



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**



**L'ESPANSIONE  
GLOBALE  
PROSEGUE**

**AFRICA DECISIVA:  
OPPORTUNITÀ  
E CRITICITÀ**

**Dicembre 2017 - N. 31**



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**

**L'ESPANSIONE  
GLOBALE  
PROSEGUE**

**AFRICA DECISIVA:  
OPPORTUNITÀ  
E CRITICITÀ**

**Dicembre 2017 - N. 31**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione è stata supervisionata da Luca Paolazzi. Il primo capitolo è stato coordinato da Francesca Mazzolari e realizzato da: Tullio Buccellato, Piergiorgio Carapella, Alberto Caruso, Alessandro Fontana, Gianluca Gallo, Teresa Gargiulo, Giovanna Labartino, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo, Massimo Rodà, Livio Romano, Francesca G.M. Sica. Il secondo capitolo è stato coordinato da Luca Paolazzi e realizzato da Mauro Sylos Labini (CSC e Università di Pisa) e Patrizia Mauro (Confindustria Assafrica & Mediterraneo).

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 6 dicembre 2017.

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

# INDICE

Premessa .....	pag. 5
<b>1. Le previsioni .....</b>	<b>» 11</b>
1.1 L'economia italiana .....	» 13
1.1.1 PIL e domanda interna .....	» 13
1.1.2 Scambi con l'estero .....	» 24
1.1.3 Credito .....	» 27
1.1.4 Occupazione, retribuzioni e CLUP .....	» 34
1.1.5 Prezzi e margini .....	» 38
1.1.6 Finanza pubblica .....	» 44
1.2 Il contesto internazionale.....	» 49
1.2.1 Commercio mondiale .....	» 49
1.2.2 Eurozona.....	» 52
1.2.3 Stati Uniti.....	» 53
1.2.4 Giappone .....	» 54
1.2.5 Regno Unito .....	» 55
1.2.6 Emergenti .....	» 56
1.2.7 Prezzi delle materie prime .....	» 60
1.2.8 Politiche monetarie .....	» 63
1.2.9 Tassi, Borse e cambi.....	» 67
<b>2. Africa: opportunità e criticità per lo sviluppo.....</b>	<b>» 69</b>
2.1 L'Africa tra presente e futuro.....	» 71
2.1.1 Un continente, molteplici diversità .....	» 71
2.1.2 Crescita e sviluppo: a che punto siamo.....	» 73

2.1.3 Lo scenario geopolitico.....	pag. 76
2.1.4 Cosa cambierà nei prossimi anni .....	» 80
2.2 Una partnership per lo sviluppo con l'Italia .....	» 82
2.2.1 Profondità strategica .....	» 82
2.2.2 Le opportunità per le imprese .....	» 86
2.3 Le politiche per un piano credibile per l'Africa .....	» 97
2.3.1 Europa e Italia.....	» 97
2.3.2 Il vantaggio dell'Italia e il ruolo di Confindustria e delle Associazioni.....	» 99

### *Riquadri*

Spinta ai consumi italiani da una ricchezza finanziaria che cresce e si ricompone ..	» 17
Mettere in Rete le forze conviene alle imprese italiane e al Paese.....	» 22
Luci (alcune) e ombre (molte) nei pagamenti delle pubbliche amministrazioni.....	» 30
Bassa inflazione: cause ed effetti per le imprese .....	» 41
Le Associazioni di Confindustria: partnership e servizi finanziari e legali per più investimenti privati in Africa.....	» 93

## PREMESSA

*People are raising  
Their expectations  
Go on and feed them  
This is your moment no hesitations.  
(Stanno crescendo le aspettative. Vai avanti e alimentare  
Questo è il tuo momento, niente esitazioni).  
Freshlyground e Shakira, Waka Waka, 2010*

*L'espansione globale* prosegue. La velocità è la più alta dal 2010 ed è in accelerazione sul finire del 2017.

Proseguirà robusta nel prossimo biennio. Solo incidenti di percorso, che materializzino uno dei tanti *rischi geopolitici* che affollano il panorama internazionale in questi tempi, potrebbero farla deragliare.

La sua *solidità* è basata soprattutto sul *ciclo mondiale* degli *investimenti*, che è partito nell'ultimo scorcio del 2016, come segnalato dal CSC fin da marzo<sup>1</sup>.

Era l'anello mancante per l'uscita economica dalla crisi. Una volta *innescato* non si ferma in breve tempo e tende ad autoalimentarsi, generando il reddito e la domanda che giustifica nuovi investimenti.

D'altra parte, la *costellazione di condizioni* per investire è molto propizia: la capacità produttiva è satura, i margini discreti, le attese di maggiore domanda molto positive, il costo del capitale (di debito e di rischio) ai minimi storici. La rivoluzione tecnologica nel segno della digitalizzazione spinge, poi, le imprese a modernizzare gli impianti. Sono fattori destinati a durare a lungo.

Il ritmo della crescita mondiale superiore alle attese è dovuto alla propulsione che il settore *manifatturiero* è tornato a fornire, nell'insieme dell'economia mondiale e in quasi tutti i maggiori paesi avanzati ed emergenti<sup>2</sup>. Anche questo traino tende ad autopropagarsi, attraverso gli impulsi che vengono trasmessi mediante le catene globali del valore.

La produzione e la domanda di beni di investimento e l'attività manifatturiera sono forti attrici di *scambi internazionali*, per come sono organizzate le filiere e per la specializzazione di alcune economie nella fabbricazione di macchinari e impianti (tra queste spiccano Germania e Italia).

<sup>1</sup> CSC (marzo 2017), *Congiuntura Flash*.

<sup>2</sup> CSC (2017), *Innovazione: gli effetti su lavoro e performance delle imprese. La posizione dell'Italia nelle catene globali del valore, Scenari industriali n. 8, Roma, SIPI.*

Questa attivazione spiega larga parte del più forte slancio del **commercio mondiale** registrato quest'anno, assieme al contributo aggiuntivo della maggiore crescita della domanda interna cinese, che è stata stimolata con misure espansive in vista del Congresso del Partito Comunista che si è tenuto in ottobre.

Mentre quest'ultima è destinata a rientrare, ora che l'appuntamento politico è passato, l'attivazione da investimenti e manifatturiero si prolungherà nel biennio di previsione. Inoltre, a sostegno della più vivace dinamica degli scambi giocano sia la robusta crescita nell'**Euro area**, dove massima è l'integrazione tra le economie e fitta la rete di commerci e filiere, sia l'aumento del potere d'acquisto dei paesi esportatori di **materie prime**, grazie alla significativa risalita delle quotazioni delle commodity.

Il commercio mondiale, poi, fa da volano alla ripresa globale, distribuendo gli **impulsi espansivi** tra i diversi paesi, che stanno partecipando sempre più coralmemente e con ritmi che si uniformano verso l'alto.

L'**Italia** partecipa pienamente al maggiore impeto della crescita globale, da un lato attraverso l'ottima performance dell'**export** (che da alcuni anni sta guadagnando quote di mercato), dall'altro attraverso l'incremento degli **investimenti** (incentivati dalle lungimiranti misure governative).

È riuscita a restringere, ma non a chiudere, il **divario** nell'incremento del PIL con il resto dell'Euro area. Resta ampia la distanza dal picco pre-crisi.

Nel propiziare, prima, e nel mantenere stabile, poi, il contesto positivo le **Banche centrali** hanno giocato e giocheranno un ruolo decisivo, con politiche monetarie straordinariamente lasche per avviare la ripresa e con una normalizzazione graduale, paziente e prudente per consolidarla.

La **FED** continuerà passo dopo passo ad alzare i tassi e a ritirare la liquidità iniettata con l'acquisto di titoli.

La **BCE** inizierà a diminuire gli acquisti e li manterrà almeno fino a tutto il 2018, mentre solo nel 2019 ritoccherà i tassi. Le conseguenze sul costo del denaro, però, si faranno sentire prima: i mercati tendono ad anticipare gli effetti.

Quali **ricadute** ci saranno sull'economia dal denaro non più a costo nullo o quasi? Limitate, perché questo sarebbe il riflesso della ritrovata **forza dell'economia**: il paziente, cioè, non avrebbe più bisogno della terapia intensiva.

Potrebbero, invece, risentirne i mercati finanziari, che hanno **quotazioni "ricche"**, per usare un eufemismo coniato dalla Presidente FED, Janet Yellen. Non è una bolla, ma una sopravvalutazione giustificata, appunto, dai tassi a breve così bassi. Una ritirata scomposta delle quotazioni azionarie e obbligazionarie creerebbe sicuramente turbolenze, ma non tali da far deragliare l'economia mondiale, visti i suoi solidi fondamentali.

Uno di questi è l'**inflazione inconsistente**, che permette di pilotare il rialzo del costo del denaro in modo molto dosato. L'aumento straordinariamente contenuto dei prezzi al consumo ha, come già più volte segnalato, origini sia congiunturali sia strutturali.

Tra quelle congiunturali e che regrediranno, lasciando avvicinare l'inflazione all'obiettivo delle Banche centrali, ci sono la forte e prolungata caduta dei prezzi delle materie prime, l'ampio bacino di **persone senza lavoro** o sottoccupate e le radicate, dopo anni di crisi, aspettative di bassa dinamica dei prezzi.

**Concorrenza globale** e rapido e pervasivo **progresso tecnologico** sono i freni che agiscono strutturalmente sulla formazione dei prezzi, anche di quello del lavoro. Formano una sorta di tetto all'aumento dell'inflazione.

L'inflazione persistentemente bassa ha alcune importati **ripercussioni** sul sistema economico: tiene alti i tassi di interesse reali, rende più complesso il rientro dalle posizioni debitorie (nel pubblico come nel privato), impone alle imprese di non trasferire a valle gli aumenti dei costi, mantenendo così sotto pressione i margini delle aziende.

La forza della crescita globale sta ridimensionando l'importanza dell'**incertezza politica** sulla stessa congiuntura economica. Nonostante i recenti **risultati elettorali** rendano più complicata la governabilità perfino in Germania, domanda e produzione continuano ad avanzare apparentemente imperterrite.

Una spiegazione è che il **peso** dell'incertezza è più alto nelle fasi di recessione o stagnazione, quando si aggiunge a difficoltà oggettive e non solo percepite, e là dove ci sono altre **debolezze istituzionali** (inefficienza della burocrazia, lentezza della giustizia, e così via).

D'altra parte, l'**instabilità politica** e le misure demagogiche prese per motivi di consenso seminano una pianta i cui frutti maturano nel medio-lungo periodo, operando attraverso l'abbassamento del **potenziale di crescita**, anche per la mancata approvazione di quelle riforme che, al contrario, tale potenziale elevano.

Questo si applica particolarmente all'Italia, sia come spiegazione delle origini antiche del suo **male di lenta crescita** sia come rischio di non perseverare nella prossima legislatura lungo le linee di politica economica e di cambiamento faticosamente intraprese negli ultimi anni.

In questo senso, le prossime **elezioni politiche** si presentano come un test molto rilevante e disegnano per il Paese una biforcazione tra il proseguire lungo il cammino delle riforme o non far nulla (che, in termini relativi, vuol dire arretrare), se non proprio tornare indietro.

Quel che è certo è che la **chiarezza** degli obiettivi e la **semplicità** degli strumenti, perseguiti e adottati con coerenza per un periodo protratto, incoraggiano gli investimenti e i consumi perché forniscono un ancoraggio alle aspettative positive.

Nel quadro internazionale, infine, ci sono **due rischi** non incorporati nelle previsioni del CSC. Un maggior rincaro del petrolio e il rafforzamento dell'euro.

Un **petrolio** più caro, se deriva dalla robustezza della domanda mondiale, come sarebbe il caso nel prossimo biennio (non c'è pericolo di scarsità d'offerta, ma c'è contingentamento, con il rinnovo del taglio OPEC), è segnale di salute e quindi non deve preoccupare.

