezza, fiducia e saggio di risparmio delle famiglie, questo processo di aggiustamento contribuirà a frenare anche i consumi. Infine, la debole domanda in Europa, in Spagna e in Italia in particolare, e il rallentamento di quella dei mercati emergenti continueranno a pesare sulla performance dell'export francese.

Al di là degli indicatori congiunturali, vi sono ragioni di fondo perché l'economia francese stenti a tornare a crescere in modo sostenuto. Una prima grave debolezza strutturale dell'economia francese consiste nella perdita di competitività. Dal 2000 al 2007, la competitività di costo del manifatturiero francese è arretrata di 16,2 punti percentuali rispetto a quella dell'industria tedesca (Grafico B). Ciò è il risultato di politiche di moderazione salariale in Germania, in assoluto e soprattutto in relazione ai marcati guadagni di produttività, realizzate grazie a un forte decentramento della contrattazione collettiva. In Francia, al contrario, è difficile moderare la crescita salariale data l'indicizzazione

Grafico A

La Francia non tiene il passo della Germania (PIL reale, indici 1° trim. 2005=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

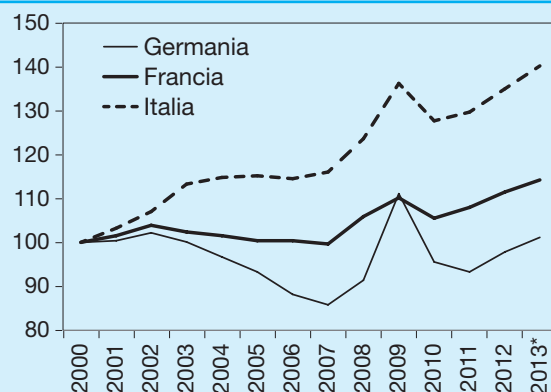
del salario minimo, il quale, rappresentando circa il 60% del salario mediano, coinvolge un'elevata porzione di lavoratori¹. Inoltre, mentre la Germania nei primi anni Duemila approvava una serie di misure che hanno aumentato l'efficienza allocativa del mercato del lavoro, la Francia tagliava l'orario contrattuale da 39 a 35 ore, con un conseguente aumento del costo del lavoro, perché è da questa quota che da allora scattano gli oneri aggiuntivi per gli straordinari.

In un contesto di crescente concorrenza internazionale sui mercati esteri e nazionali, le imprese francesi hanno cercato di difendere quote di mercato assorbendo la perdita di competitività in minori livelli di redditività. Il margine operativo lordo nel manifatturiero francese è infatti in marcata contrazione dai primi anni Duemila (Grafico C). L'erosione della redditività delle imprese francesi frena gli investimenti. La minore accumulazione dello stock di capitale mina inoltre livello e dinamica del prodotto potenziale.

Un altro termometro che segna alta perdita di competitività è la bilancia corrente francese. Fortemente peggiorata nell'ultimo decennio, anche durante la crisi, ha raggiunto un disavanzo pari al 2,3% del PIL nel 2012. Il rischio per l'economia francese è quello di avvitarsi sempre più in un circolo vizioso di perdita di quote di mercato, bassi profitti e deindustrializzazione. Il rapporto tra export francese e

Grafico B

Francia vs Germania: si riallarga il divario competitivo (CLUP, settore manifatturiero, indici 2000=100)

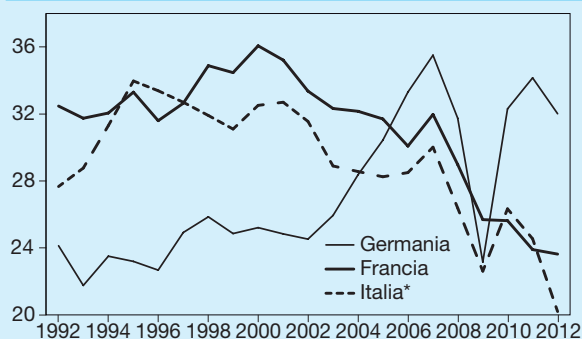


* 2013: Var. % 1° trimestre 2013 su media 2012.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat.

Grafico C

Redditività del manifatturiero francese in discesa libera (Manifatturiero; MOL in % del valore aggiunto)



Margine Operativo Lordo (MOL) = VA ai prezzi base - Reddito da Lavoro (RdL).
RdL = (RdL dipendente/Occupati dip.) * Occupati totali.

* Italia: corretto per l'introduzione IRAP (1998).

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Eurostat.

¹ Per dare un termine di paragone, negli USA il salario minimo rappresentava nel 2012 meno del 40% del salario mediano e dal 2000 è cresciuto del 5,6% in termini reali, contro il +19,6% in Francia.

export tedesco è passato dal 61% del 2000 al 41% del 2012. Ciò si è riflesso sul valore aggiunto del manifatturiero, la cui quota sul PIL è diminuita progressivamente ed è ora inferiore (10,0% nel 2012) a quella della Gran Bretagna (10,7%).

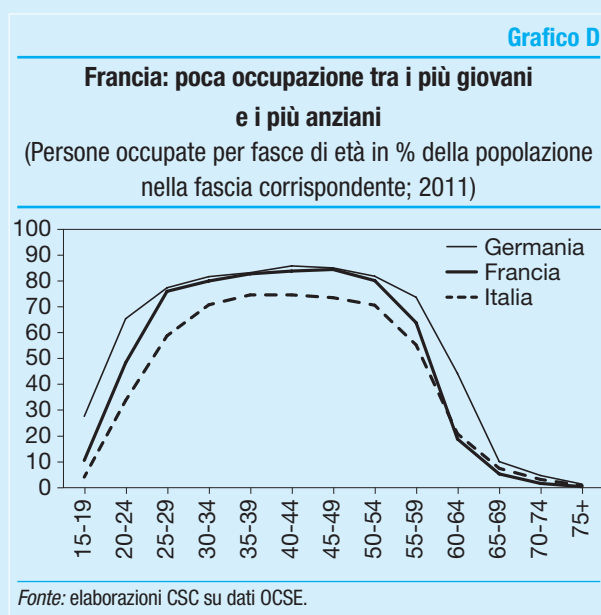
Non mancano i punti di forza su cui il sistema francese può fare leva per ripartire: i livelli del debito privato rimangono relativamente bassi, il tasso di risparmio elevato, la demografia dinamica, anche grazie all'immigrazione dalle ex-colonie. La Francia può inoltre contare su un sistema di infrastrutture di trasporto ben sviluppato, al 1° posto per qualità delle strade su 142 paesi secondo la graduatoria del *World Economic Forum* del 2011 (l'Italia era al 59°, la Germania al 10°). A giudicare dall'importanza relativa degli investimenti in ICT, la Francia ha battuto il resto dell'Eurozona anche per la tempistica e l'intensità di adozione delle tecnologie della comunicazione². Per rilanciare l'economia, tuttavia, la Francia non può più sottrarsi dallo sciogliere quei nodi che ne hanno compromesso risultati e potenzialità. Gli ingredienti della ricetta sono ridimensionamento ed efficientamento della spesa pubblica, riduzione del cuneo fiscale e contributivo, aumento della flessibilità e del decentramento nel mercato del lavoro, eliminazione delle distorsioni presenti nel sistema degli ammortizzatori sociali, apertura dei mercati alla concorrenza.

Nel 2012 la spesa pubblica francese rappresentava il 56,6% del PIL. Una quota così elevata, seconda solo, tra i paesi avanzati, a quella registrata in Belgio, va di pari passo con un livello di imposizione fiscale molto alto, che crea distorsioni e non è comunque sufficiente a coprire la spesa, giacché il deficit pubblico era al 4,8% del PIL nel 2012. In base a quanto annunciato dal governo a novembre scorso, nel "Patto per la crescita, competitività e occupazione", agli aumenti di imposizione fiscale nel 2012-2013, concentrati su grandi imprese e famiglie benestanti, dovrebbe far seguito nei prossimi anni una riduzione di spesa, che la porti al 53,1% del PIL nel 2017. Tuttavia, misure specifiche non sono ancora state decise. Eppure esistono ampi margini di riduzione ed efficientamento della spesa pubblica. A cominciare dalla spesa pensionistica (12,5% del PIL francese nel 2012), in primo luogo razionalizzando il sistema e in particolare eliminando i numerosi trattamenti preferenziali, particolarmente generosi per dipendenti pubblici e di aziende statali.

Anche se la maggior parte dei sussidi ai pensionamenti anticipati sono già stati eliminati, vanno rimosse quelle regole che ancora disincentivano l'offerta di lavoro delle persone più anziane, tra cui la miriade di sconti fiscali e contributivi a favore dei pensionati e la maggior durata dei sussidi di disoccupazione per gli *over 60*. Ciò contribuirà a elevare l'età effettiva di pensionamento e il tasso di occupazione dei *senior*. Quello dei 60-64enni, pur essendo in aumento dai primi anni Duemila, rimane il più basso tra i paesi OCSE

² Si veda CSC, *Scenari economici*, n. 10, dicembre 2010.

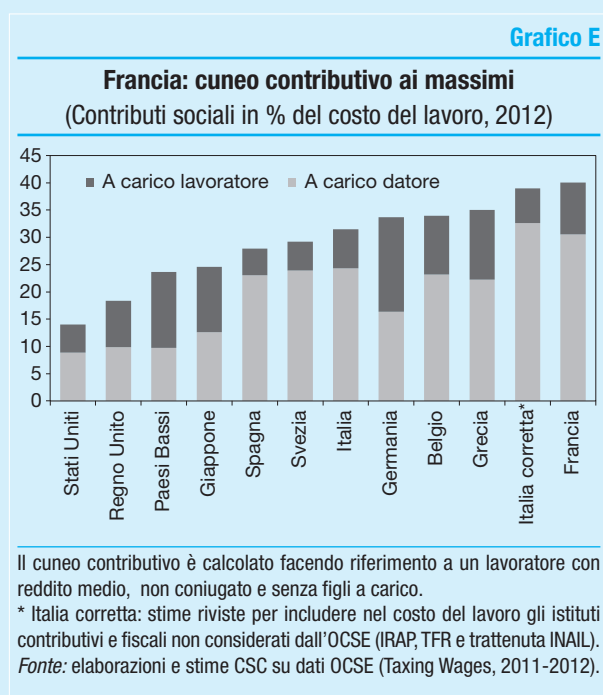
(18,8% nel 2011, dal 9,9% nel 2000, contro il 20,9% in Italia, il 44,2% in Germania, il 50,8% negli USA). D'altronde, in Francia un netto sganciamento dal lavoro appare già evidente per la fascia di età precedente: nel 2011 la quota di occupati tra i 55-59enni era pari al 63,9%, contro il 73,8% in Germania. Sul lato della domanda, gli esistenti schemi di aumenti salariali legati all'anzianità di servizio, nella misura in cui non riflettono effettivi guadagni di produttività, peggiorano le prospettive di lavoro man mano che si avanza con l'età e vanno quindi resi meno rigidi. Un'altra anomalia del mercato del lavoro francese è il basso tasso di occupazione degli *under 25*: 10,6% tra i 15-19enni e 48,8% tra i 20-24enni (contro il 27,5% e il 65,4% in Germania). Le opportunità occupazionali dei più giovani sono sfavorite dall'esistenza di un salario minimo particolarmente elevato e da una debole relazione tra scuola e mondo del lavoro: in Francia la quota di giovani che combinano istruzione e impiego si ferma al 14%, contro il 34,0% in Germania (3,5% in Italia). Il "Patto per la crescita, competitività e occupazione" ha introdotto dal 2013 il *contrat de génération*, un bonus di 4.000 euro l'anno per tre anni a imprese con meno di 300 dipendenti che assumano un lavoratore *under 26* e lo affianchino a un lavoratore *over 57*, al quale venga garantito il posto di lavoro fino alla pensione. Questa misura potrebbe favorire l'occupazione di giovani e anziani nel breve periodo, ma, come ogni incentivo monetario, contribuisce a far lievitare il già elevato volume di tasse e contributi che ogni occupato deve pagare, con effetti depressivi nel lungo periodo sull'occupazione, tramite l'aumento del costo del lavoro. Per rilanciare davvero l'occupazione di anziani e giovani è invece necessario intervenire con una strategia di riforma che metta mano a vari ambiti, dalle pensioni agli ammortizzatori sociali, dal salario minimo alla scuola (Grafico D).