Tuttavia, non può mancare di ricomporre i **prezzi relativi** e le ragioni di scambio e quindi la domanda finale, a favore dell'export (per il maggior reddito reale dei paesi esportatori) e a discapito di consumi e investimenti (data l'erosione del potere d'acquisto delle famiglie e dei margini delle imprese).

Il **rafforzamento dell'euro**, invece, opera in direzione opposta, penalizzando le vendite all'estero e accrescendo la capacità di acquisto interna, con impatto netto negativo. Il CSC ha stimato che, rispetto allo scenario base, un cambio nominale effettivo dell'euro più forte del 5% comporta un minor PIL italiano di 3 decimi di punto percentuale nell'arco di ventiquattro mesi.



Considerati i dati nel frattempo usciti, i provvedimenti della Legge di bilancio e le prospettive internazionali migliori, il CSC rivede verso l'alto la stima di crescita del **PIL dell'Italia** nel 2018 all'1,5% (dall'1,3% di settembre) e si attende un rallentamento contenuto nel 2019, all'1,2%<sup>3</sup>.

Permangono rischi al rialzo, legati in particolare a una ripartenza più forte degli investimenti pubblici e a un miglioramento del credito a sostegno di quelli privati. Inoltre, l'**export** potrebbe avere una dinamica superiore alle attese grazie alla specializzazione italiana. Vi è infine un aspetto statistico che riguarda l'andamento delle **scorte**, che dopo il calo estivo, a indicazione di una dinamica della domanda ben più forte dell'offerta, potrebbero rimbalzare a fine anno, dando un contributo positivo al PIL che si evidenzerebbe soprattutto nel 2018. D'altronde gli indicatori qualitativi finora disponibili puntano a una variazione nel quarto trimestre che potrebbe rivelarsi superiore al profilo stimato dal CSC.

Viene rivista all'insù anche la **dinamica occupazionale**. La performance del mercato del lavoro, infatti, supera le attese e conferma che il recupero in atto non lascia indietro i lavoratori. L'occupazione, infatti, è l'unica variabile economica insieme all'export ad aver superato il picco pre-crisi.

Ciò non significa che il peggio sia alle spalle: a **7,7 milioni** di persone manca ancora lavoro, in tutto o in parte.

Soprattutto allarmante è la questione della bassa **occupazione giovanile** che, diversamente dal passato, si trasforma in emigrazione. L'uscita di giovani dal Paese, molti dei quali diplomati e laureati, è proseguita anche nel 2016 e con flussi accresciuti significativamente: 61mila tra i 18 e i 39 anni, con +19,1% sul 2015, mentre il totale è stato di 115mila, con +12,0%. I laureati di ogni età che se ne sono andati sono stati 25mila.

Il recupero dell'economia italiana continua a non ricevere il supporto del **sistema bancario**: i prestiti, anche tenuto conto della cessione delle sofferenze, rimangono fermi, se non in retromarcia. Mentre i lunghi **tempi di pagamento**, sia del pubblico sia tra privati, determinano un fabbisogno di capitale circolante elevato in modo anomalo rispetto agli standard internazionali.

D'altra parte, le imprese hanno ben colto che le sfide del "nuovo normale" richiedono un **salto culturale** nella gestione aziendale e l'adozione di strategie rivolte alla crescita quantitativa e qualitativa. Lo straordinario successo dei contratti di Rete, che hanno ormai assunto dimensioni tali da essere macroeconomicamente rilevanti, testimonia quanto questa presa di coscienza si stia diffondendo, grazie agli stessi risultati che le Reti danno, in termini di maggiore incremento sia degli occupati sia del fatturato.

Infine, i **conti pubblici** italiani proseguono lungo il sentiero del risanamento e il debito pubblico ha iniziato a ripiegare.

Il fatto che l'insieme dei debiti pubblici e privati sia molto contenuto in rapporto al PIL rispetto a tutte le altre maggiori economie (ad esclusione della Germania) e che l'Italia sia, attraverso il surplus di bilancia corrente, fornitrice netta di risparmio alle altre nazioni non deve essere un alibi per interrompere l'azione di **revisione della spesa** e di ridisegno dell'intervento dello Stato, in modo da aumentarne efficacia ed efficienza e sottrarre il Paese dal rischio di crisi di fiducia destabilizzanti.

Tra le sfide di medio-lungo periodo per l'Italia ha un posto importante la sua relazione con l'**Africa**.

<sup>3</sup> Per i dettagli delle previsioni si rinvia al Capitolo 1.

Il continente ha di fronte **opportunità** e **criticità** senza precedenti nella sua storia.

Nei primi tre lustri del **nuovo millennio** la sua economia è cresciuta in modo sostenuto lasciandosi alle spalle un quarto di secolo di stagnazione e arretramento nel reddito pro-capite.

Diversamente da quello che è successo negli emergenti asiatici, non è stata l'industrializzazione a trainare lo sviluppo, ma la **transizione** dall'agricoltura al terziario. Ciò consente ad alcune economie africane di essere meno dipendenti dalla domanda estera.

**Senza industria**, però, la produttività cresce più lentamente e non è facile prevedere quale modello economico possa garantire un ulteriore e prolungato sviluppo.

Giocherà un ruolo cruciale la **demografia**. Con 1 miliardo e 256 milioni di abitanti (il 17% della popolazione mondiale) l'Africa è già un gigante. E lo sarà sempre di più nei prossimi decenni: nel 2050 la popolazione sarà esplosa a 2 miliardi e 528 milioni e, demograficamente, un quarto del pianeta sarà africano.

Se in questo stesso lasso di tempo, assieme al dividendo del forte incremento degli abitanti, il **PIL pro-capite** raggiungesse quello odierno della Cina, l'economia africana avrebbe una stazza cinque volte superiore a quella di oggi. Nel medesimo periodo, il PIL dei paesi avanzati crescerà poco più di due volte.

Tutto ciò fa comprendere quali **questioni ambientali** e **migratorie** si palesano e rende evidente che le relazioni economiche e politiche con l'Africa sono e saranno decisive.

L'Italia ha ulteriori ragioni (geografiche, demografiche e geopolitiche) per rafforzarle. Deve farlo insieme ai principali alleati europei e proponendosi come **attore principale** nella partnership Africa-UE, rinnovata a fine novembre 2017 al summit di Abidjan. Anche perché Stati Uniti e Cina, che da tempo perseguono con efficacia chiare strategie per l'Africa, rappresentano protagonisti con i quali è difficile competere senza l'intervento UE.

Confindustria propone un **piano italiano per l'Africa** che integri gli obiettivi europei e del quale essa stessa sarebbe primattrice. Le principali azioni del piano sono: la formazione linguistica, tecnica e manageriale di giovani africani all'interno di aziende italiane; la diffusione di scuole superiori per dirigenti industriali e bancari africani; il finanziamento di start up industriali nei paesi del continente; l'utilizzo dell'immigrazione africana in Italia come agente di conoscenza e sviluppo dei mercati locali.

In questo modo l'Italia si propone come **ponte** tra l'Europa e l'Africa, un ruolo che naturalmente può giocare con successo.

# 1 LE PREVISIONI

## Sommario

- PIL e domanda interna** – Il CSC conferma la crescita del **PIL** italiano all'1,5% nel 2017 e la rialza all'1,5% nel 2018 (da +1,3%). Nel 2019 stima +1,2%. I **consumi** sono previsti in aumento dell'1,5% nel 2017, dell'1,3% nel 2018 e dell'1,1% nel 2019. In robusta espansione gli **investimenti**: +3,4% quest'anno, +3,3% il prossimo e +2,4% nel 2019. La spesa in macchinari e mezzi di trasporto continua ad avanzare a ritmo sostenuto: rispettivamente +5,3%, +4,4% e +2,6%. Si conferma l'avvio del recupero degli investimenti in costruzioni: +1,2% nel 2017, +2,0% nel 2018 e +2,2% nel 2019.
- Scambi con l'estero** – L'**export** cresce ad alti ritmi: dopo +5,2% quest'anno, +4,2% nel 2018 e +3,7% nel 2019. Guadagna ancora quote di mercato. È sostenuto dal rafforzamento degli scambi globali. L'**import** sale velocemente: +5,5%, +4,4% e +3,6%, alimentato dalla stessa robusta performance delle esportazioni, che incorporano beni e servizi acquistati all'estero, e dalla risalita degli investimenti. Nel 2019 il livello del commercio estero sarà molto maggiore dei massimi pre-crisi del 2007: +20,1% l'export e +10,4% l'import. Restano alti i **surplus commerciale** e corrente (3,4% e 2,5% del PIL nel 2019) e, quindi, prosegue la rapida riduzione del debito estero.
- Credito** – Il credito alle **imprese** continua a non supportare la ripresa economica. Vari fattori favoriscono le erogazioni, come l'azione espansiva BCE, ma altri agiscono in direzione contraria, come la perdurante incertezza regolatoria e l'accresciuta avversione al rischio delle banche. I tassi sono ai minimi e la **domanda** di prestiti delle imprese è ai valori pre-crisi, ma l'**offerta** resta molto selettiva. I prestiti alle **famiglie**, invece, sono in crescita (+2,3% annuo), con un'offerta in allentamento e una domanda in forte espansione.
- Occupazione, retribuzioni e CLUP** – Nel 2018 e nel 2019 l'**occupazione** sale dell'1,1% e dell'1,0% (+500mila ULA aggiuntive), dopo il +1,2% del 2017 (+1,4% nel 2016). Le persone occupate, dopo il +1,1% registrato nell'anno in corso, cresceranno dell'1,0% nel 2018 e di un altro 0,9% nel 2019; alla fine del biennio previsivo saranno di 370mila unità oltre il picco della primavera 2008. Il tasso di disoccupazione scenderà al 10,9% nel 2018 e al 10,5% nel 2019, dall'11,3% del 2017. La vera emergenza sono i **giovani**: il tasso di occupazione per i 15-34enni è al 40,5%, molto più basso che nella media dell'Eurozona. La variazione delle **retribuzioni** di fatto continuerà a essere principalmente alimentata da quella delle contrattuali, ma la sopravvanzerà come già nel biennio precedente. A fronte del rialzo dell'inflazione, le retribuzioni reali avanzeranno lievemente nel biennio 2018-2019 (+0,1% cumulato), dopo il +1,6% tra 2013 e 2017. Il **CLUP** sale sia nel 2018 sia nel 2019.
- Prezzi e margini** – L'**inflazione** è prevista in graduale aumento, rispetto allo 0,9% di novembre, attestandosi all'1,0% medio nel 2018 e all'1,3% nel 2019. Risale lentamente la dinamica dell'indice al netto di energia e alimentari, dal minimo di +0,3% toccato a novembre. Di nuovo limitati, ma su discreti livelli, i margini delle imprese, a causa del rincaro di commodity e CLUP.
- Finanza pubblica** – Il **deficit pubblico** scende quest'anno al 2,1% del PIL, dal 2,5%, e all'1,7% nel 2018. Risale all'1,9% nel 2019. Le previsioni CSC includono la manovra di bilancio 2018

ed escludono le clausole di salvaguardia per il 2019. Scende il rapporto tra **debito pubblico** e PIL: 131,6% quest'anno (132,0% nel 2016), 130,5% nel 2018 e 129,6% nel 2019. La composizione della manovra sostiene la crescita. Sarà compito della prossima legislatura accelerare sulla strada delle riforme, per accrescere il potenziale di crescita del Paese e accelerare il rientro del debito pubblico.

- **Commercio mondiale** – Si rafforza la crescita degli **scambi globali**, trainata da manifatturiero e investimenti. Le previsioni sono +4,3% nel 2017, +3,9% nel 2018 e +3,6% nel 2019.
- **Eurozona – Forte espansione** nel 2017. Consumi e investimenti accelerano e il CSC rivede al rialzo l'aumento del PIL per il 2017 (+2,4%) e per il 2018 (+2,1%), con un graduale riallineamento verso il sentiero di crescita potenziale nel 2019 (+1,9%).
- **Stati Uniti** – Prosegue sopra le attese l'espansione grazie alla tenuta dei consumi e all'accelerazione degli investimenti. Il CSC stima l'aumento del **PIL** al 2,3% nel 2017, al 2,5% nel 2018 e al 2,1% nel 2019.
- **Giappone** – PIL 2017 in accelerazione grazie alla domanda estera e agli investimenti privati. L'espansione della **produzione industriale** sta tirando la crescita.
- **Regno Unito** – Invariate le previsioni rispetto a settembre per il 2017 (+1,6%) e ritoccate al ribasso quelle per il 2018 (+1,3% da +1,5%); ritmo che resterà invariato nel 2019. Consumi deboli.
- **Emergenti** – Invariata la stima di crescita per il 2017 e il 2018, rispettivamente a +4,7% e +4,8%; per il 2019 il CSC prevede un'accelerazione a +4,9%. La **Cina** avanza lungo la traiettoria di atterraggio morbido, con leggera revisione al rialzo per il 2017 e il 2018 (+6,7% da +6,6% e +6,4% da +6,2%) e con graduale rallentamento nel 2019 (+6,1%). Riviste al ribasso le previsioni per il 2017 dell'**India** (+6,7% da +7,3%); nel 2018 la crescita tornerà su ritmi più elevati (invariata a +7,4%; poi +7,5% nel 2019). Risolta l'incertezza sulla tenuta della Presidenza Temer e grazie all'aumento dei prezzi delle commodity, il **Brasile** cresce oltre le attese: +0,6% nel 2017, +2,0% nel 2018 e +2,5% nel 2019. Bene anche la **Russia**: +1,9% nel 2017, +2,0% nel 2018 e +1,6% nel 2019.
- **Prezzi delle materie prime** – Il prezzo del **petrolio** è salito all'obiettivo OPEC e il CSC stima 63 dollari nel 2018 (da 54 nel 2017) e 65 nel 2019. L'estrazione USA cresce, mentre l'OPEC e vari paesi non-OPEC hanno prolungato il congelamento della produzione. Nel 2017 i prezzi delle altre **materie prime** sono stati volatili e divergenti, a causa di un equilibrio precario tra domanda e offerta; nel prossimo biennio sono previsti rincari molto limitati.
- **Politiche monetarie** – I tassi **BCE** resteranno fermi ai minimi nel 2018 e per buona parte del 2019; nell'ultimo trimestre di quell'anno si avrà il primo rialzo. Il QE, già prolungato fino al settembre 2018 a un ritmo mensile più basso, secondo il CSC terminerà nei primi mesi del 2019. La **FED** prosegue il rialzo dei tassi: il CSC ne sconta uno a dicembre (a 1,25-1,50%), due nel 2018 e uno nel 2019. Ha iniziato a ridurre gradualmente l'enorme stock di titoli in bilancio (4.239 miliardi di dollari).
- **Tassi, Borse e cambi** – I tassi americani a lungo termine sono in salita, ma restano sotto i massimi di fine 2016 (*Treasury* decennale al 2,4%), le Borse continuano a lievitare (S&P 500 +15,3% da inizio anno). L'**euro** è scambiato a 1,18 sul dollaro (in media nell'ultimo mese): è rafforzato dalla robusta ripresa europea, mentre la maggiore incertezza politica non turba i mercati.

## 1.1 L'economia italiana

### 1.1.1 PIL e domanda interna

**Si rafforza il recupero** Dopo il +0,9% nel 2016, il CSC stima che il PIL italiano chiuderà il 2017 con un aumento dell'1,5% e prevede che crescerà dell'1,5% anche nel 2018 (rivisto al rialzo dall'1,3% di settembre) e dell'1,2% nel 2019.

**Slancio dalla crescita globale** Nello scenario CSC l'economia italiana coglie appieno l'irrobustimento della crescita mondiale e degli scambi internazionali sia attraverso l'ottimo andamento delle esportazioni sia attraverso l'incremento degli investimenti, a loro volta sostenuti da migliori aspettative di domanda oltre che dagli incentivi fiscali che resteranno in vigore per quasi tutto l'orizzonte previsivo. Dal punto di vista dell'offerta, il manifatturiero rappresenta il motore principale della crescita.

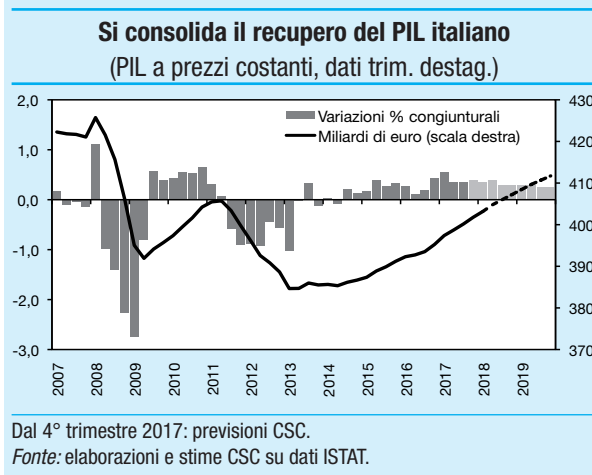
**Sei anni di crescita** L'andamento positivo del PIL italiano nel triennio 2017-19 segue tre anni consecutivi di recupero dal minimo toccato nel 2013 (Grafico 1.1). Stando ai nuovi profili di crescita, l'economia italiana è uscita tecnicamente dalla recessione nel 2014 (+0,1%) e ha accelerato il passo dal 2015 (+1,0%). Nel 2019 il PIL italiano avrà più che compensato la caduta registrata nella seconda recessione (-4,5% tra 2011 e 2013), ma sarà ancora al di sotto del 2,9% rispetto al livello del 2007. Il recupero completo avverrebbe nel 2021, se la crescita proseguisse a un ritmo medio dell'1,0% annuo.

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Variazioni %)					
	2016	2017	2018	2019	Trend
Prodotto interno lordo	0,9	1,5	1,5	1,2	↘
Consumi famiglie residenti	1,5	1,5	1,3	1,1	↘
Investimenti fissi lordi	2,7	3,4	3,3	2,4	↘
<i>in macch. e mezzi di trasp.</i>	4,4	5,3	4,4	2,6	↘
<i>in costruzioni</i>	1,1	1,2	2,0	2,2	↘
Esportazioni di beni e servizi	2,4	5,2	4,2	3,7	↘
Importazioni di beni e servizi	3,1	5,5	4,4	3,6	↘
Saldo commerciale <sup>1</sup>	3,6	3,4	3,3	3,4	↘
Occupazione totale (ULA)	1,4	1,2	1,1	1,0	↘
Tasso di disoccupazione <sup>2</sup>	11,7	11,3	10,9	10,5	↘
Prezzi al consumo	-0,1	1,2	1,0	1,3	↘
Retribuzioni totale economia <sup>3</sup>	0,7	0,7	1,3	1,1	↘
Saldo primario della PA <sup>4</sup>	1,5	1,7	1,9	1,7	↘
Indebitamento della PA <sup>4</sup>	2,5	2,1	1,7	1,9	↘
Debito della PA <sup>4</sup>	132,0	131,6	130,5	129,6	↘

<sup>1</sup> Fob-fob, valori in percentuale del PIL; <sup>2</sup> valori percentuali; <sup>3</sup> per ULA; <sup>4</sup> valori in percentuale del PIL che per il 2019 escludono l'attivazione degli aumenti delle aliquote IVA.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

Grafico 1.1



**Buona chiusura 2017** Il PIL nel quarto trimestre di quest'anno è previsto avanzare di un altro 0,4% (da +0,3% indicato tre mesi fa), ossia quanto nel terzo. La revisione al rialzo di un decimo non modifica significativamente la variazione del PIL nel 2017 ma si trasmette quasi interamente sulla crescita dell'anno prossimo; è spiegata dall'ulteriore progresso degli investimenti, a fronte di consumi che aumentano in misura più contenuta, stando agli indicatori qualitativi.

Tali indicatori puntano a una buona chiusura del 2017, che potrebbe rivelarsi superiore a quella inglobata nelle previsioni del CSC, e preannunciano che la crescita si protragga a buon ritmo anche l'anno prossimo, nonostante il rallentamento atteso degli scambi internazionali. Nel 2019 la dinamica del PIL italiano è prevista assestarsi su un passo leggermente inferiore, anche per il graduale ridimensionamento della spinta proveniente dagli investimenti. La spesa delle famiglie nell'orizzonte previsivo si muoverà in linea con la crescita del reddito disponibile reale, che trarrà alimento dal positivo andamento dell'occupazione ma sarà erosa nel 2019 dalla risalita dell'inflazione.

Sulla variazione annua del PIL il diverso numero di giornate lavorative (-2 nel 2017 e +3 nel 2018) ha un impatto negativo quest'anno (mezzo decimo di punto) e positivo il prossimo (un decimo). Il 2019 avrà invece lo stesso numero di giorni lavorativi del 2018.

Nello scenario CSC permangono rischi al rialzo. Per esempio, la ripartenza degli investimenti pubblici potrebbe rivelarsi superiore a quanto ipotizzato; i fondi a disposizione giustificerebbero uno slancio maggiore, se si sbloccassero i problemi regolatori (soprattutto quelli relativi al codice degli appalti). Inoltre, un miglioramento del credito bancario sosterebbe gli investimenti privati. Anche l'export potrebbe avere una dinamica superiore alle attese grazie alla specializzazione italiana. Vi è poi un aspetto statistico che riguarda l'andamento delle scorte nella seconda metà del 2017: nelle stime di contabilità nazionale queste risultano diminuite molto nel terzo trimestre (-0,5%), a indicazione di una dinamica della domanda ben più forte dell'offerta; nel quarto potrebbero rimbalzare, dando un contributo positivo al PIL che si sentirebbe soprattutto nel 2018.

La maggiore dinamica del PIL italiano, osservata e attesa mantenersi, restringe il differenziale di crescita rispetto al resto dell'Area euro, ma non lo chiude affatto: da 0,9 punti percentuali nel 2017 scende a 0,6 l'anno prossimo e risale a 0,7 nel 2019.

### *Indicatori qualitativi*

**Fiducia ai massimi** L'indice composito di fiducia delle imprese del manifatturiero, delle costruzioni, dei servizi di mercato e del commercio al dettaglio (ESI) ha mostrato un andamento crescente a partire dalla seconda metà del 2016, accelerando soprattutto dalla scorsa primavera. In autunno ha toccato i livelli più elevati dal 2007, coerenti con una variazione del PIL che potrebbe raggiungere il +0,5% congiunturale. Nella media di ottobre e novembre è pari a 112,0, contro il 108,5 nel terzo trimestre (era a 103,8 nel terzo 2016). Nel manifatturiero, in particolare, l'indice di fiducia si è attestato nell'ultimo bimestre su livelli nettamente superiori rispetto alla

media dei mesi estivi (saldo a 5,5, massimo dall'estate 2007, da 3,6 nel terzo trimestre) con valutazioni più favorevoli su ordini e produzione, corrente e attesa.

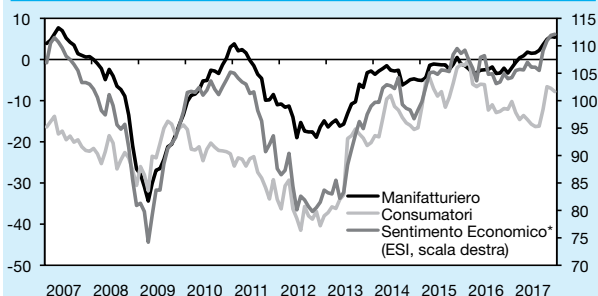
La fiducia dei consumatori ha invertito rotta nell'estate 2017, inanellando una serie di incrementi, con una battuta d'arresto in novembre. Nella media ottobre-novembre l'indice si è comunque attestato sui livelli più elevati da oltre un anno: saldo a -7,4 da -11,6 in estate (-15,5 in primavera; Grafico 1.2).