Per quanto riguarda, in particolare, il funzionamento del mercato del lavoro, a maggio 2013 è stata approvata una legge di riforma che va nella giusta direzione, perché decentralizza, aumenta la flessibilità esterna e interna e incentiva la mobilità, sia tra lavori sia tra stati occupazionali. Tra le principali novità: le aziende potranno, alla tedesca, negoziare riduzioni temporanee di orario (e salario), al fine di salvaguardare posti di lavoro

in periodi di “grave difficoltà”, e potranno da ora in poi chiedere ai dipendenti di accettare un trasferimento tra fabbriche, a parità di qualificazione e remunerazione; i lavoratori potranno prendere un periodo di aspettativa per andare a lavorare in un'altra azienda e diventeranno titolari di crediti formativi che li accompagneranno lungo la loro carriera, indipendentemente dal posto di lavoro; ai percettori di sussidi di disoccupazione sarà riconosciuto il diritto alle quote di sussidio non percepite, nel caso in cui vengano assunti solo temporaneamente o a un salario inferiore a quello del lavoro precedente. La legislazione sui licenziamenti è stata inoltre modificata con l'obiettivo di ridurre l'incertezza e la durata dei procedimenti. L'effettivo impatto della riforma dipenderà, tuttavia, dagli esiti della contrattazione aziendale (a cui è rinviata l'applicazione di gran parte delle nuove regole) e dalla giurisprudenza. Inoltre, per “slegare” davvero il mercato del lavoro francese bisogna intervenire anche sul fronte delle liberalizzazioni. In Francia, per esempio, l'apertura di molti negozi la domenica è ancora vietata e l'accesso a varie professioni è limitato da particolari licenze. Da snellire anche le procedure necessarie per avviare un'impresa, ad oggi complesse e onerose.

Infine, la Francia deve ridurre gli oneri contributivi, che rappresentano il 40,1% del costo del lavoro totale, l'incidenza più elevata tra le economie avanzate (33,7% in Germania)³, e sono per oltre i tre quarti a carico del datore di lavoro (meno del 50% in Germania; Grafico E). Nell'ambito del “Patto per la crescita, competitività e occupazione”, il Governo francese ha varato un credito d'imposta a favore delle imprese, per tre anni, proporzionale al monte salari relativo a lavoratori che guadagnano fino a 2,5 volte il salario minimo. Per quest'ampia platea di lavoratori, la misura comporterà una riduzione del costo del lavoro del 4% nel 2013 e del 6% nel 2014 e nel 2015. Si tratta di una riduzione consistente, se confrontata con lo 0,4% di guadagno di competitività in termini di CLUP realizzato dai produttori francesi rispetto a



³ Il cuneo contributivo è riferito a un lavoratore senza carichi familiari che guadagna un salario pari a quello mediano (fonte OCSE, *Taxing wages* 2011-2012).

quelli tedeschi dal 2007 al 2011. Vanno in direzione opposta, tuttavia, due provvedimenti inclusi nella recente legge di riforma del mercato del lavoro, ovvero l'estensione, a carico dell'azienda, dell'assistenza sanitaria integrativa a tutti i lavoratori e un aumento dei contributi per l'assicurazione contro la disoccupazione sui contratti a breve e brevissimo termine (dal 4,0% al 5,5% per i contratti tra uno e tre mesi e al 7,0% per quelli di meno di un mese). Seppur giustificabili in termini sia di efficienza sia di equità, queste misure aumentano ulteriormente il costo del lavoro. È evidente che una riduzione universale e permanente dei contributi sociali, necessaria per restituire competitività alle imprese, potrà essere realizzata solo se accompagnata da una profonda riforma del sistema delle pensioni e degli ammortizzatori sociali. In attesa di trovare consenso sociale e accordo politico su queste riforme, la Francia potrebbe almeno iniziare subito a migliorare l'efficienza della macchina statale. Per esempio, secondo l'OCSE, con una maggiore efficienza del meccanismo di raccolta delle tasse (il cui costo in percentuale delle entrate nette è oggi quattro volte quello medio OCSE) si potrebbe risparmiare lo 0,3% del PIL⁴, mentre la spesa sanitaria potrebbe essere ridotta dell'1,3% del PIL senza peggiorarne la qualità⁵.

⁴ Si veda OCSE, *Government at a glance*, 2011.

⁵ Si veda OCSE, *What are the best policy instruments for fiscal consolidation*, Policy note n. 12, 2012.

Si consolida la ripresa USA

Dopo il rallentamento nel quarto trimestre 2012 (+0,4% il tasso di incremento annualizzato del PIL sul terzo), l'economia americana ha ripreso vigore nei primi tre mesi del 2013 (+2,4%). Con un tasso di incremento pari al 3,4% i consumi hanno messo a segno il guadagno più consistente dal quarto trimestre 2010. E ciò nonostante l'eliminazione delle agevolazioni fiscali sulle buste paga e sui dividendi che hanno contribuito a ridurre il reddito disponibile (-2,2%) e indotto le famiglie a diminuire nuovamente il tasso di risparmio (al 2,3%), ben al di sotto del livello medio di lungo periodo. È continuata, seppur a ritmi più contenuti, la crescita degli investimenti non residenziali (+2,2%) e quella, invece robusta, degli investimenti residenziali (+12,1%). Molto significativo è stato sia il contributo positivo delle scorte (+0,6%), che ha probabilmente contribuito a frenare la produzione nei successivi mesi primaverili, sia quello negativo della spesa pubblica (-1,0%), che è previsto ripetersi anche nel secondo trimestre, dati i tagli automatici scattati in marzo.

Gli ultimi indicatori congiunturali disponibili segnalano che l'economia americana ha rallentato nel corso del secondo trimestre, probabilmente per gli effetti su consumi e attività produttiva delle misure di bilancio restrittive introdotte con il *sequester* e per il rallentamento della domanda internazionale. La dinamica tornerà più sostenuta a partire dalla se-

conda metà del 2013 (Grafico 1.21). In media, l'aumento del PIL si attesterà quest'anno all'1,8%. Nel 2014, sospinta in particolare dalla domanda interna, l'economia USA accelererà al 2,6%, con una variazione tendenziale del 3,0% a fine anno.

Il mercato del lavoro e quello immobiliare offriranno il sostegno maggiore a consumi e investimenti. L'aumento medio mensile dell'occupazione non agricola è stato di 189mila unità da inizio anno (175mila a maggio), un ritmo, tuttavia, non sufficiente per riassorbire la massa di disoccupati (oltre otto milioni e settecentomila) creatasi nel corso della crisi del 2008-2009. È però progressivamente migliorato il tasso di disoccupazione (7,6% a maggio), anche grazie al modesto incremento della forza lavoro dovuto allo scoraggiamento di molti nel cercare un impiego.

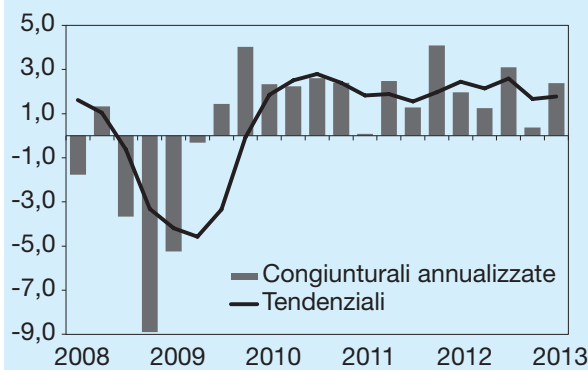
Nel settore immobiliare continua l'aumento delle vendite di abitazioni sia nuove sia esistenti e il recupero dei prezzi (+1,1% in aprile su marzo, +10,9% rispetto al minimo di marzo 2012), sostenuti sia dall'aumento della domanda sia dalla riduzione degli stock di case invendute, tornati ormai prossimi ai livelli medi di lungo periodo. La domanda di abitazioni può anche ricominciare a contare su un numero di nuclei familiari in progressiva espansione, in linea con l'aumento delle opportunità occupazionali, in particolare per i giovani.

Grazie alla risalita della ricchezza immobiliare e di quella finanziaria è molto migliorata la situazione patrimoniale delle famiglie: la loro ricchezza complessiva (+4,5% nel 1° trimestre 2013 sul quarto 2012) ha più che recuperato le perdite incorse durante il periodo 2008-2009 ed è ora ai massimi storici (oltre il 35% al di sopra del minimo toccato nel primo trimestre 2009; Grafico 1.22). Sono al contempo scesi sia l'indebitamento (al 111,5% del reddito disponibile nel primo trimestre 2013 dal 132,1% del primo 2007) sia gli oneri che le famiglie pagano sul servizio del debito (10,4% del reddito

Grafico 1.21

Riaccelera la crescita negli USA

(PIL trimestrale, variazioni %)

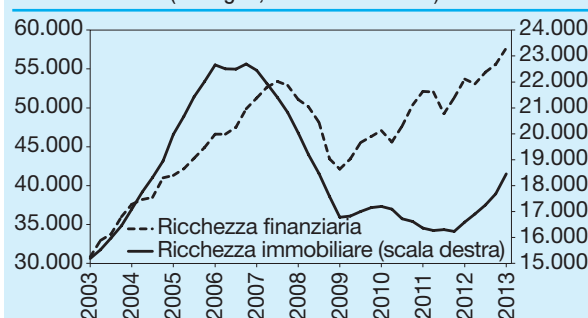


Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati BEA.

Grafico 1.22

USA: dalla ricchezza un sostegno ai consumi...

(Famiglie, miliardi di dollari)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

a fine 2012 da 14,1% nel terzo trimestre 2007) contribuendo a migliorarne anche la situazione finanziaria. Ciò, insieme all'aumento dell'occupazione, ha spinto in alto la fiducia delle famiglie che, salita di altri 7,2 punti (dopo il +7,1 di aprile), ha raggiunto a maggio il livello più elevato da oltre 5 anni.

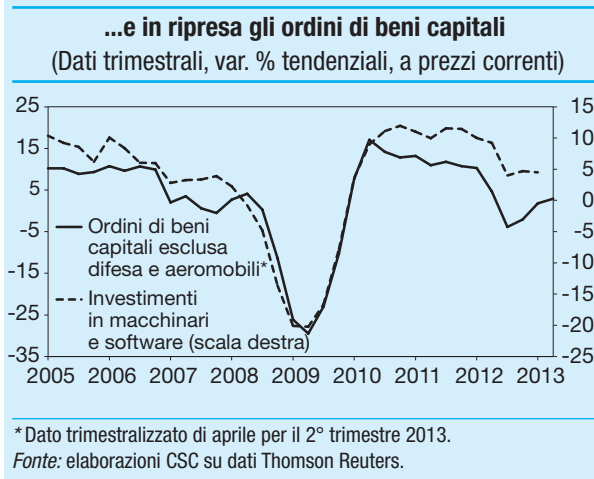
Come già confermato dai dati di aprile (+0,1% a prezzi costanti su marzo, il ritmo più basso degli ultimi sei mesi), i consumi di beni e servizi potranno però difficilmente mantenere i ritmi del primo trimestre. Essi saranno frenati sia dalla necessità da parte delle famiglie di ripristinare un livello di risparmio adeguato sia dagli effetti sui redditi delle restrizioni della politica di bilancio.

Il dato sugli ordini di beni capitali (esclusa difesa e aeromobili) in aprile (+1,2% in termini nominali rispetto a marzo) lascia prevedere un aumento moderato degli investimenti in macchinari nei mesi successivi (Grafico 1.23). Anche le indagini qualitative più recenti sembrano segnalare, almeno per l'industria, un deterioramento delle prospettive di investimento nel breve termine. L'indice ISM del manifatturiero (49,0 a maggio da 50,7 in aprile) dipinge un quadro di rallentamento per il settore.

Sono in ribasso, in particolare, gli ordini interni (48,8 da 52,3). Continuano a espandersi, ma a ritmi più contenuti, gli ordini esteri (51,0 da 54,0). Dopo il balzo fatto registrare nel primo trimestre (+4,4% sul terzo), anche la produzione industriale (-0,5% in aprile su marzo) sembra riallinearsi con la domanda di beni. Grazie al forte rialzo dell'indice relativo ai nuovi ordini (56,0 da 54,5) continua invece a ritmi sostenuti l'attività nei servizi (53,7 da 53,1). Tassi di interesse storicamente bassi, elevati profitti e capacità produttiva in aumento e ormai non lontana, nell'industria, dai livelli di lungo periodo, rendono, tuttavia, ancora molto favorevoli le condizioni per l'investimento, sia in macchinari e software sia, specialmente, in costruzioni residenziali. Infine, il boom energetico (*shale gas revolution*), oltre che alla creazione di posti di lavoro, contribuirà notevolmente a fornire un ulteriore vantaggio competitivo agli USA e ad attrarre investimenti in quei settori in cui il peso dell'energia sui costi di produzione è più elevato.

Gli unici ostacoli ad una ripresa più sostenuta dell'economia americana sembrano quindi venire dalle necessarie correzioni del bilancio pubblico. Gli effetti negativi delle misure di riduzione del deficit del bilancio federale attuate con il *sequester* si sommano a quelli creati

Grafico 1.23



dall'incertezza su quali nuovi aggiustamenti si renderanno necessari per ridurre in tempi ragionevoli l'elevato deficit pubblico (stimato pari al 6,5% del PIL nel 2013). Il taglio della spesa pubblica ha comportato che in solo due degli ultimi tredici trimestri il contributo alla crescita del PIL del settore pubblico sia risultato positivo. Il disavanzo strutturale, infatti, è sceso dall'8,5% del PIL nel 2010 al 6,4% nel 2012; nel 2013 è atteso calare al 4,6% (con una sottrazione di 1,8 punti di PIL di risorse all'economia) e nel 2014 al 3,9% (-0,7 punti sottratti).