Anche tra i direttori degli acquisti delle imprese le valutazioni sulle condizioni economiche nell'ultimo anno sono significativamente migliorate, in linea con i progressi registrati dal PIL. Il PMI Markit composito (che sintetizza la dinamica complessiva di manifatturiero e servizi) in ottobre-novembre si è collocato a 55,0, mezzo punto in meno rispetto al terzo trimestre, quando però aveva raggiunto il livello più alto dal 2007 (Grafico 1.3). La battuta d'arresto dell'indice generale è spiegata dal ripiegamento di quello del terziario dal picco pluriennale toccato in estate; il PMI manifatturiero, invece, ha registrato un ulteriore progresso.

L'indicatore OCSE, che delinea le svolte del ciclo economico con un anticipo di circa un semestre, è aumentato dello 0,4% congiunturale nel terzo trimestre (dopo il +0,1% nel secondo), ritornando su livelli superiori alla media di lungo periodo (100,4) e lasciando intravedere una buona dinamica del PIL almeno fino all'estate del 2018.

Grafico 1.2

**Italia: fiducia in rapido aumento**  
(Saldi delle risposte e indice, media di lungo periodo=100, dati mensili destag.)

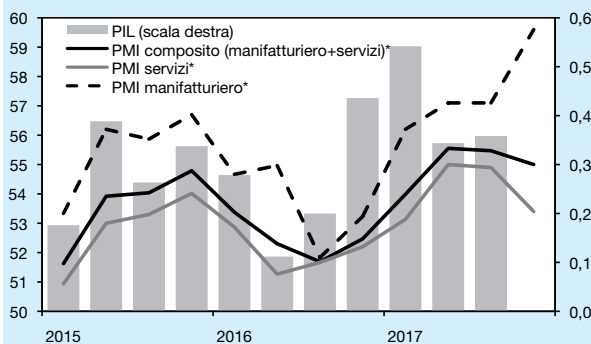


\* Formato dagli indici di fiducia tra le imprese manifatturiere, edilizie, del commercio al dettaglio, degli altri servizi e dei consumatori.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Grafico 1.3

**PIL in buona crescita anche nel 4° trimestre**  
(Italia, PMI, indici e var. % cong., soglia 50=nessuna var. cong., dati trim. destag. a prezzi costanti)



\* PMI nel 4° trimestre 2017: ottobre-novembre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e IHS-Markit.

## Consumi

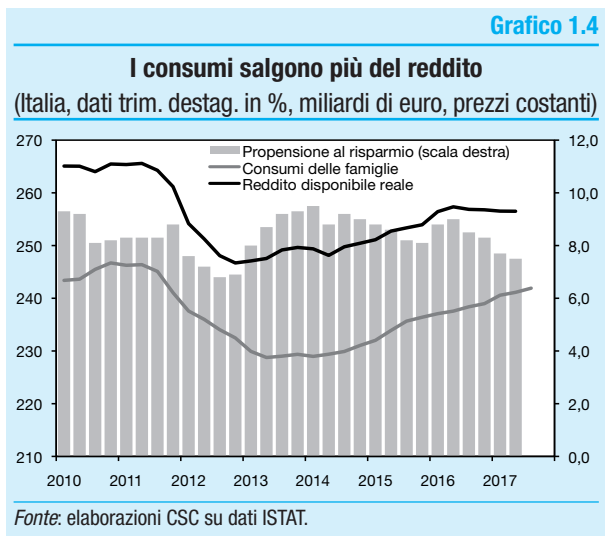
**Prosegue la crescita...** La spesa delle famiglie italiane, dopo un +1,5% sia nel 2016 sia nel 2017, continuerà ad aumentare a un ritmo gradualmente più lento: +1,3% nel 2018 e +1,1% nel 2019.

I consumi sono in crescita dall'autunno del 2013 e da allora hanno registrato una variazione cumulata del 5,5%, con un +1,2% nei primi nove mesi del 2017. A fronte di un reddito disponibile reale delle famiglie rimasto sostanzialmente piatto tra metà 2016 e primavera 2017, il loro incremento è avvenuto sacrificando il risparmio. La cui quota percentuale sul reddito disponibile è calata in tale periodo di 1,5 punti, al 7,5%, un valore non lontano dal minimo storico del 6,8% toccato nell'estate del 2012 e ben al di sotto del 12,3% medio registrato tra 2000 e 2007 (Grafico 1.4).

L'aumento dei consumi superiore a quello del reddito stride con il peggioramento della fiducia dei consumatori avvenuto nel medesimo arco di tempo, ma la spiegazione sta nel fatto che l'andamento calante dell'indice generale è stato determinato prevalentemente dalle componenti relative al clima economico generale e al clima futuro; mentre il clima personale, che è più strettamente correlato alle decisioni di spesa delle famiglie, ha mantenuto un profilo più regolare, coerente con una dinamica dei consumi di crescita graduale. La tenuta dei consumi avviene facendo anche più ricorso al credito al consumo. Quest'ultimo ha favorito gli acquisti di beni durevoli, con un recupero particolarmente marcato per le auto.

Gli acquisti di beni durevoli sono d'altronde la componente dei consumi più ciclica e più elastica alle variazioni del reddito. Dal 2013 al 2017 sono aumentati del 26,5% a fronte di variazioni molto più contenute della spesa in servizi (+5,9%) e in beni non durevoli (+1,4%). L'incremento degli acquisti di beni durevoli ha compensato in larga parte la profonda caduta che si era avuta nei cinque anni precedenti: -27,8% tra 2007 e 2013.

**... a ritmo basso anche a fine 2017** Gli indicatori quantitativi e qualitativi disponibili fino a novembre segnalano una dinamica dei consumi ancora debole, dopo il +0,3% registrato nei mesi estivi. In novembre le immatricolazioni di auto sono aumentate dello 0,8% su ottobre (da -4,5% su settembre) e l'acquisito nel quarto trimestre è di -1,9%, dopo il +4,0% nel terzo. L'indice ICC (Confcommercio) è sceso dello 0,2% in ottobre (+0,3% in estate), mentre la fiducia rilevata dall'ISTAT, dopo essere aumentata per cinque mesi di fila, spinta da giudizi e attese sulla situazione economica delle famiglie e sull'opportunità attuale di risparmio, ha ripiegato in novembre (-1,7 punti su ottobre, dopo +10,3 punti cumulati da giugno), pur restando sui valori più elevati





da inizio 2016. Il saldo dei giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni di consumo si è, invece, attestato su livelli superiori rispetto a quelli dei trimestri precedenti di quest'anno.

Nel prossimo biennio a favore di ulteriori progressi della spesa delle famiglie agiranno diversi fattori: l'incremento in termini reali del reddito disponibile (a fronte di un aumento solo marginale del tasso di risparmio), il positivo andamento del mercato del lavoro e l'erogazione di credito alle famiglie. Inoltre, a supporto della crescita dei consumi agisce anche l'aumento e la ricomposizione della ricchezza finanziaria delle famiglie (si veda il riquadro *Spinta ai consumi italiani da una ricchezza finanziaria che cresce e si ricompone*). L'eventuale ricostituzione di più elevati livelli di risparmio costituisce, invece, un rischio al ribasso rispetto allo scenario previsivo.

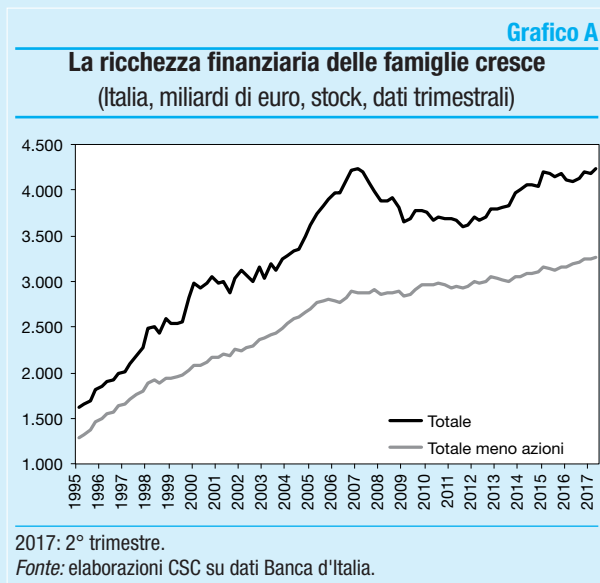
### Spinta ai consumi italiani da una ricchezza finanziaria che cresce e si ricompone

La ricchezza finanziaria delle famiglie in Italia sta crescendo e si sta riportando ai picchi pre-crisi: 4.229 miliardi di euro nel 2° trimestre 2017, +127 miliardi rispetto a dodici mesi prima.

Il minimo era stato toccato a 3.590 miliardi nel 3° trimestre 2011, mentre il massimo storico è di 4.240 miliardi a inizio 2007 (Grafico A). L'effetto ricchezza supporta la crescita dei consumi, insieme alla spinta che viene dall'aumento reale dei redditi.

La ricchezza finanziaria è sostanzialmente data dalla somma dei risparmi, passati e presenti, accumulati dalle famiglie, aggiustati per le variazioni dei prezzi di alcuni degli strumenti finanziari in cui viene investita. La parte di ricchezza investita in azioni è quella in cui l'effetto prezzo, derivante dalle oscillazioni di Borsa, è maggiore e ha quindi una volatilità superiore agli altri strumenti. Nel 2017 questa fetta di ricchezza è risalita a 894 miliardi, da un minimo di 623 a fine 2011, anche se resta molto sotto il picco pre-crisi (1.316 miliardi). Va tenuto presente che si tratta in gran parte di azioni e altre partecipazioni di società non quotate, molte delle quali non hanno retto alla crisi e il cui valore si è quindi annullato senza possibilità di recupero.

Al netto della componente azionaria, l'espansione della ricchezza finanziaria risulta molto meno volatile, con un massimo storico di 3.266 miliardi nel 2° trimestre 2017, dai 2.881 nel 2007). È, tuttavia, evidente l'abbassamento del trend di crescita rispetto al periodo pre-crisi, a riflesso della caduta del tasso di risparmio e della diminuzione delle cedole. D'altra parte, il valore della componente obbligazionaria ha nettamente beneficiato della riduzione dei tassi di interesse.



Negli ultimi anni, inoltre, si è registrato un cambiamento molto significativo della composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane (Tabella A). Ci sono meno obbligazioni in portafoglio, specie quelle bancarie (110 miliardi, pari al 2,6% nel 2017, da 389 e 10,5% a inizio 2012). Il calo riguarda anche i titoli pubblici (135 miliardi e 3,2% nel 2017, da 194 e 5,2%). Ciò avviene nonostante la loro rivalutazione dovuta al calo dei tassi. Nel periodo pre-crisi, invece, la detenzione di titoli bancari aveva mostrato un lungo trend crescente, essendo tali titoli e quelli pubblici uno dei “rifugi” preferiti dei risparmiatori italiani.

Nella ricchezza delle famiglie crescono, viceversa, valori e quote di altri tipi di asset finanziari. Soprattutto le riserve assicurative ramo vita e i fondi pensione (955 miliardi e 22,6% della ricchezza nel 2° trimestre 2017, da 680 e 18,4% a inizio 2012), i depositi bancari a vista (807 miliardi e 19,1%, da 589 e 15,9%) e i fondi comuni esteri (259 miliardi e 6,1%, da 116 e 3,1%). Il totale degli strumenti finanziari esteri presenti nel portafoglio delle famiglie italiane è salito al massimo storico nel 2017: 444 miliardi e 10,5% del totale. In questa ricomposizione si vede, da un lato, la ricerca di maggiori rendimenti (azioni, fondi comuni) e, dall’altro, la preferenza per la liquidità in un contesto caratterizzato da grande incertezza.

Infatti, la progressiva “fuga dai bond” delle famiglie italiane (8,0% nel 2017, da 20,5% nel 2012) ha avuto, tra le varie cause, due principali: le nuove regole bancarie e in particolare il *bail-in* (entrato in vigore in Italia nel gennaio 2016, recependo la direttiva UE del maggio 2014, in discussione già prima), che può colpire i bond bancari in mano ai risparmiatori in caso di crisi di un intermediario (Grafico B); i tassi di interesse scesi a zero o sotto-zero dal 2015, ma già in calo marcato dalla seconda metà del 2012 (-0,38% il BOT a 6 mesi a settembre 2017). Ha pesato, inoltre, l’effetto della crisi dei debiti sovrani del 2011, che ha ingenerato la

Tabella A

**La nuova composizione della ricchezza finanziaria**  
(Italia, famiglie, miliardi di euro e composizione %, stock)

	2012		2017		2012-17 %
	€	%	€	%	
Depositi a vista presso IFM	589	15,9	807	19,1	3,2
Depositi a vista presso altri	26	0,7	38	0,9	0,2
Depositi a vista - estero	37	1,0	29	0,7	-0,3
Altri depositi presso IFM	399	10,8	382	9,0	-1,7
Altri depositi presso altri	82	2,2	75	1,8	-0,5
Titoli bancari	389	10,5	110	2,6	-7,9
Titoli pubblici	194	5,2	135	3,2	-2,0
Titoli altri	16	0,4	6	0,1	-0,3
Titoli - estero	159	4,3	87	2,1	-2,2
Derivati e stock option	1	0,0	1	0,0	0,0
Prestiti a breve	14	0,4	14	0,3	0,0
Azioni e altre partecip. n.q.	610	16,5	838	19,8	3,4
Azioni quotate	62	1,7	55	1,3	-0,4
Azioni e partecip. - estero	41	1,1	70	1,6	0,5
Quote fondi comuni	152	4,1	235	5,6	1,5
Quote fondi comuni - estero	116	3,1	259	6,1	3,0
Ris. ramo vita e fondi pens.	680	18,4	955	22,6	4,2
Altre riserve	38	1,0	31	0,7	-0,3
Crediti commerciali	94	2,6	102	2,4	-0,1
Altra attività	4	0,1	1	0,0	-0,1
<b>Totale ricchezza finanziaria</b>	<b>3.704</b>	<b>100,0</b>	<b>4.229</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>

2012=1° trim. (picco dei bond bancari). 2017=2° trim. (ultimo dato).

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

percezione nei risparmiatori di una maggiore incertezza sulle obbligazioni in generale.

La ricomposizione della ricchezza finanziaria ha conseguenze addizionali sulle decisioni di consumo (e di risparmio) rispetto al positivo “effetto ricchezza” totale, teorizzato dal “ciclo vitale” di Modigliani e dal “reddito permanente” di Friedman? La letteratura economica sostiene di sì: trova che al crescere del grado di sofisticazione finanziaria dei risparmiatori crescono la diversificazione dei portafogli da loro detenuti e i rendimenti attesi e, con ciò, accelerano i consumi<sup>1</sup>.

Dunque, qual è l’impatto atteso sui consumi della ricomposizione della ricchezza finanziaria avvenuta in Italia nell’ultimo quinquennio? Questo impatto dipende dal fatto che il portafoglio delle famiglie sia più o meno liquido (e sofisticato) e i rendimenti ottenuti dai risparmiatori più alti o più bassi. I titoli obbligazionari (-12,4 p.p. di quota nel portafoglio delle famiglie nel 2012-2017) sono strumenti più facilmente liquidabili e meno sofisticati rispetto a polizze vita, fondi pensione e fondi comuni (+8,7 p.p.). Gli strumenti più liquidi, di solito, sono meno rischiosi e hanno rendimenti minori. La ricomposizione osservata spinge, dunque, verso una ricchezza delle famiglie italiane più sofisticata e con rendimenti più alti e ciò fa da leva ai consumi. In direzione contraria, ma con minore intensità, agisce la crescita dei depositi bancari a vista (+3,2 p.p.), strumento tradizionale, poco sofisticato, con rendimenti nulli. L’effetto netto atteso della ricomposizione della ricchezza finanziaria sui consumi, quindi, è positivo<sup>2</sup>.

Lo spostamento dei risparmi italiani verso assicurazioni, fondi pensione e fondi comuni, inoltre, comporta una spinta verso mercati dei capitali più moderni in Italia e una maggiore possibilità di diversificazione degli investimenti finanziari per le famiglie. Tuttavia, è anche vero che negli ultimi anni si è assottigliata la domanda dei risparmiatori per le obbligazioni, uno strumento storicamente importante nella raccolta delle banche e nel finanziamento del debito pubblico. Determinando per tali emittenti l’esigenza di reperire fonti alternative di domanda per i loro titoli o (per le banche) di passare a differenti forme di raccolta. Vuoti riempiti, in buona parte, dalle misure espansive straordinarie della BCE, sia con gli acquisti di titoli pubblici e privati sia con i prestiti alle banche.

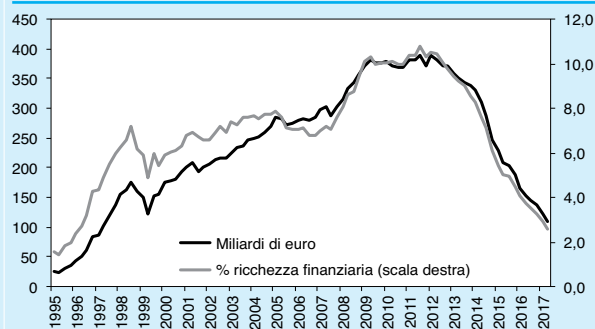
<sup>1</sup> Si veda, per l’Italia, Jappelli T. e Padula M. (2017), Consumption growth, the interest rate and financial sophistication, *Journal of Pension Economics & Finance*, 16 (3).

<sup>2</sup> Nonostante questi andamenti nel complesso segnalino una dinamica favorevole della cultura finanziaria nel Paese, il suo livello resta basso, come rilevato più volte da Banca d’Italia e altre istituzioni.

Grafico B

### Crollati i bond bancari in mano alle famiglie

(Italia, stock, dati trimestrali)



2017: 2° trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

## Investimenti

**Continua la robusta espansione...** Gli investimenti, insieme alle esportazioni, sono la componente della domanda più vivace quest'anno e nel 2018-19. Dopo il +2,7% nel 2016 e il 3,4% stimato nel 2017, sono previsti aumentare del 3,3% nel 2018 e del 2,4% nel 2019. A tirare sono soprattutto gli acquisti di macchinari e mezzi di trasporto (+5,3%, +4,4% e +2,6% nel triennio 2015-17), ma nel 2018-2019 si rafforzerà anche l'espansione degli investimenti in costruzioni (+2,0% e +2,2%, dopo il +1,1% nel 2016 e il +1,2% stimato quest'anno).

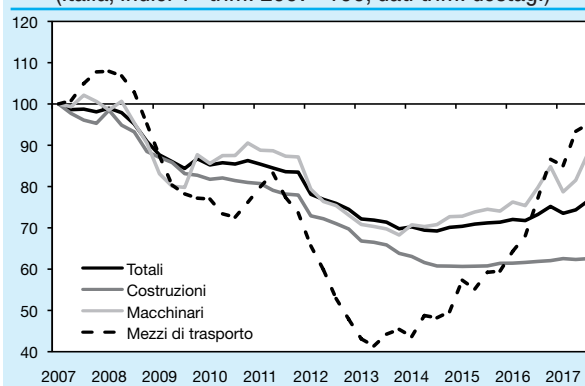
Gli investimenti fissi lordi nel corso della crisi hanno registrato una riduzione di quasi un terzo (-29,5%), che ha intaccato il potenziale di crescita dell'Italia. I primi segnali di ripartenza si sono avuti nella seconda metà del 2014 e in quasi tre anni sono aumentati complessivamente del 10,6%. Quelli in costruzioni (che pesano per quasi il 50% sul totale) hanno registrato solo un modesto recupero (+2,9%); in forte rimbalzo (+97,4%) gli acquisti di mezzi di trasporto (che pesano però solo per l'8% sul totale); molto positivo il contributo della spesa in macchinari e attrezzature (+24,6% nel periodo), pur con oscillazioni nei dati trimestrali che rispecchiano la tempistica degli incentivi fiscali (Grafico 1.5).

Dopo aver accelerato nella seconda metà del 2016, gli investimenti in macchinari e attrezzature hanno registrato una marcata flessione nel primo trimestre 2017 (-5,2%). Con l'estensione al 2017 del superammortamento e il divenire operativo a fine marzo dell'iperammortamento su alcune tipologie di beni di investimento legati a Industria 4.0, si è registrato un parziale recupero nei mesi primaverili (+1,3%), seguito da un forte incremento in quelli estivi (+6,0%).

**... anche nei prossimi trimestri** Gli investimenti fissi lordi nel complesso sono previsti avanzare a un ritmo vivace anche nel trimestre in corso e nei successivi: il saldo dei giudizi sugli ordini interni dei produttori di beni strumentali, che ha una buona capacità previsiva, è aumentato di 15 punti dall'inizio dell'anno, salendo a -4,3 in novembre, da -7,3 nel terzo trimestre; gli ordini interni di macchine utensili in estate sono cresciuti del 68,2% tendenziale (+28,5% nel 2°, UCIMU); la fiducia nei settori edile e manifatturiero è elevata e in miglioramento. Gli incentivi fiscali per l'acquisto di macchinari sono stati rinnovati fino a fine 2018 con termini di consegna al 30 giugno 2019 per i beni soggetti a superammortamento e al 31 dicembre 2019 per quelli soggetti a iperammortamento. Questo *décalage* da una parte favorirà l'espansione degli investimenti nei prossimi trimestri e dall'altra renderà graduale la frenata nel 2019.

Grafico 1.5

### Investimenti tirati da macchinari e mezzi di trasporto (Italia, indici 1° trim. 2007=100, dati trim. destag.)



Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

L'alto grado di utilizzo degli impianti, vicino al massimo storico e la redditività parzialmente ricostituita contribuiranno a sostenere la spesa in beni strumentali. Manca ancora, invece, il sostegno del credito.

Da ricordare, infine, lo straordinario successo dei contratti di Rete, che hanno ormai assunto dimensioni tali da essere macroeconomicamente rilevanti, e che testimonia il salto culturale in atto nella gestione aziendale verso l'adozione di strategie rivolte alla crescita quantitativa e qualitativa, anche attraverso l'investimento in nuove tecnologie (si veda il riquadro *Mettere in Rete le forze conviene alle imprese italiane e al Paese*).

## Produzione

**Industria in ulteriore recupero** L'attività industriale in Italia è in recupero quasi ininterrotto dall'ultimo trimestre del 2014. Fino al terzo trimestre del 2017 ha accumulato un +7,5%. Il contesto internazionale in deciso miglioramento, che ha favorito le esportazioni, e la più forte domanda interna, che è tornata a fornire sostegno alla crescita, hanno sostenuto la risalita dell'attività nell'ultimo triennio.