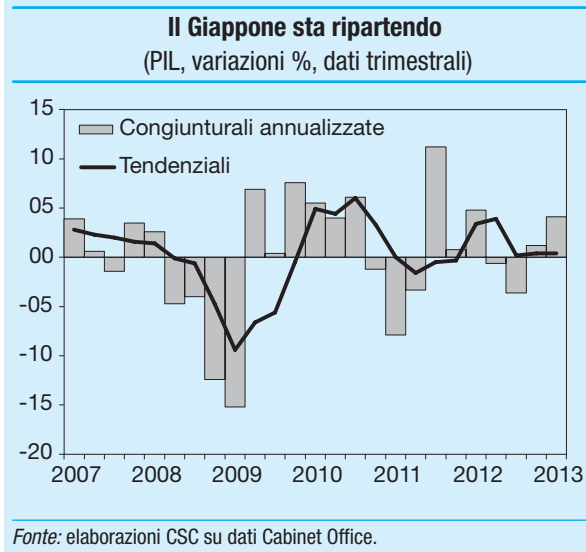
Il Giappone accelera il passo...

L'economia nipponica, uscita dalla recessione e cresciuta nel 2012 del 2,0%, ha aumentato il suo ritmo di crescita nel primo trimestre 2013: +4,1% congiunturale annualizzato il PIL, dopo il +1,2% del periodo precedente, grazie agli effetti positivi della strategia di politica economica del nuovo Governo di Shinzo Abe (Grafico 1.24; si veda il riquadro *Una falsa guerra delle valute?*).

Determinanti le performance dei consumi privati (+3,6% da +1,8%), trainati dalla rinnovata fiducia dei consumatori, e della spesa pubblica (+1,7% da +2,6%). Positivo anche il contributo alla crescita delle esportazioni nette (1,5 punti percentuali), sostenute dall'incremento delle esportazioni reali (+16,1%) dopo 4 trimestri consecutivi di contrazione, mentre è risultato ancora negativo l'apporto degli investimenti delle imprese (-0,2 punti percentuali). Consumi e spesa pubblica continueranno a sostenere la crescita per tutto il 2013, portando il paese a crescere dell'1,8% per rallentare poi nel 2014 (1,5%), 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 da parte del Governo attraverso la diminuzione delle spese per la ricostruzione post-terremoto e l'aumento della tassa sui consumi dal 5% all'8%.

Gli indicatori congiunturali indicano un'attività vivace nel secondo trimestre: in maggio i PMI composito (54,1) e dei servizi (54,8) hanno raggiunto i rispettivi valori massimi della serie, mentre il PMI manifatturiero (51,5) ha toccato il massimo da 19 mesi. In aprile produzione industriale in crescita per il quinto mese consecutivo su base mensile (+0,9%), mentre la caduta degli ordini di macchinari (-8,8%) appare un ridimensionamento rispetto alla variazione record dal 2005 in marzo (+14,2%). La fiducia dei consumatori sostenuta dall'impennata delle quotazioni azionarie è tornata in maggio ai livelli pre-crisi (45,7) e ali-

Grafico 1.24



menta i consumi reali delle famiglie (+1,5% mensile in aprile, da +5,2% e +0,8%). La bilancia commerciale ha chiuso in passivo in maggio per l'11° mese consecutivo: il più forte aumento delle esportazioni da dicembre 2010 (+10,1% annuo), per i primi evidenti segni della debolezza dello yen, è stato controbilanciato dal +10,0% delle importazioni per l'aumento del costo dell'energia importata dopo la sospensione dell'attività delle centrali nucleari.

**...ma non esce
dalla deflazione**

La priorità del governo è sconfiggere la deflazione e la Banca centrale, che ha varato un piano di allentamento monetario iper-espansivo, ha fissato un obiettivo di inflazione pari al 2% da raggiungere nell'arco di due anni o comunque nel più breve tempo possibile. La discesa dei prezzi inizia a rallentare: in aprile l'indice dei prezzi al consumo (esclusi i beni alimentari) si è contratto per il sesto mese consecutivo (-0,4% annuo da -0,5%), ma ha registrato nelle stime preliminari di maggio per l'area di Tokio una variazione positiva per la prima volta dal 2009 (+0,1%); al netto dei prodotti energetici la caduta è stata più intensa (-0,6%), ma comunque in frenata (-0,8% in marzo). Dopo gli annunci delle nuove strategie di politica economica le autorità giapponesi sono impegnate a contenere l'eccessiva volatilità sviluppatasi sui mercati azionari e obbligazionari in maggio. La seconda parte della riforme strutturali per la competitività e la crescita sarà presentata dal Governo dopo le elezioni in luglio per il rinnovo della Camera Alta.

Una falsa guerra delle valute?

Dall'estate dello scorso anno si è registrato un forte deprezzamento della valuta giapponese rispetto all'euro: -35% da luglio 2012 a maggio 2013. Il fatto che dietro tale evento ci sia l'aggressiva azione del Governo nipponico e l'imponente stimolo monetario immesso dalla *Bank of Japan* (BOJ) ha riaperto il dibattito sull'utilizzo dell'arma dei tassi di cambio per risollevare le sorti delle proprie economie, a danno della competitività delle altre. Con il rischio di innescare ritorsioni e, quindi, una "guerra" valutaria. Movimenti dei cambi, non solo nel caso giapponese, si sono verificati negli ultimi anni come effetto collaterale di politiche monetarie volte a sostenere l'economia. Secondo alcuni analisti la guerra delle valute sarebbe già in corso e toccherebbe alla BCE contrattaccare per evitare un apprezzamento dell'euro, dannoso per la crescita.

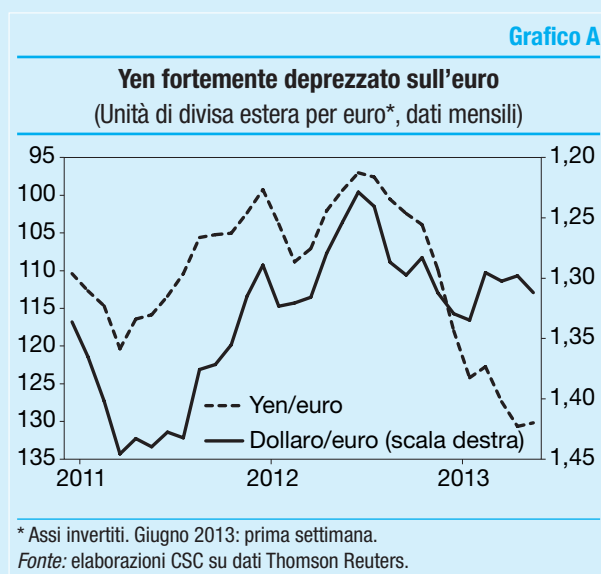
L'espressione "guerra delle valute" si riferisce alla competizione tra Banche Centrali che, per rilanciare le economie dei propri paesi, attuano politiche che causano il deprezzamento delle rispettive valute e favoriscono le esportazioni. Gli effetti espansivi di tali politiche vengono conseguiti a spese dei vicini, che perdono competitività. Ciò può sfociare in una reazione a catena di interventi delle varie Banche Centrali, dannosa per tutti. Di guerra valutaria si parla anche quando le Banche Centrali intervengono per evitare che il mercato

conduca a un indesiderato apprezzamento delle valute nazionali. La Cina è stata per anni accusata di manipolare il cambio dello yuan per frenare il suo apprezzamento. La Svizzera ha imposto nel settembre 2011 un limite di 1,20 franchi per euro per contenere il rafforzamento del franco, che era divenuto bene rifugio per gli investitori in fuga dalla crisi del debito dell'Eurozona.

Gli effetti delle politiche monetarie sui tassi di cambio si hanno anche in situazioni, come quella attuale nei principali paesi avanzati, in cui i tassi ufficiali di interesse sono vicini allo zero. I tassi di cambio, che generalmente riflettono le variazioni dei tassi di interesse, in tali condizioni reagiscono alle politiche di *quantitative easing* (QE) attuate dalle Banche Centrali per rilanciare la crescita. Il termine "guerra valutaria" è stato coniato dal Ministro delle Finanze brasiliano, Guido Mantega, proprio in seguito alla seconda ondata di QE della FED nel 2010, poiché essa spingeva i capitali verso le economie emergenti, facendone apprezzare le monete. Il Brasile rispose con limiti agli afflussi di capitali stranieri e tagliando il tasso ufficiale di interesse di 500 punti base per frenare il rafforzamento della valuta nazionale.

Da fine 2012 si è tornato a parlare di guerra tra le valute in seguito al forte deprezzamento dello yen, associato al cambiamento di governo in Giappone (Grafico A). La perdita di valore della valuta nipponica, la più forte in 20 anni, è in realtà iniziata prima dell'annuncio delle nuove politiche di stimolo da parte delle autorità nazionali. Da luglio 2012 lo yen si è deprezzato sull'euro dopo che Draghi aveva dichiarato che la BCE avrebbe fatto tutto il necessario per difendere l'integrità dell'unione monetaria. In quella fase anche il dollaro ha perso terreno verso l'euro. Il deprezzamento dello yen è proseguito dal novembre 2012 con lo scioglimento delle camere giapponesi e la prospettiva di mutamento di leadership e di politica economica.

L'*Abenomics*, come è stata battezzata la ricetta di politica economica del nuovo primo ministro Shinzo Abe per rilanciare l'economia e sradicare la deflazione che affligge il Giappone da quindici anni, da inizio anno 2013 ha preso vita in tre tappe. Prima tappa, a metà gennaio il governo nipponico ha annunciato per il 2013 una manovra di stimolo di bilancio del valore di 20.200 miliardi di yen (175 miliardi di euro), di cui più della metà consi-



stenti in aumenti di spesa, finanziati con emissione di nuovo debito pubblico. Seconda tappa, a fine gennaio Governo e Banca Centrale hanno annunciato l'aumento dell'obiettivo di inflazione dall'1% al 2%, da raggiungere anche attraverso un ulteriore programma di acquisto di titoli senza limiti temporali. Ad aprile il nuovo governatore della BOJ ha accelerato, lanciando un piano di allentamento quantitativo e qualitativo (QQE): la base monetaria è prevista raddoppiare in due anni, crescendo a un ritmo di 65mila miliardi di yen all'anno (Grafico B), pari a circa 500 miliardi di euro¹. Ciò avverrà attraverso un programma di acquisto di titoli con vita media di sette anni, più che doppia rispetto a quella del precedente programma. Lo stimolo verrà mantenuto fino a raggiungere, entro due anni, un'inflazione del 2%. Terzo, a maggio il Governo ha presentato un piano di riforme strutturali, a sostegno della competitività e della crescita del paese.

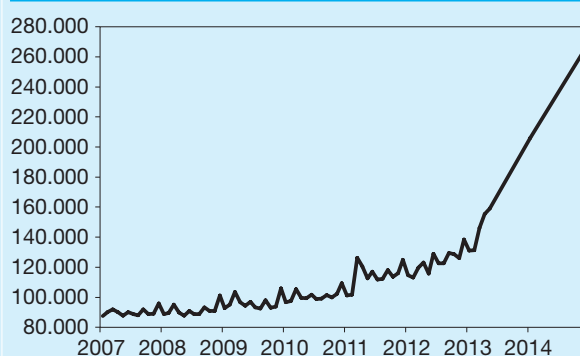
È troppo presto per osservare i pieni effetti positivi sull'economia giapponese della debolezza dello yen. Non sono ancora evidenti sulla bilancia commerciale, che in aprile ha registrato un deficit per il decimo mese consecutivo. Lo yen debole ha fatto aumentare il prezzo dell'energia importata, da cui l'economia nipponica dipende molto dopo la chiusura delle centrali nucleari. La deflazione è lungi dall'essere sconfitta: in aprile la variazione dei prezzi al consumo (esclusi gli alimentari) è stata pari al -0,4% annuo; ma in maggio il dato di Tokyo è diventato positivo (+0,1% annuo) per la prima volta dal 2009. Viceversa i prezzi delle azioni sono stati favoriti. L'indice Nikkei è cresciuto del 70% da metà novembre, toccando un picco a fine maggio. In seguito è calato del 20%, anche a causa dell'incertezza sulla reale efficacia delle misure governative. I rialzi di Borsa hanno giocato un ruolo importante nella risalita della fiducia dei consumatori, che hanno ripreso a spendere di slancio: i consumi privati hanno contribuito per più della metà (2,2 punti) alla crescita annualizzata del 4,1% del PIL nel primo trimestre 2013.

La nuova strategia giapponese ha provocato la reazione di molti esponenti europei. Il ministro delle Finanze tedesco Wolfgang Schäuble ha accusato il Giappone di inondare

Grafico B

Banca del Giappone avanti tutta

(Base monetaria, miliardi di yen, prezzi correnti, dati mensili)

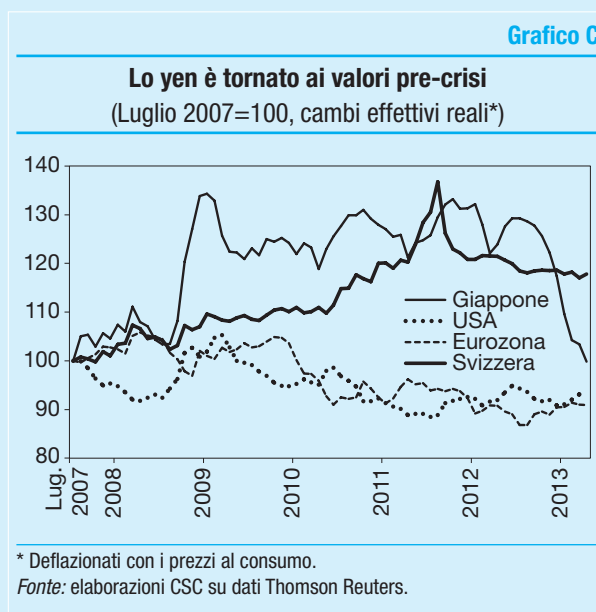


Da giugno 2013 previsioni Banca del Giappone.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

¹ Una cifra non molto lontana da quella messa in campo dalla FED (circa 770 miliardi di euro all'anno), nonostante l'economia giapponese sia pari a due quinti di quella americana.

di eccessiva liquidità i mercati globali. Il Presidente della Bundesbank Jens Weidmann ha parlato di rischio di politicizzazione del cambio dello yen, sostenendo che la politica monetaria non può sostituirsi alla ricerca di fondamentali economici sani. In realtà la BOJ non menziona mai il tasso di cambio come suo obiettivo intermedio. E il Primo Ministro Abe ha detto che è sulla ripresa dell'economia che si concentreranno gli sforzi del Governo. Ma ha anche sostenuto che la collaborazione con la BOJ è indispensabile per contrastare l'apprezzamento dello yen e far uscire il paese dalla deflazione.

Secondo molti analisti non è in corso una guerra valutaria. Il Giappone sta solo realizzando una politica di espansione monetaria per sostenere la crescita. Il deprezzamento della valuta è l'effetto collaterale di cambiamenti di impostazione macroeconomica che mirano in realtà a stabilizzare l'economia. Lo stesso vale per gli stimoli monetari di Stati Uniti e Regno Unito, che stanno portando avanti programmi di *quantitative easing* dall'inizio della crisi. Non è un caso che l'intervento delle autorità giapponesi negli ultimi mesi abbia riportato in maggio il tasso di cambio effettivo reale del Giappone ai valori pre-crisi, annullando lo svantaggio di competitività accumulato durante gli ultimi cinque anni (Grafico C).



Il G20 diplomaticamente si è unito al coro di chi dice che non si sta combattendo una guerra valutaria. Nel comunicato finale del vertice di Mosca è scritto che i movimenti dei cambi non devono avere come obiettivo guadagni di competitività e si sottolinea l'importanza del coordinamento tra i paesi membri, perché movimenti disordinati hanno un effetto negativo sulla stabilità finanziaria ed economica. Bisogna andare verso un sistema di cambi determinati il più possibile dal mercato. Della stessa opinione il Fondo Monetario Internazionale che a maggio ha affermato che il deprezzamento dello yen non è problematico, finché l'allentamento monetario giapponese persegue obiettivi interni ed è accompagnato da vaste riforme fiscali e strutturali. Il deprezzamento dello yen deve essere valutato nel contesto dello sforzo, benvenuto, di uscire dalla deflazione.

Non tutti gli analisti, tuttavia, concordano con l'opinione che non sia in corso una guerra valutaria. Il coordinamento nel G20 è riuscito abbastanza bene a stabilizzare i rapporti di

cambio tra USA ed Eurolandia, ma ha lasciato molto squilibrati, almeno a tratti, i rapporti con altri paesi: Cina, Giappone, Svizzera. Alcuni paesi emergenti accumulano avanzi commerciali tenendo basso il tasso di cambio, con pratiche valutarie non cooperative. In molti casi si è trattato di “manipolazione del tasso di cambio”, che i paesi membri dell’FMI devono evitare. Ma mai nessun paese è stato dichiarato colpevole di violare tale impegno.

Negli USA lo stimolo monetario è stato usato con forza, senza preoccuparsi molto degli effetti sul tasso di cambio. La FED sta immettendo da anni fiumi di liquidità, prima per superare la recessione e poi per recuperare i posti di lavoro persi. Il Giappone ora sta facendo lo stesso. L’unica grande Banca Centrale che non sta attuando un *quantitative easing*, cioè la BCE, è proprio quella dell’economia che avrebbe più bisogno di interventi per rilanciare la crescita. Il Presidente, Mario Draghi, ha ribadito che la politica monetaria è, e rimarrà, molto accomodante. In effetti la BCE ha fatto molto, pur con limiti istituzionali stringenti. L’espansione del bilancio BCE, tramite prestiti alle banche, ha corrisposto alla necessità di sostituire i mercati interbancari prosciugati. Margini per un allentamento monetario nell’Eurozona sono ancora disponibili. L’annuncio degli acquisti di titoli pubblici nel settembre 2012 (OMT) ha avuto un ruolo importante nell’abbassare i tassi sui titoli pubblici. Un’eventuale nuova azione dipende dal consenso politico tra i 17 paesi, che non sembra esserci. Secondo Draghi non c’è nessuna guerra delle valute in atto. Dunque non è necessario muoversi su tale fronte.

Se l’euro dovesse rafforzarsi, l’economia di Eurolandia ne soffrirebbe non poco. Un apprezzamento del cambio effettivo reale del 10% incide negativamente sul PIL per lo 0,5% nel primo anno e per un altro 0,2% nel secondo (stime Morgan Stanley²). Perciò un apprezzamento del cambio potrebbe far deragliare la fragile ripresa europea che si prospetta per fine 2013.

In aggregato, il cambio di equilibrio tra Eurolandia e USA è stimato a 1,33 dollari per euro (Morgan Stanley). Le quotazioni attuali, quindi, sono in linea con tali valori. Tuttavia, le stime del cambio di equilibrio divergono in misura sensibile per i singoli paesi membri: per la Germania si calcola che il livello di equilibrio sia 1,53 dollari per euro, per l’Italia il cambio dovrebbe stare a 1,19. Ciò significa che l’euro è troppo forte per l’Italia. Per la Germania è vero il contrario. Questi divari nazionali complicano l’azione della BCE.

² Morgan Stanley, *Strategy and economics: what if the euro overshoots?*, 4 febbraio 2013.

Il Regno Unito dribbla la recessione...

Il Regno Unito, dopo una crescita modesta del PIL nel 2012 (+0,3%), ha evitato ufficialmente la temuta terza recessione dall'inizio della crisi, avendo fatto segnare un +0,3% congiunturale nel primo trimestre 2013 (-0,3% nel quarto 2012; Grafico 1.25). Ma la scomposizione di questa dinamica è deludente: il maggiore contributo alla crescita (0,4 punti percentuali) arriva dalla variazione delle scorte, mentre i consumi privati, in progresso per il sesto trimestre consecutivo, sono aumentati al ritmo più basso dal 2011 (+0,1% congiunturale).

Piatta la spesa pubblica per il consolidamento delle finanze statali e performance negativa degli investimenti fissi (-0,8% da -0,2%) e delle esportazioni (-0,8% da -1,6%).

Continua la crisi del settore delle costruzioni, che si sono contratte del 2,4% nei primi tre mesi dell'anno sui tre mesi precedenti, dopo il -8,1% dell'intero 2012. Buone notizie arrivano dal relativo PMI che in maggio torna in area di espansione (50,8 da 49,4), ai massimi da ottobre 2012. Molto contenuto l'aumento della produzione industriale: +0,2% congiunturale nel 1° trimestre, seguito dal +0,1% mensile in aprile. Resta determinante la dinamica dei servizi, che pesa per tre quarti dell'economia britannica e la cui attività è salita dello 0,6% su base trimestrale, dopo la dinamica piatta del quarto 2012; il loro PMI in maggio ha raggiunto il massimo da 14 mesi (54,9).

...ma una crescita sostenuta è lontana

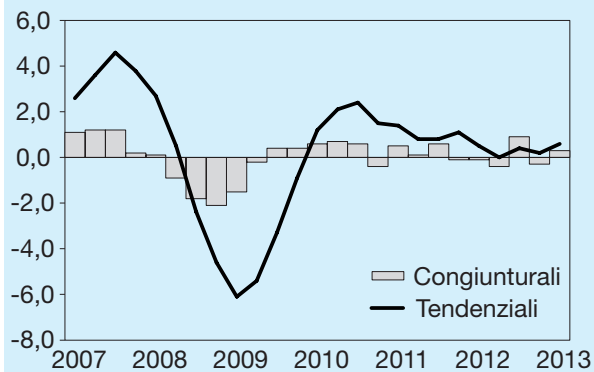
L'andamento altalenante delle vendite al dettaglio, +2,1% mensile in maggio dopo la contrazione in aprile, (-1,1%), alimenta i dubbi sulla robustezza della crescita Oltremania. L'FMI in maggio ha detto che l'economia è ancora lontana da una ripresa forte e prolungata nel tempo e l'attività è attesa espandersi solo gradualmente a causa del *deleveraging* pubblico e privato e della debolezza della domanda estera, specialmente dell'Eurozona: la variazione del PIL sarà pari a +0,7% nel 2013 e +1,5% nel 2014.

L'inflazione è rimasta al di sotto del 3% in maggio (2,7% annuo da 2,4% in aprile e 2,8% nel primo trimestre) lasciando margini per ulteriori misure di politica monetaria espansiva. È probabile che la Banca d'Inghilterra, che dal 1° luglio avrà alla guida il nuovo governatore Steve Carney, allarghi nei prossimi mesi il proprio programma di acquisto di titoli, fermo da ottobre 2012 a 375 miliardi di sterline, di ulteriori 25 o 50 miliardi. In aprile la Banca centrale e il Tesoro hanno rinnovato il programma *funding for lending*, allungando di un anno la sua durata e prevedendo meccanismi innovativi di forte incentivo alle banche a fi-

Grafico 1.25

Il Regno Unito evita la terza recessione

(PIL, variazioni %, dati trimestrali destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Office for National Statistics.

nanziare le imprese, soprattutto quelle medio-piccole, piuttosto che le famiglie alla ricerca di mutui immobiliari sostenibili, come accaduto nei primi nove mesi di vita del programma.

Emergenti in assestamento su ritmi più lenti

La crescita delle economie emergenti si consolida attorno al

5%. Il CSC stima un incremento del loro PIL del 5,1% nel 2013, la stessa variazione del 2012, dopo il 6,4% del 2011, e del 5,5% per il 2014. (Tabella 1.4). La dinamica è inferiore alla media annua del 6,3% registrata tra il 2000 e il 2011. Nonostante il rallentamento, tali paesi quest'anno continueranno a fornire più 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 1.26). Motivo per cui il termine "nuovi mercati" appare ormai più appropriato, rispetto a quello "mercati emergenti".

Dopo la frenata nel corso del 2012, le stime del CSC scontano la diminuzione rispetto al periodo pre-crisi del potenziale di crescita in alcune maggiori economie emergenti, in cui i policymaker sono riusciti a evitare il surriscaldamento dovuto ai grandi flussi di capitali in entrata derivanti dall'allentamento monetario nei paesi avanzati. La ripresa del commercio mondiale e della domanda estera produrrà un'accelerazione della crescita nel 2014, ma l'espansione non tornerà ai ritmi altissimi della prima decade 2000. Dall'Asia emergente proverrà il 56,3% della crescita mondiale nel 2013, con Cina e India in testa nell'apporto, giacché forniranno 2,3 e 0,6 punti percentuali sui 5,1 nel 2013.

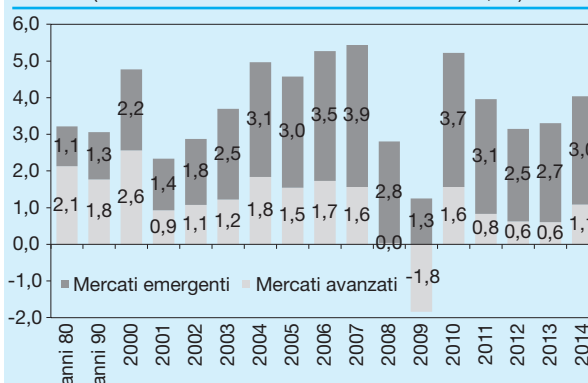
La Cina stabilizza il ritmo di crescita

La Cina rallenta verso l'obiettivo di crescita del governo pari al 7,5%. Il CSC stima che il suo PIL aumenti del 7,7% quest'anno e del 7,8% nel 2014, contro il 7,8% del 2012 e il 9,3% nel 2010 (Grafico 1.27). La moderazione della velocità, dopo quarant'anni di sviluppo al 10% medio annuo, in parte è fisiologica per un'economia che sta riducendo a passo spedito il gap di sviluppo con i paesi avanzati, ma comunque semina dubbi dato il momento di incertezza globale. Il paese rimane comunque frenato dalla debolezza della domanda occidentale.