Nel 2017 c'è stata un'accelerazione tra secondo e terzo trimestre, dopo la stagnazione rilevata nel primo: +1,2% nei mesi primaverili e +1,4% in quelli estivi. Le attese per i mesi autunnali sono ancora positive. Anche il grado di diffusione della ripresa tra i settori è aumentato, raggiungendo quasi il 70% (misurato a 4 digit ATECO). Secondo il CSC il quarto trimestre 2017 è iniziato con variazioni positive sia in ottobre (+0,8% su settembre) sia in novembre (+0,6%) e l'acquisito è di +0,6%. Le valutazioni degli imprenditori manifatturieri sono buone. Il saldo dei giudizi sulle attese di produzione è salito ai massimi dal 2007 (a +17,8), in netta accelerazione dall'inizio del 2017 (Grafico 1.6). Inoltre, le indicazioni dei direttori degli acquisti (indagine PMI Markit) sono in deciso miglioramento rispetto ai mesi estivi: la componente produzione nel manifatturiero, spinta dai beni intermedi e d'investimento, è salita ai massimi dal 2011 (indice a 60,0); quella degli ordini ha toccato il valore più elevato dal 2000 (61,5).

**Costruzioni deboli** La produzione nelle costruzioni oscilla dal 2015 intorno ai minimi raggiunti all'inizio della crisi, inferiori del 45% al picco del 2007. Nel terzo trimestre è aumentata dell'1,2%, recuperando il calo dell'1,0% nel quarto precedente. Le indagini qualitative del settore edile mostrano un andamento positivo ma, pur preannunciando un miglioramento dell'attività nei mesi autunnali, non lasciano intravedere una netta accelerazione nel breve periodo.

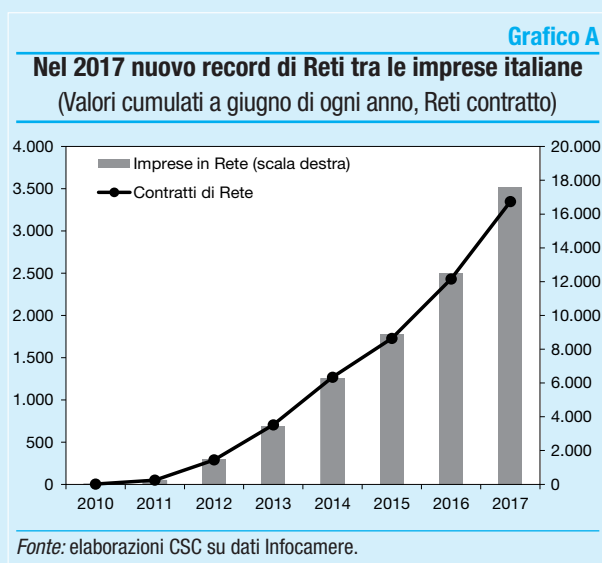


## Mettere in Rete le forze conviene alle imprese italiane e al Paese<sup>1</sup>

Il sistema produttivo italiano sconta da anni una crescente difficoltà a far fronte ai cambiamenti competitivi occorsi a livello globale: da un lato, la concorrenza sempre più basata sulla conoscenza e sulla capacità di adattamento alle esigenze del cliente, anche con un presidio diretto dei mercati esteri; dall'altro, la rivoluzione tecnologica digitale che richiede il ripensamento radicale nel modo in cui le imprese generano e trattengono valore aggiunto al proprio interno. In entrambi i casi si tratta di sfide epocali che impongono un forte e continuo investimento in innovazione, sia produttiva sia organizzativa, rispetto alle quali la storica frammentazione delle catene del valore nazionali in una miriade di soggetti imprenditoriali, con scarsi livelli di coordinamento formale lungo le filiere, costituisce un vincolo strutturale.

Per contribuire a superare questo vincolo e avviare le imprese italiane verso percorsi di sviluppo più strutturati, e quindi verso una loro crescita anche dimensionale, nel 2009 è stato introdotto all'interno dell'ordinamento giuridico italiano il contratto di Rete, uno strumento esplicitamente orientato a progetti di investimento comuni tra più soggetti imprenditoriali e finalizzati ad accrescere, attraverso l'aggregazione, il potenziale d'innovazione e quindi la capacità competitiva dei contraenti. Attraverso la Rete le imprese possono mettere a sistema le risorse necessarie per realizzare investimenti, che singolarmente non sarebbero in grado di sostenere con profitto, per aumentare l'efficienza nei rispettivi processi produttivi e per accrescere la diversificazione delle produzioni e delle fonti di finanziamento, riducendo in tal modo l'esposizione al rischio di shock negativi. Tutto questo senza dover sottostare a rigide regole pre-stabilite sul come organizzare l'attività in Rete e senza l'obbligo di creare un nuovo soggetto giuridico distinto dalle imprese aderenti al contratto.

Nel corso del tempo, il contratto di Rete ha accresciuto in modo esponenziale la penetrazione all'interno del tessuto produttivo italiano (Grafico A). Nonostante l'assenza di incentivi fiscali nazionali o regionali a favore delle Reti, il 2017 è stato l'anno dei record sia per numero di contratti stipulati (+30,4% rispetto al 2016) sia per numero di imprese coinvolte (+39,9%). I registri di Infocamere, aggiornati a novembre 2017, hanno censito 4.088 aggregazioni che hanno coinvolto 20.885 imprese. Nella stragrande maggioranza dei casi (86% circa), le aggregazioni si sono costituite nella forma della Rete



<sup>1</sup> Le informazioni riportate nel testo, con l'eccezione di quelle presentate nel grafico C, sono tratte dai Rapporti sulle Reti (2016, 2017) a cura di CSC, ISTAT e RetImpresa.

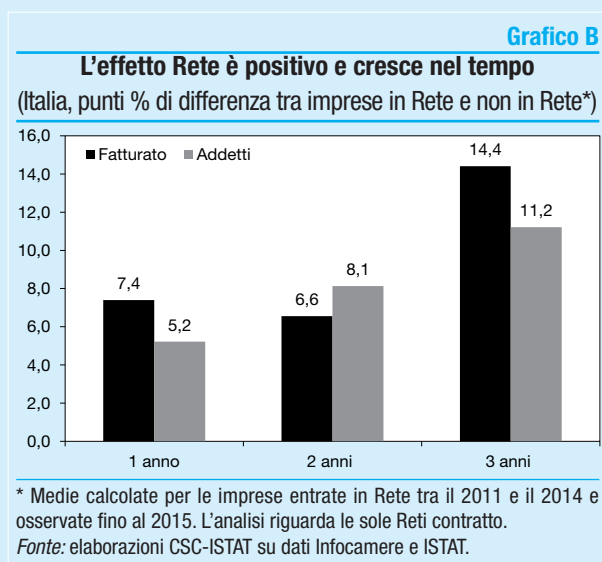
contratto, ovvero senza possedere soggettività giuridica<sup>2</sup>. Le imprese coinvolte sono in prevalenza micro (44% circa del totale) o piccole (40% circa), appartenenti a tutti i principali comparti dell'economia. Un segnale certamente positivo per il legislatore perché dimostra la corrispondenza tra la popolazione target della policy e la popolazione degli utilizzatori effettivi della policy stessa.

Essendo nato nel corso della più lunga e profonda crisi economica sperimentata dall'Italia in tempo di pace, il contratto di Rete ha fin qui dispiegato i suoi effetti principalmente sostenendo la resilienza del sistema produttivo. L'analisi svolta dal CSC e dall'ISTAT, con la collaborazione tecnico-organizzativa di RetImpresa, mostra a questo proposito che, grazie all'ingresso in Rete, le imprese sono riuscite tra il 2011 e il 2015 a salvaguardare fatturato e addetti: a un anno di distanza l'effetto, in termini differenziali di crescita rispetto ad imprese *ex-ante* equivalenti strutturalmente e strategicamente ma non entrate in Rete, è rispettivamente di 7,4 e 5,2 punti percentuali; a tre anni, l'effetto cresce a 14,4 e 11,2 punti percentuali (Grafico B).

All'interno dell'effetto medio positivo non mancano comunque eccezioni. A livello settoriale il contratto di Rete ha beneficiato in particolare le imprese manifatturiere, dei servizi alle imprese e del commercio, ma non quelle delle costruzioni. A livello geografico la Rete ha avuto effetti positivi per la maggioranza delle imprese del Centro e del Nord Italia ma non del Sud. Infine, il contratto di Rete non è riuscito a migliorare la performance di quelle imprese che, già prima di aggregarsi, presentavano livelli di efficienza produttiva particolarmente bassi.

Per verificare, in modo puntuale e rigoroso, se e in che misura il contratto di Rete sarà in grado di svolgere anche una funzione di rafforzamento della crescita e della competitività del sistema produttivo italiano in una fase finalmente espansiva dell'economia, bisognerà attendere ancora del tempo. Questo perché le statistiche ufficiali sulla performance economica delle imprese risalgono ancora al 2015.

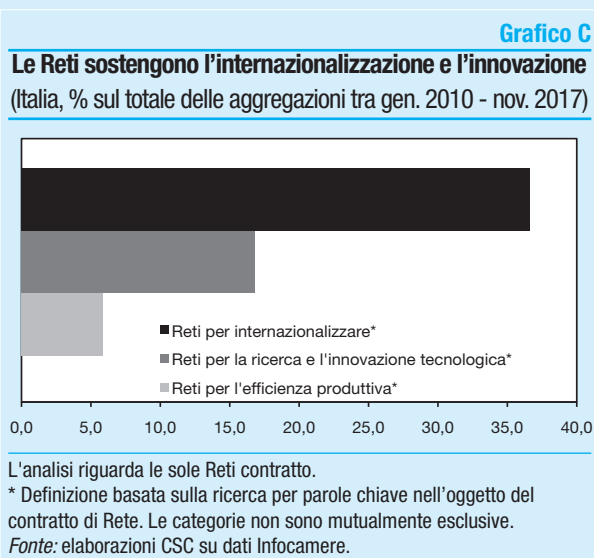
Tuttavia, dalle informazioni già disponibili sulle finalità programmatiche delle Reti si evince chiaramente come il contratto di Rete rappresenti una leva strategica di politica industriale complementare rispetto alle altre misure di sostegno alla competitività messe in campo dal Governo. Prova ne sia il numero significativo di aggregazioni costituite in questi anni, pur



<sup>2</sup> I numeri che seguono si riferiscono esclusivamente alle Reti contratto.

in assenza di un disegno esplicito di policy<sup>3</sup>, intorno a progetti finalizzati alla maggiore penetrazione commerciale e produttiva sui mercati esteri e alla maggiore intensità e qualità delle attività di ricerca e innovazione tecnologica.

In particolare, considerando tutti i contratti di Rete stipulati dal 2010 al novembre 2017, il CSC stima (in modo conservativo, attraverso una ricerca testuale di parole chiave) che il 37% delle aggregazioni abbia avuto tra gli obiettivi comuni quello di internazionalizzare l'attività delle imprese aderenti; il 17% ha condiviso finalità legate all'investimento in nuove tecnologie, anche attraverso la digitalizzazione di processi e prodotti; il 6%, infine, ha richiamato esplicitamente la necessità di accrescere, grazie alla Rete, l'efficienza dei processi produttivi (Grafico C).



<sup>3</sup> Fanno eccezione alcune iniziative regionali attive nel corso dei primi anni di vita del contratto, e co-finanziate dal MISE, tra cui il programma "Dai distretti produttivi ai distretti tecnologici" dell'Emilia-Romagna o il "Programma Ergo azione 1" della Lombardia.

### 1.1.2 Scambi con l'estero

**Scambi con l'estero ad alti ritmi...** Nello scenario del CSC le esportazioni di beni e servizi, dopo un incremento del 5,2% nel 2017, cresceranno del 4,2% nel 2018 e del 3,7% nel 2019, confermandosi come la componente più vivace del PIL. Esistono rischi al rialzo legati alla specializzazione della produzione e dell'export italiani in beni semilavorati e strumentali (come impianti e macchinari), che in questa fase sono la componente più dinamica del commercio internazionale. L'espansione dell'economia trascina anche le importazioni, che, dopo un +5,5% nell'anno in corso, aumenteranno del 4,4% nel 2018 e del 3,6% nel 2019.