La variazione media annua del PIL nel primo trimestre del 2013 è stata del 7,7% (+7,9% nel 4° 2012) ed è prevista confermarsi nei prossimi mesi, nonostante gli indicatori congiuntu-

Grafico 1.26

Dagli emergenti ancora l'80% della crescita mondiale
(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.

rali siano contrastanti: produzione industriale +9,2% annuo in maggio (da +9,3% in aprile) e vendite reali al dettaglio +12,0% (da 11,8%). La stima flash del PMI manifatturiero ha segnato in giugno il minimo da 9 mesi (48,3 da 49,2), mentre il PMI composito in maggio ha toccato il minimo da ottobre 2012 (51,1). Notizie più preoccupanti vengono dall'export, con un deludente +1,0% annuo in maggio (da +14,7%), anche per il rafforzamento dei controlli doganali sulle false fatturazioni; ma la bilancia commerciale resta ancora in attivo per la riduzione delle importazioni (-0,3% da +16,8%), che riflette la debolezza della domanda anche interna (oltre che il minor fabbisogno di input importati da utilizzare nelle produzioni destinate all'export).

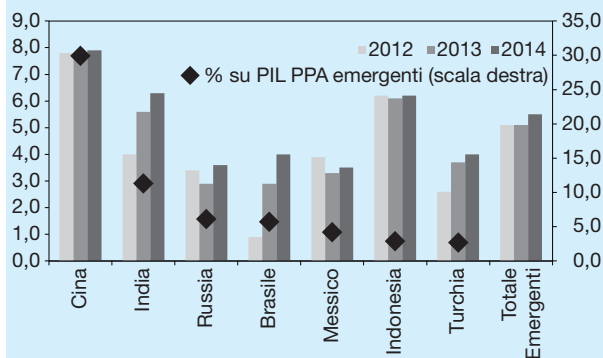
La politica del governo centrale di introdurre restrizioni sul mercato immobiliare per calmare il rialzo dei prezzi delle case ha rallentato enormemente il settore che è stato trainante negli ultimi anni. I nuovi cantieri sono cresciuti solo dell'1% annuo in maggio dal quasi +15% nei primi due mesi del 2013.

La congiuntura non brillante insieme al rallentamento dell'inflazione (+2,1% annuo l'indice dei prezzi al consumo in maggio, dal +2,4% in aprile) creerebbe spazio ad allentamenti della politica monetaria o a nuove misure di bilancio di stimolo, le quali tuttavia restano improbabili perché le autorità temono i rischi derivanti dal rialzo dei prezzi delle case, dall'ampliamento del finanziamento al di fuori dei canali ufficiali bancari, che è cresciuto dal 2010 a ritmi annui del 34%, e della generazione di nuovi eccessi di capacità produttiva, che nel caso dell'industria dell'acciaio necessiterà di un periodo tra 5 e 10 anni per essere riassorbita.

Il paese attraversa una delicata fase di transizione economica verso un nuovo modello di sviluppo in cui aumenterà il contributo dei consumi alla crescita nazionale. Il nuovo primo ministro Li Keqiang ha spiegato che per il futuro si punterà alla creazione di nuovi posti di lavoro nelle piccole e medie imprese e all'aumento dei salari nelle grandi imprese, per la maggior parte statali. Questi provvedimenti dovrebbero incidere nel medio termine sull'aumento dei consumi interni. Ciò non esclude eventuali interventi del Governo nel caso in cui la dinamica dell'attività si mostri non soddisfacente nei prossimi due trimestri. Gli spazi di intervento ancora a disposizione sono 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.

Grafico 1.27

Meno forte la dinamica degli emergenti
(PIL, var % e peso % sul PIL PPA degli emergenti nel 2012*)



* Paesi con peso fino al 2,5% del PIL PPA degli emergenti.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

India sulla via delle riforme

La crescita del PIL indiano resta al di sotto del 7% medio annuo registrato nel decennio 2000-09. Il CSC stima +5,6% nel 2013 e +6,3% 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). Nel primo trimestre 2013 il PIL ha continuato a frenare: +3,0% annuo. La produzione in aprile è salita del 2,2% su base annua (+3,4% in marzo) e il PMI manifatturiero ha toccato il minimo da 50 mesi, pur rimanendo in area espansiva (50,1; Grafico 1.28). Buone notizie

invece dal PMI dei servizi, che in maggio ha registrato il massimo da tre mesi (53,6). Le esportazioni in maggio hanno segnato un calo dell'1,1% annuale dopo cinque incrementi consecutivi e nel 2013 stanno beneficiando del riorientamento del commercio estero, con il 65% delle transazioni verso i paesi di Asia, Africa e America latina.

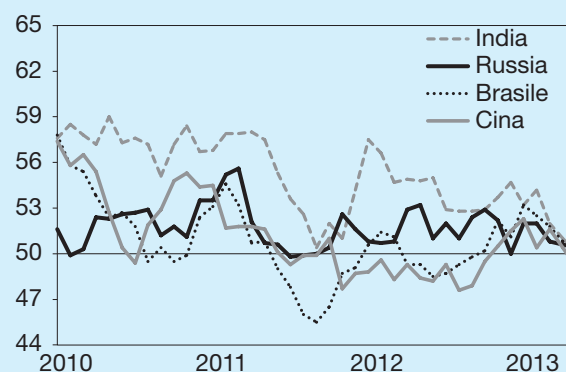
La frenata nel 2012 e nei primi mesi del 2013 è conseguenza della debolezza sia della domanda estera, in particolare nell'Eurozona, sia di quella interna, a causa del consolidamento delle finanze pubbliche da parte del governo e della difficoltà di portare a termine progetti di investimento a lungo termine. Tuttavia, un'accelerazione è attesa nel corso del 2013 e nel 2014 grazie a una serie di fattori: il probabile aumento della spesa pubblica in vista delle elezioni del prossimo anno, dopo la stretta fatta nel 2012; gli effetti positivi degli sforzi di sburocratizzazione per l'approvazione di importanti progetti d'investimento e la deregolamentazione degli investimenti diretti dall'estero; la migliore performance dell'agricoltura che in genere segue una stagione di monsoni deboli, come accaduto nel 2012; e, infine, l'implementazione in corso di politiche monetarie più espansive. La Banca centrale ha già operato tre tagli del tasso ufficiale da gennaio per un totale di 75 punti base, ma il raffreddamento dell'inflazione (4,7% in giugno, minimo da 43 mesi) potrebbe consentire nuovi allentamenti.

Domanda interna solida in Asia

Le altre economie emergenti asiatiche proseguono nell'espansione, sebbene più moderata, grazie alla domanda interna vivace e alle politiche monetarie espansive. I ritmi di crescita rallenteranno, però, a causa del prolungamento della frenata della domanda estera. Fa eccezione l'Indonesia, che continua a essere l'economia più resistente dell'area, sostenuta da una brillante domanda interna, e dove in giugno è stato

Grafico 1.28

Manifatturiero in frenata nei BRIC
(PMI manifatturiero; dati destagionalizzati;
50=nessuna variazione)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Markit.

alzato il tasso ufficiale in una mossa preventiva contro le aspettative inflazionistiche che potrebbero innescarsi dal piano di riduzione dei sussidi statali alle fonti energetiche non rinnovabili. Pur mantenendo un ritmo di crescita di poco superiore al 6% annuo nel biennio 2013-2014, l'economia risentirà della dinamica cinese, suo primo acquirente di petrolio.

Europa emergente legata all'Eurozona

L'Europa emergente ha sperimentato una brusca frenata della crescita nel 2012 (+1,6% dal +5,2% 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 crescita dell'area è prevista salire al 2,2% nel 2013 e al 2,8% nel 2014, in virtù del graduale recupero 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 a un tasso superiore al 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 +2,0% del PIL nel 2012 e il +4,3% nel 2011, la crescita rallenterà all'1,1% nel 2013, prima di riaccelerare nel 2014 al 2,2%, 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 1° trimestre del 2013 è stata dello 0,5% (+1,1% nel 4° 2012). Il PMI manifatturiero in maggio indica un arretramento dell'attività ma migliora: 48,0, dal minimo da 45 mesi in aprile (46,9). La produzione industriale si è contratta in maggio dell'1,8% annuo, dopo il +2,7% in aprile e il -2,0% nei primi tre mesi dell'anno. La Banca centrale ha operato sette tagli del tasso ufficiale da novembre a giugno, portandolo al 2,75% dal 4,75%.

In Russia, dopo il +3,4% del 2012, secondo le stime del CSC il PIL frenerà nel 2013 al +2,9%, per la stabilizzazione del prezzo del petrolio e la debole domanda di prodotti energetici che costituiscono la parte più importante delle esportazioni nazionali, e crescerà del 3,6% nel 2014 avvicinandosi al potenziale (Grafico 1.29). Il paese contribuisce per il 3,0% alla formazione del PIL mondiale espresso in PPA e per il 6,1% a quello degli emergenti. Nei primi tre mesi del 2013 il PIL è salito dell'1,6% annuo, sopra le attese del Governo pari all'1,0%, ma comunque al ritmo più lento dal 2009.

La produzione industriale in maggio è diminuita dell'1,4% annuo, +0,2% nei primi 5 mesi dell'anno dal +3,4% nel corrispondente periodo del 2012, mentre le esportazioni in aprile hanno

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, Kirgizistan, Moldavia, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina, Uzbekistan.

registrato un calo per il sesto mese consecutivo (-2,3% annuo da -5,6%). Buone notizie dalle vendite reali al dettaglio che in aprile hanno rallentato ma hanno mantenuto una dinamica vivace (+4,1% da +4,4%). Nella seconda parte dell'anno e nel 2014 si assisterà a una graduale accelerazione, sebbene l'invocato e fortemente dibattuto intervento di misure di stimolo in ambito monetario è reso meno probabile da un'inflazione in giugno ai massimi da 16 mesi (+7,4% annuo).

...la Turchia tiene

In Turchia nel 2012 il PIL ha registrato

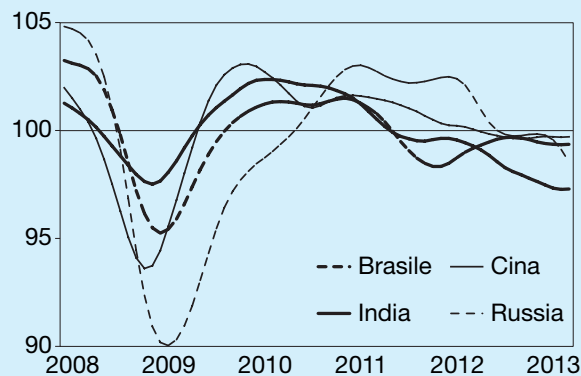
un netto rallentamento al +2,6%, dopo il +8,5% del 2011, per la debolezza della domanda interna (-0,2%) controbilanciata dal contributo positivo delle esportazioni nette (4,1 punti percentuali). Nel 1° trimestre 2013 a sorpresa il PIL è tornato ad accelerare (+3,0%, dal +1,5% della seconda metà del 2012), anche grazie all'allentamento monetario messo in atto dalla Banca centrale. Il CSC stima che l'anno finirà con una crescita del 3,5% e che il 2014 registrerà un +3,8%. La produzione industriale nei primi 4 mesi dell'anno ha accelerato (+2,6% su base annua) rispetto agli ultimi 4 mesi del 2012 (+1,8%), anche se il PMI ha toccato in maggio il valore minimo (51,1) della sequenza espansiva iniziata a settembre 2012. I punti deboli restano l'inflazione, +6,5% annuo l'indice dei prezzi al consumo in maggio, ancora al di sopra del target del 5,3%, e il deficit corrente, penalizzato dalla nuova espansione della domanda interna e, quindi, delle importazioni e dalla debole domanda di esportazioni da parte dei due principali partner commerciali, UE e Medio Oriente. Il finanziamento di tale deficit è minacciato dalle recenti proteste e tumulti di piazza che potrebbero influire sui giudizi delle agenzie di rating e risultare in un deflusso di investimenti di portafoglio. La Banca centrale ha annunciato in giugno che opererà una stretta monetaria per frenare il deprezzamento della lira ed evitare la fuga di capitali.

La Lettonia entra nell'Area euro

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 1° trimestre 2013 grazie a una politica monetaria molto espansiva e crescerà di quasi nulla nel 2013 e dell'1,2% nel 2014. La ripresa della Bulgaria rimarrà contenuta (+1,1% il PIL nel 2013), per il ritardo con cui la do-

Grafico 1.29

BRIC: crescita intorno al trend, sotto per l'India
(Indici anticipatori OCSE, trend di lungo periodo=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati OCSE.

manda di consumi risponderà alla ritrovata espansione tirata dalle esportazioni a causa della disoccupazione elevata e della conseguente bassa fiducia dei consumatori. La Romania, diversamente dagli altri paesi dell'area, ha vissuto nei primi 4 mesi del 2013 un recupero sia delle esportazioni (+7,2% annuo) sia della produzione industriale (+6,3%). Il PIL crescerà dell'1,6% nel 2013 e del 2,2% nel 2014.

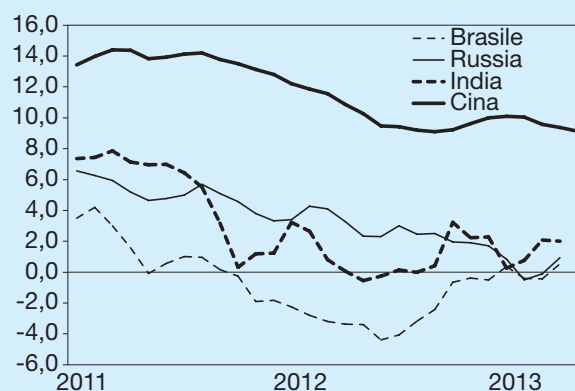
I Balcani restano l'area europea più in difficoltà. Il PIL della Croazia si è contratto per il sesto trimestre consecutivo nei primi tre mesi del 2013 (-1,5% su base annua), quando il livello dell'attività in termini reali è stato del 15% inferiore rispetto al picco pre-crisi del 1° quarto 2008. Il PIL resterà stagnante nel 2013 e tornerà a espandersi solo 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 crescerà del 4,2% nel 2013 e nel 2014. Dinamica più contenuta ma comunque robusta per la Lituania: +3,0% nel 2013 e +3,3% nel 2014.

Brasile: In America latina il Brasile (2,8% del PIL mondiale e 5,7% del PIL degli accelerazione in vista emergenti) ha chiuso il 2012 con un deludente +0,9% del PIL, molto inferiore rispetto al +3,7% medio annuo del primo decennio 2000, e ha accelerato all'inizio del 2013: +1,9% annuo il PIL nel 1° trimestre (da +1,4% nel 4° 2012). Secondo le stime del CSC l'anno corrente si concluderà con un +2,9% e il 2014 registrerà un'ulteriore accelerazione al +3,7%.

Il più elevato ritmo di crescita è attribuibile agli effetti ritardati delle precedenti misure di allentamento monetario e degli incentivi introdotti dal Governo per stimolare gli investimenti privati, anche in vista dei Mondiali di calcio del 2014 e delle Olimpiadi del 2016. Gli ultimi indicatori congiunturali danno segnali contrastanti: la produzione industriale in aprile ha registrato un +8,4% annuo (da -3,6%; Grafico 1.30), mentre le vendite al dettaglio sono cresciute dell'1,6% (da +4,5% in marzo). Il PMI manifatturiero in maggio si è fermato appena sopra la soglia neutrale (50,4 da 50,8), mentre quello dei servizi è sceso ai minimi da ottobre 2012 (51,0 da 51,3), rimanendo comunque in area espansiva. Il Brasile è l'unico paese del G20 in cui, nonostante la debole dinamica economica, la Banca centrale ha deciso di alzare il tasso di interesse nel 2013 (due interventi per un totale di 75 punti base) per contrastare l'infla-

Grafico 1.30

Produzione cinese più dinamica tra i BRIC
(Produzione industriale, var. % annue su dati mensili, media mobile a 3 termini)



Fonte: elaborazioni CSC su Istituti nazionali di statistica.

zione che in marzo (6,6% annuo) ha superato il tetto della banda obiettivo (6,5%), mantenendosi su livelli appena inferiori in aprile (6,49%) e maggio (6,50%).

Il Messico è cresciuto nel 2012 del 3,9%, ma alcuni effetti ritardati della recente debolezza degli Stati Uniti, suo principale partner commerciale, si faranno sentire nella prima metà del 2013. Il PIL del 1° trimestre ha registrato la variazione annua più bassa dal 2009 (+0,8% dal +3,2% del 4° 2012) ma si prevede che il 2013 chiuderà con un aumento del 3,4%, che verrà quanto meno replicato nel 2014.

**Nord Africa
e Medio Oriente:
si riducono
le differenze**

Nel 2012 la performance economica in Medio Oriente e Nord Africa (+4,8% il PIL) è stata ancora a due velocità: l'attività è cresciuta del 5,7% nei paesi esportatori di petrolio e dell'1,9% 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 (+3,2% gli esportatori e +2,7% gli importatori, +3,1% 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 petrolio e per i paesi importatori il ripristino della stabilità politica ed economica e la lenta ripresa dell'Europa, principale partner commerciale.

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 quella globale, non sembra aver risentito molto del rallentamento mondiale. Nel 2012 ha registrato un aumento del PIL pari al 4,8% 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 2,6%, ha rallentato più del previsto nel primo trimestre 2013 (1,9% annuo, da +2,5% nel 4° 2013). Gli ultimi indicatori congiunturali segnalano un miglioramento: in aprile la produzione industriale è cresciuta del 7,0% annuo (da -2,2% e -2,8%) e il PMI manifatturiero in maggio è rimasto sostanzialmente invariato in area espansiva (50,4 da 50,5). Nel 2013 il Sudafrica crescerà del 2,8% e accelererà al 3,3% nel 2014 grazie agli effetti benefici sulle esportazioni del recupero del commercio mondiale.

Petrolio meno costoso Lo scenario CSC assume un prezzo del Brent in calo a 105 dollari al barile in media nel 2013 (da 112 dollari nel 2012), in linea con quanto indicato a dicembre. Nel 2014 le quotazioni scenderanno a 100 dollari, per il sorpasso dell'offerta sulla domanda. Un livello pari all'obiettivo di prezzo dell'Arabia Saudita.

Il prezzo del Brent si è attestato a 104,2 dollari in media a giugno, dopo la discesa registrata a marzo e aprile (116,5 dollari a febbraio). Il mercato mondiale è ben rifornito. La capacità

inutilizzata OPEC era scesa ai minimi nel 2012 e aveva contribuito a tenere alte le quotazioni. Ora invece è in risalita: 2,6 milioni di barili al giorno (mbg) in aprile (2,9% della produzione), da 1,9 mbg nell'agosto 2012 (Grafico 1.31). Ciò gioca un ruolo chiave nella riduzione dei prezzi. Il calo delle quotazioni è spiegato anche dalla fuoriuscita di investimenti finanziari dal mercato del greggio.

I corsi restano elevati in prospettiva storica: la media dei primi sei mesi del 2013 (108,4 dollari) colloca i prezzi per il terzo anno consecutivo oltre i 100 dollari e ben sopra il precedente picco (97,3 dollari nel 2008). Le ragioni sono varie. Primo, le tensioni geo-politiche in diversi paesi (Siria, Yemen), che espongono il mercato petrolifero a shock d'offerta (rischio che non si materializza nello scenario CSC). Secondo, i maggiori costi di estrazione del greggio non convenzionale, che ha una quota crescente nell'offerta. Terzo, le quotazioni ancora alte dei cereali che sostengono (via etanolo) quelle del greggio.

L'offerta supera la domanda nel 2014

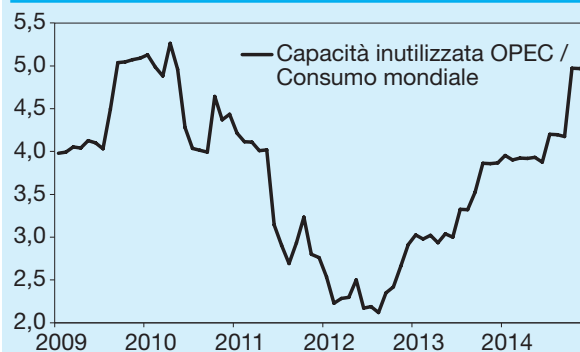
La domanda mondiale di greggio è prevista in crescita di 0,9 mbg nel 2013 (stime *Energy Information Administration*, EIA) e di 1,2 mbg nel 2014. L'incremento è atteso solo nei paesi emergenti (+1,3 mbg nel 2013 e +1,4 nel 2014), mentre cala il consumo negli avanzati (-0,4 e -0,2 mbg).

L'offerta mondiale aumenta poco quest'anno (+0,6 mbg), accelera nel prossimo (+1,8; previsioni EIA). Nel 2013 cade poco sotto i consumi, l'anno prossimo li supera. Cresce in particolare l'estrazione non-OPEC: +1,1 mbg nel 2013 e +1,8 nel 2014. Boom negli USA (+0,9 e +0,9), grazie allo *shale oil*. Gli investimenti degli ultimi anni in petrolio non convenzionale, incoraggiati dai prezzi alti, condurranno il paese all'autosufficienza energetica. La produzione OPEC, invece, è in riduzione nel 2013 (-0,5 mbg). L'Arabia Saudita ha tagliato i livelli estrattivi (9,2 mbg in aprile, da un picco di 10,0 nell'agosto 2012). In Iran sembra essersi arrestato il declino dell'estrazione, causato da penuria di investimenti a seguito delle sanzioni occidentali (2,8 mbg, da 2,6 a novembre 2012). È terminato anche l'aumento dell'estrazione in Iraq (3,2 mbg), che resta superiore a quella iraniana. Nel complesso, l'offerta del Cartello è calata a 30,2 mbg in aprile dal picco di 31,4 mbg dodici mesi prima. Nel 2014 la produzione OPEC salirà poco (+0,1 mbg) restando sotto i livelli del 2012. In tutti i principali paesi l'estrazione sarà piatta sui livelli attuali.

Questi andamenti determinano un mercato fisico mondiale ben rifornito. In media nel 2013 si registra una domanda superiore all'offerta di soli 0,2 mbg, nel 2014 invece la produzione

Grafico 1.31

Petrolio: cuscinetto produttivo OPEC in risalita (Valori %)



Da maggio 2013 previsioni EIA.

Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA.

supererà la richiesta di 0,4 mbg. Secondo le stime EIA, le scorte di greggio nei paesi OCSE resteranno stabili nel 2013 e cresceranno di 57 milioni di barili nel 2014.

Prezzi in calo ma alti per gli input non-oil Negli ultimi mesi le quotazioni delle commodity non-energetiche stanno registrando diffusi cali. Il prezzo dei cereali si è ridotto in misura marcata (-13,1% a maggio dal picco di agosto 2012). I metalli hanno registrato un ribasso del -9,4% a maggio rispetto a fine 2012 (indici CSC). Il prezzo delle fibre, invece, oscilla intorno ai valori dello scorso anno. L'elemento comune a queste commodity è che restano storicamente molto costose.

Nella media del 2013 gran parte delle commodity registreranno un calo dei prezzi. Secondo le stime della World Bank elaborate a maggio, le commodity alimentari segneranno un -5,5%, quelle *non-food* di origine agricola un -5,8%, i metalli un -1,3%.

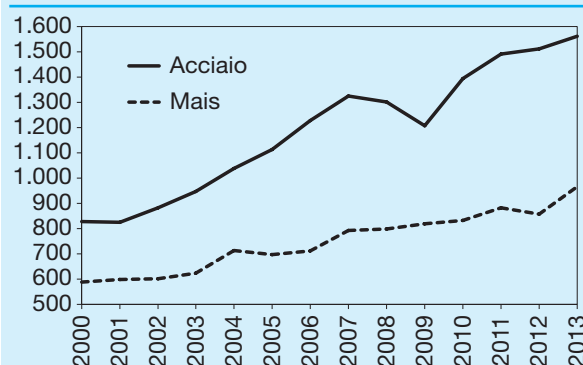
La domanda mondiale di molte commodity *non-oil* cresce a ritmi ridotti nel 2013, tirata solo dagli emergenti. La forza dell'offerta differisce invece nei vari mercati: in alcuni la produzione fa fatica a soddisfare la domanda, in altri cresce molto e la supera. La produzione di acciaio e quella di mais sono salite quest'anno a record storici (Grafico 1.32). Le scorte di mais sono risalite al 16,3% del consumo mondiale nella stagione 2013/2014, dal minimo di 14,3% dello scorso anno, secondo lo *United States Department for Agriculture* (USDA). Anche gli stock di cotone aumentano: 84,4% del consumo nel 2013/2014 (da 39,8% nel 2009/2010). Le scorte di grano, invece, continuano a calare lentamente: 26,2%, dal 31,0% nel 2009/2010.