**...trainati dalla ripresa mondiale** Rispetto alle stime CSC di settembre per il 2017 e il 2018, la dinamica delle esportazioni è stata rivista al rialzo, in linea con il rafforzamento, maggiore dell'atteso, del commercio mondiale e, in particolare, della domanda di beni intermedi e di investimento. La crescita delle importazioni, invece, è stata ritoccata all'ingiù quest'anno e all'insù il prossimo, per un effetto statistico dovuto alla revisione del profilo nei primi due trimestri 2017 (con un aumento minore nel primo e maggiore nel secondo). Nel complesso, comunque, l'import continuerà a essere sostenuto sia dalla stessa buona performance dell'export (che incorpora sempre più beni e servizi acquistati all'estero) sia dalla risalita degli investimenti domestici delle imprese (forti attivatori del commercio estero). Nel 2019 i livelli degli



scambi italiani con l'estero saranno ampiamente superiori ai massimi pre-crisi: +10,4% le importazioni e +20,1% le esportazioni rispetto al 2007.

**Robusta performance nei mesi estivi...** Secondo i dati di contabilità nazionale, nel terzo trimestre del 2017 le esportazioni di beni e servizi sono cresciute, a prezzi costanti, dell'1,6% sul secondo, quando erano rimaste sostanzialmente invariate (+0,1% sul primo); ciò risulta da incrementi sia delle vendite intra-UE (+1,1%) sia di quelle extra-UE (+2,1%). La variazione acquisita dell'export nel 2017 è pari a +4,9% sul 2016, combinato disposto di un +4,3% intra-UE e di un +5,7% extra-UE. Secondo gli ultimi dati doganali disponibili, le vendite extra-UE in ottobre sono state superiori dell'1,3%, in valore, rispetto alla media del terzo trimestre (nonostante una correzione all'ingiù su settembre). I mercati di destinazione più dinamici risultano Cina, Stati Uniti, Russia, Turchia e Sud America.

Nella scomposizione per prodotto, l'export di beni è salito dell'1,8% nel terzo trimestre, con una variazione acquisita di +5,0% nel 2017, registrando un'espansione in tutti i principali comparti: beni intermedi, di consumo e di investimento. L'export di servizi è aumentato a ritmi più moderati (+0,4%), comunque sostenuto dal buon andamento della stagione turistica (la voce "viaggi" costituisce il 40% delle vendite di servizi all'estero).

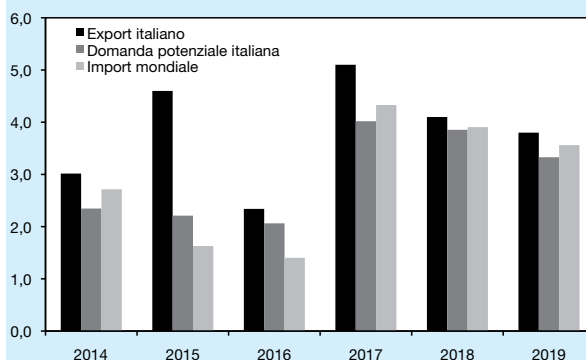
**...e ottimi segnali per fine anno** Gli indicatori qualitativi sugli ordini manifatturieri esteri puntano a un ulteriore rafforzamento della dinamica delle esportazioni a fine anno: in novembre la relativa componente PMI (Markit) è salita a 60,6, massimo da febbraio 2011 (58,8 nella media dell'ultimo bimestre, da 56,3 nei mesi estivi) e il saldo dei giudizi delle imprese (ISTAT), invariato su ottobre, registra un incremento di 2,6 punti sul terzo trimestre, il maggiore da inizio anno. Ciò è coerente con i segnali di accelerazione della domanda globale e, in particolare, di quella europea, con il traino di manifatturiero e investimenti. Lo slancio di fine anno, inoltre, offrirà un abbrivio positivo per l'inizio del prossimo.

### Export meglio della domanda mondiale nel 2018-2019

Nel biennio di previsione le esportazioni italiane continueranno a partecipare appieno all'espansione mondiale, crescendo a un ritmo maggiore degli scambi globali, anche grazie all'elevata partecipazione delle imprese italiane alle catene globali del valore. Saranno sostenute, in particolare, dalla ripresa dei mercati UE, data la loro forte integrazione commerciale e produttiva (l'UE è destinazione del 56% delle vendite italiane all'estero). La crescita della domanda potenziale italiana (cioè delle importazioni nei mercati di destinazione dei beni italiani) sarà pari al 3,8% nel 2018 e al 3,4% nel 2019 (stime CSC), lievemente inferiore a quella degli

Grafico 1.7

#### Il made in Italy avanza a ritmi elevati (Beni, dati in volume, variazioni %)



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

scambi mondiali (+3,9% e +3,6%, rispettivamente), poiché l'export italiano è relativamente poco presente nei mercati emergenti più dinamici. Le vendite all'estero di merci *made in Italy* registreranno, quindi, una performance migliore della domanda potenziale, come accaduto negli ultimi sei anni (a eccezione del 2013), continuando a guadagnare quote di mercato (Grafico 1.7).

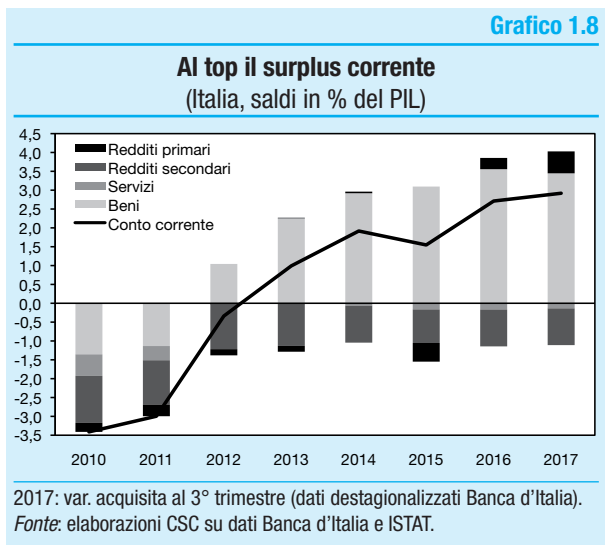
Nel 2018 saranno leggermente frenate dall'ulteriore apprezzamento del tasso di cambio (+1,8% in termini effettivi nominali, dopo +1,3% nel 2017; stime CSC). L'effetto dell'euro più forte appare comunque limitato, sia perché l'attuale fase espansiva degli scambi è determinata da logiche di investimento, piuttosto che di prezzo, sia perché gran parte dell'export è generato da grandi imprese, specie multinazionali, molto integrate nelle filiere internazionali di produzione e, quindi, meno vulnerabili a movimenti valutari. Nello scenario CSC il livello dei cambi rimarrà, per costruzione, invariato nel 2019.

**Ragioni di scambio giù nel 2017** Le ragioni di scambio di beni e servizi italiani, molto favorite dai bassi prezzi delle commodity nel 2015 e nel 2016, diminuiscono dell'1,2% nel 2017, con la risalita di quei prezzi, e varieranno poco nel 2018 (+0,1%) e nel 2019 (+0,2%), con la stabilizzazione delle quotazioni *oil* e del cambio.

**Elevato avanzo commerciale,...** Il surplus della bilancia commerciale, dopo avere raggiunto il 3,6% del PIL nel 2016, massimo degli ultimi venti anni, si riduce al 3,4% del PIL nel 2017, a causa del peggioramento delle ragioni di scambio e della forte crescita dei volumi importati. In particolare, il deficit energetico, fortemente influenzato dal prezzo del petrolio, si è ridotto di quasi due punti di PIL in tre anni (fino all'1,4% nel primo trimestre 2016) ed è poi tornato intorno al 2,0% del PIL nei primi tre trimestri del 2017, anche per l'aumento della domanda interna; nello scenario CSC è atteso ampliarsi un po' a fine anno, a causa della risalita delle quotazioni *oil*. Nel biennio di previsione l'avanzo commerciale resterà comunque su alti livelli, grazie alla robusta performance delle esportazioni, stabilizzandosi al 3,4% del PIL nel 2019.

**...surplus corrente su livelli record...** Il deficit nell'interscambio dei servizi si è attestato allo 0,2% nei primi tre trimestri del 2017 (dati destagionalizzati Banca d'Italia), stesso livello registrato nel 2015 e nel 2016. In particolare, l'aumento del surplus della voce viaggi, grazie alla buona stagione turistica, è stato controbilanciato dall'ampliamento del deficit nei trasporti. Nello scenario CSC il saldo dei servizi rimarrà invariato nel biennio previsivo.

Il saldo dei redditi primari (da lavoro e da capitale) è invece in aumento: -0,5% del PIL nel 2015, +0,3% nel 2016 e +0,6% nei primi tre trimestri 2017 (Grafico 1.8). Il mi-



gioramento è dovuto soprattutto al calo dei rendimenti sui titoli di debito italiani (specie pubblici) detenuti all'estero, favorito dal *Quantitative Easing* della BCE; secondo il CSC, questi effetti si attenueranno molto gradualmente nel prossimo biennio. Il deficit dei redditi secondari (trasferimenti), invece, è sostanzialmente stabile intorno all'1,0% del PIL sia nell'anno in corso sia nell'orizzonte previsivo. Nel complesso, il surplus di parte corrente sarà pari al 2,6% del PIL nel 2017, appena sotto i livelli massimi in vent'anni raggiunti nel 2016; dal minimo del 2010 registra un incremento di sei punti percentuali, riconducibile in gran parte all'aumento del saldo commerciale; con il lento rientro del surplus dei redditi primari, l'avanzo corrente si attesterà al 2,5% del PIL nel 2019.

**...e minore debito con l'estero** Alla fine del secondo trimestre 2017 la posizione patrimoniale netta italiana verso l'estero era pari a -8,5% del PIL, con un miglioramento di ben 15,6 punti percentuali in tre anni, di cui 9,9 punti sono da ascrivere ai ripetuti surplus di parte corrente e i rimanenti 5,7 ad aggiustamenti di valutazione degli stock.

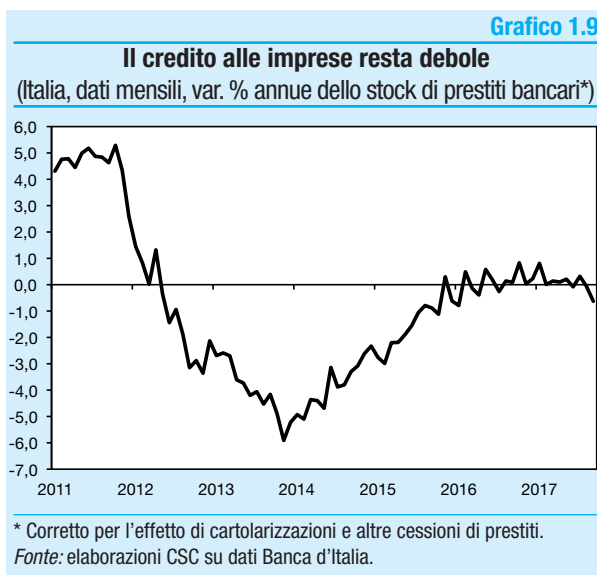
### 1.1.3 Credito

**Debole il credito alle imprese** Il credito bancario alle imprese continua a latitare e a non sostenere la ripresa. La situazione nel 2017 non è più quella di un forte freno, come nella fase peggiore tra 2011 e 2016, ma di un'offerta che rimane comunque molto selettiva, specie verso specifici settori. Di recente, poi, sono emersi alcuni segnali di indebolimento.

La dinamica annua dello stock di prestiti bancari alle imprese è scivolata a -0,6% a settembre, correggendo per cartolarizzazioni e altri crediti cancellati dai bilanci bancari (-0,1% in agosto; Grafico 1.9). Senza tale correzione si registra -5,2%. La differenza indica che prosegue la pulizia dei bilanci da parte degli istituti e la riduzione della loro esposizione al rischio di credito verso le imprese.