Nel corso del 2014 si avrà un'accelerazione della domanda mondiale. In alcuni mercati l'offerta terrà il passo e rimarrà abbondante, in altri resterà indietro. Di conseguenza, alcune quotazioni rimarranno in calo: -4,1% le commodity alimentari. Per altre si vedranno rincari: +4,1% gli input agricoli *non food*, +0,8% i metalli (stime Banca Mondiale).

BCE, un ultimo taglio dei tassi Nello scenario CSC la BCE taglierà ancora il tasso di riferimento, facendolo scendere allo 0,25% nei mesi estivi del 2013. A maggio l'ha portato allo 0,50%. Ciò conferma lo scenario di dicembre, rispetto al quale le due riduzioni sono spostate avanti di alcuni mesi. Questo taglio è tardivo: non ci sono pericoli inflazio-

Grafico 1.32

Produzione record per alcune commodity
(Mondo, milioni di tonnellate)



2013: stima USDA per il mais, primi 4 mesi annualizzati per l'acciaio.
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

nistici (i prezzi al consumo *core*, esclusi energetici e alimentari, erano al +1,2% annuo in maggio), l'economia di Eurolandia è in recessione.

L'Euribor a tre mesi è stabile allo 0,20% a giugno (1,58% nell'ottobre 2011). Si trova ora di 0,30 punti percentuali sotto il tasso BCE. In termini reali (tolta l'inflazione *core*) il tasso è sceso a -1,0%. Va usata cautela nel leggere i dati sull'Euribor: il mercato interbancario è ancora frammentato, 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. In media d'anno si posizionerà allo 0,20% nel 2013 (da 0,57% nel 2012) e scenderà allo 0,15% nel 2014. Le indicazioni che vengono dai *future* invece pongono l'Euribor allo 0,30% a fine 2013 e allo 0,50% nel settembre 2014. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, il tasso di mercato scenderà a -1,1% nel 2013 (da -1,0% nel 2012) e al -1,3% nel 2014, dunque su valori estremamente espansivi.

Prestiti BCE a rubinetto, ma le banche bevono meno

La BCE ha ancora in campo tutte le operazioni espansive non standard varate per uscire dalla crisi. In particolare, continua ad effettuare le aste a importo illimitato e a tasso fisso. I prestiti alle banche sono pari a 822 miliardi a giugno (picco a 1261 miliardi a metà 2012). Le aste straordinarie a medio termine (tra cui quelle a tre anni) forniscono gran parte dei fondi (718 miliardi), molto più delle tradizionali operazioni "principali" (103 miliardi). Le aste a tre anni di fine 2011-inizio 2012 prevedevano la possibilità di restituzione anticipata trascorso il primo anno. Molti istituti hanno restituito alla BCE parte di tali prestiti a partire da gennaio, per un totale di 299 miliardi di euro a giugno (sui 1019 miliardi di fondi triennali BCE), tre volte più delle previsioni della vigilia che erano intorno ai 100 miliardi. Si tratta specialmente di banche di paesi *core*, che avevano attinto fondi per motivi precauzionali. Ma anche di alcuni istituti dei PIIGS che avevano bisogno di quei fondi e che ora intendono dare un segnale positivo sui progressi realizzati nella raccolta.

La distribuzione dei prestiti BCE resta sbilanciata verso le banche dei paesi PIIGS, molte delle quali hanno ancora una dipendenza alta da tali fondi. Le italiane hanno in bilancio a maggio 259 miliardi di fondi BCE, pari al 6,1% del loro passivo, in calo dai 281 miliardi di febbraio (6,7%). Gli istituti greci hanno attinto 94 miliardi in aprile, pari al 22% del loro passivo, in calo dai 136 miliardi di giugno 2012 (31%). L'allentamento dei criteri per il collaterale nelle aste BCE (riduzione del *rating* minimo e ammissibilità di altre tipologie di titoli), ha consentito di prestare fondi anche alle banche più in difficoltà, 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). È quello che è accaduto ad esempio agli istituti di Cipro nei primi mesi del 2013 e, in precedenza, a quelli greci quando Francoforte nel luglio 2012 ha sospeso i titoli sovrani ellenici come collaterale eleggibile nelle aste BCE, ripristinandone l'accettabilità solo a dicembre.

Miglioramenti in corso per le banche europee

Negli ultimi mesi ci sono stati vari segnali di miglioramento nel sistema bancario europeo. Le difficoltà delle banche dei PIIGS nella raccolta sui mercati si sono attenuate, anche se non si sono completamente riassorbite specie sul fronte dei costi. In alcuni paesi, dall'estate 2012 si è registrata la risalita dei depositi bancari del settore privato, in particolare in Grecia e Spagna dove maggiormente si erano ridotti. Gli istituti hanno diminuito il parcheggio di fondi presso la BCE: a giugno le banche

di Eurolandia detenevano nel complesso 101 miliardi nella *deposit facility* (da 346 a fine agosto) e 280 miliardi nel *current account* (da 541)⁴. I depositi totali si sono più che dimezzati, a 381 miliardi da 887 a fine agosto (Grafico 1.33). Restano molto sopra i livelli pre-crisi (182 nella prima metà del 2007), nonostante la remunerazione nulla. Il loro calo può essere letto come segnale di un ritorno, parziale, della fiducia tra banche. La circolazione della liquidità nell'area resta però frenata. Alcuni istituti nutrono ancora dubbi sulla qualità degli attivi delle banche dei paesi PIIGS, anche in relazione alla svalutazione dei prestiti erogati in passato all'economia, a causa della recessione. Inoltre vari istituti, per lo più di paesi *core*, mantengono *buffer* di liquidità precauzionale, in anticipo rispetto a possibili richieste delle autorità di vigilanza.

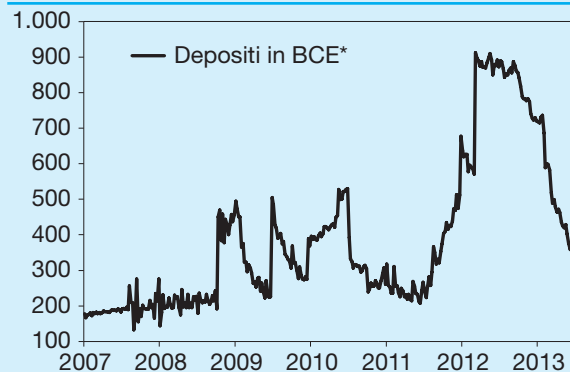
Scudo anti-spread BCE pronto all'uso

La disponibilità all'acquisto di titoli pubblici da parte della BCE secondo il piano annunciato a settembre 2012 non è finora stata utilizzata, non essendoci stata nessuna richiesta da parte di un governo nazionale. Le OMT (*Outright Monetary Transactions*) sono nate con molti paletti: acquisti di titoli solo sul mercato secondario e con scadenze da 1 a 3 anni, sterilizzando la liquidità immessa con aste di segno contrario, interrompendo gli acquisti se il Governo interessato non rispettasse le condizioni macro-economiche.

L'annuncio delle OMT, comunque, ha abbassato gli spread sui titoli sovrani. Non è riuscito a portarli a livelli tali da ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Questo era l'obiettivo della BCE, insieme a quello (raggiunto) di preservare l'integrità dell'euro.

Grafico 1.33

In forte calo i depositi delle banche in BCE
(Eurozona, miliardi di euro, dati settimanali, prezzi correnti)



* *Deposit facility + Current account.*

Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

⁴ Dopo l'azzeramento a luglio 2012 del tasso sulla *deposit facility*, le banche detengono un maggior ammontare nel *current account* della stessa BCE (che include le riserve obbligatorie).

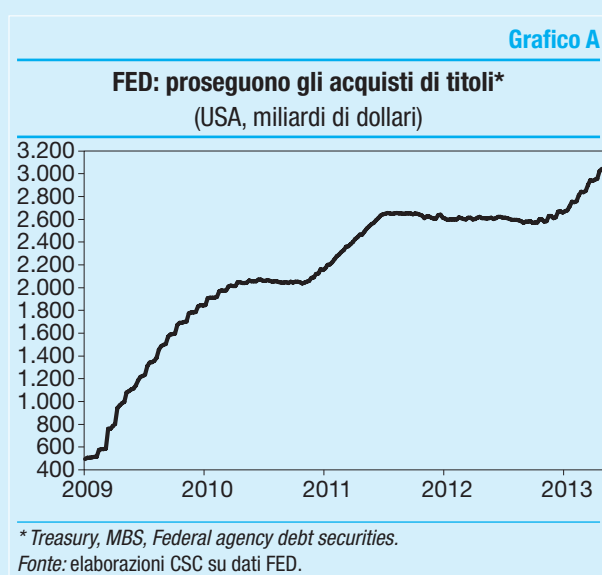
Le OMT hanno potenzialità enormemente superiori al *Securities Market Program* (SMP), cessato nel settembre 2012, troppo limitato e poco trasparente. La BCE ha ancora in portafoglio 195 miliardi di titoli acquistati con il SMP, gran parte dei quali sono stati emessi da paesi periferici. La liquidità immessa con gli acquisti di titoli SMP è stata interamente sterilizzata. Il secondo programma di acquisto di *covered bond* si è ormai fermato a 16 miliardi (40 l'obiettivo iniziale). La BCE ha in bilancio anche titoli per 46 miliardi del primo programma di acquisto di *covered bond*. Il presidente della BCE, Mario Draghi, ha dichiarato a giugno che la Banca è pronta a mettere in campo ulteriori misure non standard, se necessario scegliendo quelle più appropriate e efficaci tra le numerose possibilità ancora discutibili.

Politica monetaria USA iper-espansiva almeno per un altro anno

Nel dibattito all'interno della FED americana si inizia a vedere qualche distinguo sul piano di acquisti di titoli in atto da fine 2012. L'iper-espansione monetaria, attuata mentre la ripresa USA prosegue, potrebbe porre dei rischi in termini di inflazione o di formazione di bolle nei prezzi di vari asset. La variabile economica cui quella Banca centrale sta guardando, tuttavia, è il tasso di disoccupazione, che scende lentamente e resta troppo elevato. Lo strumento di *policy* utilizzato è costituito ora dal ritmo degli acquisti di titoli, dato che il tasso di interesse è già pari a zero. Nei prossimi mesi è possibile che quel ritmo venga rallentato.

Nella riunione del settembre 2012 il *Federal Open Market Committee* (FOMC) ha annunciato la terza fase di acquisti di titoli (*Quantitative Easing*, QE3): 40 miliardi di dollari al mese di *Mortgage Backed Securities* (MBS), titoli cartolarizzati il cui asset sottostante è rappresentato da mutui. Da gennaio 2013 la FED ha accelerato, dichiarando di voler acquistare titoli di Stato USA per 45 miliardi di dollari al mese, oltre ai 40 di MBS, per un totale di 85 miliardi al mese.

Gli acquisti realizzati sono stati perfino superiori agli annunci: 170 miliardi di *Treasury* da inizio anno e 209 miliardi di MBS, pari in totale a 94 miliardi al mese da gennaio ad aprile (Grafico A). In lento calo, invece, i titoli di debito delle agenzie federali presenti nel portafoglio FED.

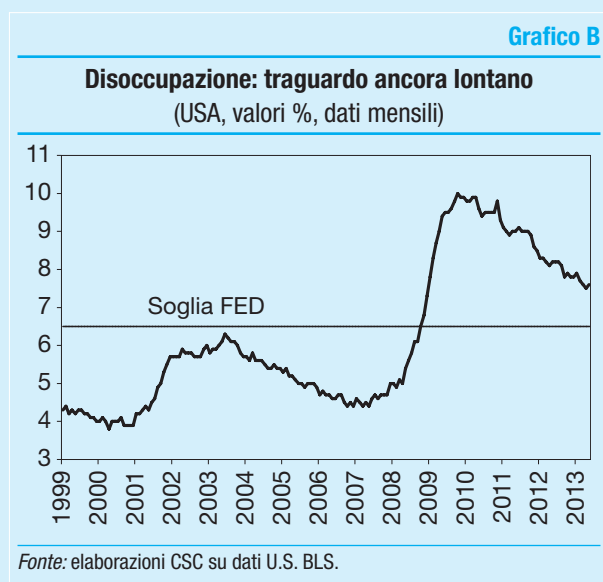


L'obiettivo intermedio degli acquisti FED è la riduzione dei tassi di interesse a lungo termine. Secondo la FED, questo dovrebbe stimolare consumi e investimenti e, quindi, creare nuovi posti di lavoro, senza alimentare la dinamica dei prezzi al consumo. I tassi a lunga USA sono di poco superiori ai minimi storici toccati nell'estate 2012. Il rendimento del *Treasury* trentennale è al 3,3% a giugno (da 2,6% nel luglio 2012); nel 2007 era pari al 4,8%. Quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da aziende americane è al 4,1% (3,4% nel luglio 2012; 5,6% nel 2007). Stesso andamento per il *Treasury* decennale: 2,1% a giugno, da 1,5% nel luglio 2012; nel 2007 era al 4,6%. I tassi reali sono in territorio negativo: quello misurato sui titoli decennali indicizzati all'inflazione è al -0,1% (minimo a -0,8% a novembre; 2,3% nel 2007). La lieve risalita dei tassi sui bond negli ultimi mesi, nonostante i massicci acquisti FED, si può spiegare con un maggior ottimismo sulla ripresa e quindi un aumento della propensione al rischio e attese malriposte di una stretta monetaria anticipata negli USA¹.

La Banca Centrale ha dichiarato di essere pronta a modificare dimensione, ritmo e composizione degli acquisti di titoli nei prossimi mesi, a seconda degli andamenti della disoccupazione. Ciò significa che potrebbe ridurli, ma anche accrescerli se necessario.

La FED ha già delineato come avverrà in futuro il processo di *exit* monetaria: prima verrà terminato il programma di acquisto titoli, poi inizieranno i rialzi del tasso di interesse ufficiale. Ma tutto ciò non avverrà nel breve termine. Il programma di acquisto titoli continuerà fino a che non si avranno miglioramenti sostanziali nel mercato del lavoro USA, ma non è stata fissata una soglia numerica sul tasso di disoccupazione. Terminati gli acquisti di titoli, il tasso FED resterà allo 0,25% fino a che la disoccupazione sarà sopra il 6,5% (e l'inflazione sotto il 2,5%).

Il tasso di disoccupazione USA è sceso al 7,6% a maggio, dal 9,9% nell'aprile 2010 (Grafico B). Al ritmo lento di riduzione degli ultimi 3 anni (-0,06 punti in media al mese), occorrono 18 mesi per raggiungere quel 6,5% che fa partire i rialzi dei tassi. Secondo questo profilo, la FED potrebbe



¹ Si veda Paul Krugman, *Rate Stories, The conscience of a Liberal*, 29 maggio 2013.

intervenire non prima di fine 2014; nelle previsioni della stessa FED il 6,5% si raggiunge tra fine 2014 e inizio 2015.

I prezzi al consumo non sono un ostacolo per il proseguimento della politica espansiva. Erano in decelerazione, all'1,4% annuo a maggio (dal 2,2% nell'ottobre 2012). La misura *core*, al netto di energia e alimentari, era all'1,7% (dal 2,3% nel maggio 2012). Entrambe le misure sono lontane dall'obiettivo del 2,0% e ancor più dal tetto del 2,5%, fissato dalla FED come livello al quale far scattare un rialzo dei tassi ufficiali. I timori degli analisti sui prezzi vanno caso-mai in direzione opposta, ovvero che si possa scivolare in un contesto deflazionistico (si veda il riquadro *Deflazione: una minaccia concreta per Italia ed Eurolandia, meno per gli USA*).

L'idea di legare la permanenza del tasso di interesse ufficiale allo 0,25% non più a un orizzonte di tempo (ad esempio, fino all'inizio del 2015) ma al verificarsi di un evento economico (ad esempio, disoccupazione sopra il 6,5%) è una novità apportata dalla FED nella gestione della politica monetaria nella riunione di dicembre 2012². Il problema del vecchio meccanismo consiste nel fatto che, se entro la data stabilita l'economia non è migliorata quanto atteso, la Banca Centrale si trova in difficoltà e deve spostare in avanti la scadenza, rischiando di perdere credibilità. Svantaggi del nuovo meccanismo possono essere l'arbitrarietà dei numeri posti come soglia e anche di creare più volatilità sui mercati, che diventano più reattivi alle notizie economiche sensibili (disoccupazione e inflazione).

I membri del FOMC stimano il tasso "normale" di disoccupazione un po' più in basso del livello obiettivo, tra il 5,2% e il 6,0%. Se si prende come riferimento il valore mediano di tale intervallo (5,6%), ciò significa che la FED ritiene che la disoccupazione deve scendere ancora di 2 punti prima che si possa innescare qualche spinta al rialzo sui prezzi e che, quindi, la politica monetaria debba cambiare segno, divenendo restrittiva. Al ritmo di riduzione registrato finora, occorrerebbero due anni e mezzo per raggiungere tale livello, ovvero bisognerà arrivare alla fine del 2015. Prima di allora saranno iniziati i rialzi dei tassi, ma l'idea è che a quel punto la ripresa economica sarà in grado di proseguire da sola.

Secondo molti analisti il lungo periodo di forte espansione monetaria negli USA accresce i rischi di futuri squilibri economici e finanziari e potrebbe causare un aumento delle aspettative di inflazione. Questa visione trova eco anche all'interno del FOMC, ma per il momento si tratta di una posizione minoritaria, difesa da un unico membro nella riunione di giugno. Dieci membri hanno votato per il proseguimento degli acquisti di titoli. Un altro ha votato contro preoccupato dall'inflazione bassa. Vari di loro si pongono già molti interrogativi e hanno accennato al problema dell'efficacia e dei costi delle misure quantitative di stimolo; perciò hanno previsto fin d'ora le linee guida per la cessazione dello sti-

² Si veda Tommaso Monacelli (2013), *Un tutor autostradale per la BCE*, lavoce.info.

molo monetario. Fuori del FOMC ci sono anche posizioni molto più negative sugli acquisti di titoli. Alcuni analisti ritengono che siano non solo potenzialmente dannosi, ma anche inutili, nel senso che non stanno generando una ripresa auto-sostenibile. È difficile ex-ante dire chi ha ragione. Basandosi sulla performance economica relativa di USA e Eurolandia, pur in contesti istituzionali e strutturali molto diversi, si potrebbe sostenere che la politica monetaria americana, più attivista, ha finora conseguito risultati migliori.

L'evoluzione più probabile è che gli acquisti di titoli vengano progressivamente frenati nei prossimi mesi, come indicato dallo stesso Presidente della FED, Ben Bernanke, dopo la riunione di giugno. Se la FED deve cessarli del tutto molto prima che il tasso di disoccupazione arrivi al 6,5%, il rallentamento può essere deciso già nelle prossime riunioni del FOMC. La sospensione finale degli acquisti potrebbe giungere alla metà del 2014, tra un anno. Ma questo vorrebbe dire che la ripresa è rimasta sui binari e quindi che la politica monetaria USA ha funzionato. Forse è più a questa parte piena del bicchiere che si deve guardare, anziché al fatto che ci siano contraccolpi (inevitabili) in termini di tassi di interesse a lungo termine.

Tassi FED ai minimi ancora a lungo

La FED mantiene il tasso ufficiale allo 0,25% da quattro anni e mezzo⁵, a fronte di una ripresa USA che prosegue. La disoccupazione non è ancora scesa sui livelli desiderati e i prezzi non destano preoccupazioni (+1,1% annuo in aprile, +1,7% la componente *core*). Perciò la FED lascerà i tassi ai minimi storici ancora a lungo, sicuramente in tutto l'orizzonte della previsione CSC. Nel 2014 si azzererà la differenza con il tasso ufficiale BCE, annullando il sostegno offerto all'euro rispetto al dollaro; il differenziale tra i due tassi sarà di 0,29 punti percentuali in media nel 2013 (da 0,63 nel 2012).

Negli USA il tasso interbancario è sceso allo 0,27% a giugno, da 0,31% a fine 2012. Nello scenario CSC si attesterà allo 0,26% in media nel 2013 e nel 2014 (da 0,43% nel 2012).

Il QE3 gonfia il bilancio FED

La FED prosegue il programma di acquisto di titoli pubblici e privati, che rappresenta la terza fase del *quantitative easing* (QE3) inaugurato nel 2009. Vengono acquistati *Treasury* e *Mortgage Backed Securities* per 85 miliardi di dollari al mese, fino a che ciò sarà necessario per migliorare il mercato del lavoro (si veda il riquadro *Politica monetaria USA iper-espansiva per almeno un altro anno*). L'ammontare finale degli acquisti è illimitato. L'obiettivo di tali acquisti è abbassare i tassi a lunga per sostenere la crescita, senza alimentare rischi di inflazione o bolle sui mercati, come riuscito nelle due precedenti fasi di QE.

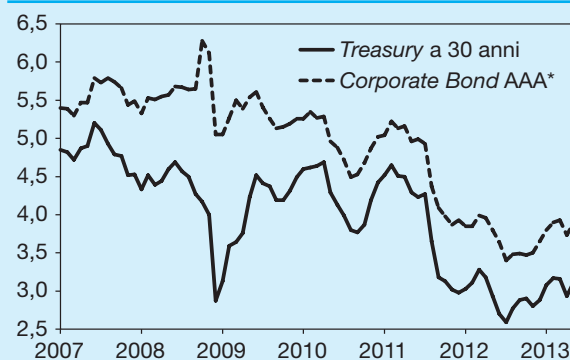
⁵ La FED ha fissato il tasso ufficiale nel range 0-0,25%.

A giugno l'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED è di 1.903 miliardi di dollari (55% dell'attivo). Nel complesso la Banca possiede titoli per 3.139 miliardi, tra cui 1.164 miliardi di MBS. La FED reinveste in titoli le somme incassate dal rimborso di quelli giunti a scadenza. Con il QE3 sta crescendo ulteriormente la dimensione del suo bilancio, arrivato a 3.449 miliardi a giugno (da 2.872 a novembre). La FED agisce anche sulla composizione, acquistando per lo più titoli federali a scadenze più lontane, per abbassare i tassi a lunga. A giugno l'ammontare di titoli con durata inferiore a un anno è azzerato, mentre quello di titoli con scadenza tra 1 e 5 anni è al 28,6% del totale, al 45,5% i titoli tra 5 e 10 anni e al 25,9% quelli oltre i 10 anni.

Gli acquisti FED di titoli hanno contribuito al calo dei rendimenti a lunga sui bond USA, sommandosi alla fuga degli investitori dalla crisi dei debiti in Euro-landia. Negli ultimi mesi i tassi USA sono saliti sopra i minimi storici dell'estate 2012. Il rendimento del *Treasury* trentennale è al 3,3% (minimo a 2,6% nel luglio 2012), quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA è al 4,1% (da 3,4%; Grafico 1.34). I tassi reali restano in territorio negativo e agiscono da stimolo agli investimenti: quelli misurati sui titoli decennali indicizzati all'inflazione sono al -0,1% a giugno (-0,8% a novembre).

Grafico 1.34

Tassi a lunga poco sopra i minimi storici
(USA, valori %, dati mensili)



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

Borse in salita in USA ed Europa Le quotazioni azionarie USA hanno registrato un deciso aumento dall'estate 2012: +23,0% a giugno rispetto al minimo del giugno 2012 (indice Standard&Poor's 500). Wall Street è ben oltre i livelli pre-crisi: i prezzi sono del +14,4% sopra i valori del gennaio 2007. Un aumento dei prezzi delle azioni si è avuto anche nei mercati europei. In Germania si è registrata una crescita superiore a quella USA (+37,7% nell'ultimo anno). Nel mercato azionario italiano, invece, l'aumento è stato più accidentato, anche se percentualmente non lontano da quello USA (+20,2% dal minimo del giugno 2012). Nel confronto con i valori pre-crisi le quotazioni di Borsa in Europa sono sempre più divergenti: in Germania sono del 44,9% sopra i valori pre-crisi, in Italia restano del 59,9% inferiori.

Euro vicino all'equilibrio

Durante i primi sei mesi del 2013 l'euro si è apprezzato nei confronti delle principali valute (+3,0% in termini effettivi nominali). In particolare si è apprezzato molto nei confronti dello yen (+5,8%) e della sterlina (+3,1%), in maniera trascurabile rispetto al dollaro (+0,3%). L'imponente impegno della Banca centrale giap-

ponese a risollevare l'economia nipponica e a liberarla dalla deflazione ha comportato un forte deprezzamento della sua valuta, riportandola sui livelli pre-crisi. In generale le Banche centrali della maggior parte dei paesi si sono impegnate a contrastare la debolezza congiunturale (si veda il riquadro, *Una falsa guerra delle valute?*). In realtà l'unica grande Banca centrale che non sta attuando un quantitative easing, la BCE, è proprio quella da cui l'economia dell'Area avrebbe maggior bisogno di interventi per rilanciare la crescita. In generale, però, la BCE ha fatto molto sia per proteggere la moneta unica nel momento di massima tensione (circa un anno fa, quando l'euro ha toccato il suo punto di minimo rispetto al dollaro a 1,23 nel luglio 2012) sia in termini di prestiti alle banche, per controbilanciare la siccità dei mercati interbancari. Attualmente il livello del cambio dollaro-euro (1,33) è prossimo a quello di equilibrio (secondo stime di Morgan Stanley).

Nello scenario CSC, nel corso del 2013 il cambio dollaro-euro si stabilizzerà a 1,30 per poi indebolirsi a 1,28 in quanto si prevede un taglio dei tassi di interesse da parte della BCE già a agosto 2013. Tale previsione sul cambio rafforza quella sull'economia reale, giacché una rivalutazione dell'euro nuocerebbe alla comunque debole ripresa europea.