I prestiti (sempre corretti) registrano andamenti settoriali molto eterogenei: nei primi otto mesi del 2017 nel manifatturiero si è avuto un recupero dopo il calo nel 2016 (+1,0% annuo in agosto), nei servizi un'attenuazione della crescita (+1,0%, da oltre il +3,0% di fine anno scorso), nelle costruzioni il proseguimento della forte flessione (-5,1%).

La disponibilità di liquidità in azienda, rispetto alle esigenze operative, è stabile da inizio 2017 sopra i valori pre-crisi: saldo a 37 a novembre nel manifatturiero (32 nel 2007; indagine ISTAT).



Le attese sulla liquidità delle imprese industriali e dei servizi sono positive ma peggiorano (+11,1 il saldo per il quarto trimestre, +13,5 nel terzo; indagine Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore, che però riguarda imprese con oltre 50 addetti); nelle costruzioni migliorano, ma restano negative (-12,2, da -16,4).

**Sofferenze attese in flessione** Lo stock di sofferenze bancarie lorde sui prestiti alle imprese è rimasto invariato negli ultimi due mesi: 121 miliardi a settembre (16,6% dei prestiti), dopo il calo estivo dai 144 miliardi toccati a maggio. I flussi si sono ridotti poco sopra i valori pre-crisi, grazie alla risalita dell'economia: i nuovi prestiti deteriorati nel 2° trimestre sono stati pari al 3,1% dello stock, da 9,2% a fine 2014 (2,5% nel 2017). Inoltre, gli interventi varati negli ultimi anni (deducibilità fiscale in un anno delle perdite su crediti, velocizzazione delle procedure fallimentari, garanzie pubbliche sulle sofferenze cartolarizzate, Fondo Atlante, miglioramenti alle norme sulle cartolarizzazioni) hanno molto favorito lo sviluppo del mercato della cessione di crediti deteriorati in Italia. Tutto ciò aiuterà il decumulo dello stock.

Anche le sofferenze al netto dei fondi rettificativi e relativamente ai prestiti totali (a imprese, famiglie e altri settori) sono stabili: 66 miliardi a settembre, sui valori di luglio, ma erano a 77 miliardi a maggio (e 87 a fine 2016). I necessari accantonamenti, però, riducono la già bassa redditività degli istituti, che limita la loro capacità di espandere i bilanci erogando nuovi crediti.

**Fattori pro e contro** Il credito è sostenuto dalle misure iper-espansive BCE, tra cui il QE prolungato al settembre 2018. Hanno accresciuto per gli istituti l'incentivo a erogare prestiti, abbassato i rendimenti sovrani e il costo della raccolta, migliorato i bilanci bancari con l'aumento dei prezzi dei titoli detenuti. Gli interventi nei mesi estivi su alcuni istituti italiani hanno eliminato una grande fonte di incertezza. Le quotazioni azionarie degli istituti sono risalite da inizio anno, ma restano su livelli ridotti.

Altre forze invece frenano il credito. Il sistema bancario soffre ancora di bassa redditività. La stretta regolatoria, attuata e in fase di studio, crea incertezza e accresce la prudenza degli istituti (addendum BCE sugli NPL, regole di Basilea 4 sui modelli di calcolo del rischio di credito).

**Offerta ancora stretta** I dati raccolti presso le principali banche italiane indicano che le condizioni per l'offerta di credito alle imprese sono rimaste invariate nel 3° trimestre, dopo i timidi allentamenti nella prima metà del 2017 (*Bank Lending Survey*). Il forte inasprimento del 2011-2013 e del 2007-2009 continua a frenare le erogazioni.

Nel terzo trimestre le banche indicano di aver continuato a limare il margine di interesse medio sui prestiti, non su quelli ritenuti più rischiosi. Gli istituti, inoltre, hanno allentato poco i criteri su ammontare, scadenze e garanzie. Neutrali nel trimestre, per le decisioni sull'offerta, la posizione patrimoniale delle banche, la liquidità, la raccolta, le attese sull'economia.

La quota di aziende manifatturiere che non ottengono i prestiti richiesti è in crescita (7,5% a settembre, da un minimo di 4,6% a marzo), anche se rimane inferiore ai massimi degli scorsi anni (16,6% a metà del 2013; indagine ISTAT). Questi dati non includono le aziende scoraggiate dal chiedere prestiti a causa di precedenti rifiuti.

L'indagine presso le imprese industriali e dei servizi indica un marginale miglioramento delle condizioni di accesso al credito (+3,1 il saldo nel terzo trimestre, +5,1 nel secondo; Banca d'Italia-II Sole 24 Ore). Nelle costruzioni prosegue, più attenuato, il peggioramento (-2,6, dopo -8,2).

**Richieste di credito in aumento** La propensione a domandare credito delle imprese italiane è cresciuta ancora nel 3° trimestre. Sono aumentate le richieste per realizzare fusioni e acquisizioni e quelle per finanziare investimenti fissi, scorte e capitale circolante (il cui fabbisogno rimane elevato anche per i lunghi tempi di pagamento, sia del pubblico sia tra privati; si veda il riquadro *Luci (alcune) e ombre (molte) nei pagamenti delle pubbliche amministrazioni*). Nel complesso, l'indicatore cumulato della domanda di credito è ormai quasi tornato ai livelli 2007.

La domanda è favorita dal basso costo del credito. I tassi di interesse pagati dalle imprese sono ai minimi (Grafico 1.10): a settembre 1,4% in media sulle nuove operazioni (3,5% a inizio 2014). Le aziende più piccole pagano il 2,1% (da 4,4%), le maggiori lo 0,9% (da 2,8%). Il costo del credito rimane basso grazie a tassi di riferimento ai minimi, in particolare sui titoli sovrani. La graduale risalita del rendimento dei BTP, attesa nel 2018-2019, condurrà a un rincaro del credito.

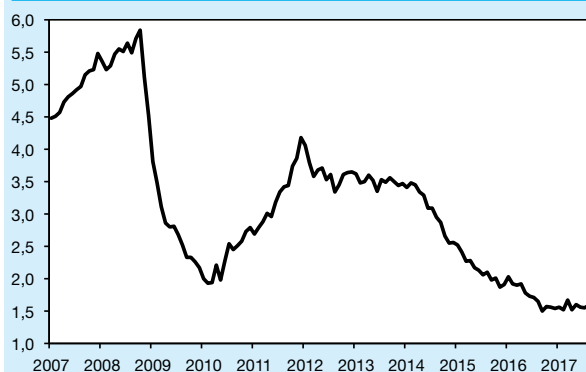
**Per le famiglie i prestiti crescono...** I prestiti bancari erogati alle famiglie italiane sono cresciuti dello 0,2% al mese nei primi nove mesi del 2017 (+0,1% mensile nel 2016; dati destagionalizzati CSC). Il credito quindi sostiene i consumi e l'attività nel settore residenziale. Lo stock di prestiti per le famiglie si espande del 2,3% annuo a settembre (2,6% includendo quelli ceduti e cancellati dai bilanci bancari) ed è salito del 3,2% sopra i livelli massimi del 2011.

**...si allenta l'offerta per i mutui...** L'espansione riflette anzitutto un'offerta sempre meno stretta (*Bank Lending Survey*). Per i mutui, le banche indicano che i criteri sono stati allentati nel terzo trimestre come nei primi due; la forte restrizione precedente, tuttavia, non è stata ancora del tutto annullata. Per il credito al consumo invece le condizioni sono invariate da due trimestri, dopo l'allentamento a inizio anno, e restano molto più stringenti di quanto avviene per i mutui.

Gli istituti segnalano che nel terzo trimestre hanno ridotto i margini di interesse medi sui mutui e, meno, sul credito al consumo. Per i mutui hanno abbassato anche i margini su quelli più rischiosi, ma hanno stretto sull'ammontare. Per il credito al consumo hanno allentato, poco, su volumi e scadenze. Le banche indicano come fattore che ha giocato a favore delle erogazioni di mutui la concorrenza da parte di altri istituti e una minore avversione al rischio; neutrali gli altri fattori (costi di raccolta e vincoli di bilancio degli istituti, merito di credito, attese sull'economia).

Grafico 1.10

**Costo del denaro ai minimi**  
(Italia, tasso sui prestiti bancari alle imprese\*; valori %)



\* Nuove operazioni.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

**...e sale la domanda** Secondo i dati qualitativi, nel terzo trimestre è proseguita la risalita dell'indicatore cumulato di domanda di mutui, molto oltre i livelli pre-crisi. Le banche indicano che l'aumento è favorito dalle migliori attese delle famiglie sul mercato immobiliare, dalla rinegoziazione di vecchi prestiti, dai bassi costi. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) è stabile: 2,4% a settembre, sui valori di inizio anno. Prosegue, a un ritmo analogo, anche l'aumento della domanda di credito al consumo. La risalita riflette l'incremento dei progetti di spesa in beni durevoli, la maggior fiducia dei consumatori, il basso costo. Stabile negli ultimi mesi il TAEG per il credito al consumo (8,5% a settembre).

### Luci (alcune) e ombre (molte) nei pagamenti delle pubbliche amministrazioni

Nel 2016 le PA, in aggregato, hanno pagato ben oltre i tempi previsti dalla normativa e il debito commerciale residuo è quasi un quarto degli acquisti. Le PA migliori pagatrici sono le società pubbliche, le università, le ASL, le agenzie fiscali, gli enti previdenziali e le scuole; le più critiche, i comuni, gli altri enti locali e gli enti pubblici non economici. Vi sono tuttavia amplissime differenze territoriali. Queste informazioni emergono dal primo monitoraggio sui debiti commerciali delle PA nel 2016, reso pubblico dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e fortemente voluto da Confindustria.

Il monitoraggio, avviato dal DL 35/2013, ha imposto a tutte le PA di comunicare, a partire dal 1° luglio 2014, sulla Piattaforma per il monitoraggio dei crediti commerciali (PCC) la ricezione delle fatture relative a debiti per somministrazioni (prestazioni periodiche o continuative), forniture, appalti e prestazioni professionali e le informazioni sul pagamento, in modo da poter disporre di dati aggiornati sui debiti commerciali.

Le statistiche rilasciate presentano alcune criticità. Primo, possono esserci PA non iscritte alla PCC ma non è possibile determinare quante e quali siano. Le PA sottoposte al monitoraggio sono quelle individuate dall'ISTAT nell'elenco pubblicato in Gazzetta Ufficiale entro il 30 settembre di ogni anno, aggiornato sulla base delle definizioni derivanti da regolamenti dell'Unione europea e delle autorità indipendenti. L'Indice delle pubbliche amministrazioni è l'archivio ufficiale degli enti pubblici a cui le PA sono obbligate a registrarsi. Sicuramente, delle 22.740 PA registrate all'Indice delle pubbliche amministrazioni e obbligate al monitoraggio, 777 non si sono registrate sulla PCC e quindi non hanno reso disponibili i dati di pagamento. Tuttavia, poiché non si conosce con esattezza il numero preciso delle PA, non si sa se e quante altre PA abbiano omissis di registrarsi all'Indice delle PA e quindi non abbiano fornito informazioni alla PCC. Infatti, l'ISTAT non riporta il nome di ciascuna PA ma un elenco di categorie di enti (ad esempio, consorzi interuniversitari, comuni, ecc.) che non consente di determinarne il numero esatto.

Inoltre, la PCC acquisisce dall'Agenzia delle entrate, in modo automatico, le fatture elettroniche emesse dai fornitori, mentre le altre informazioni, in particolare i pagamenti, devono essere inserite dagli enti. Delle 13.447 PA nei confronti delle quali sono state emesse fatture,

6.893 non registrano pagamenti (il 51,3%), perché gli enti non hanno pagato o non hanno riportato i pagamenti fatti sulla PCC<sup>1</sup>. Ciò comporta che i pagamenti effettivi sono presumibilmente maggiori di quelli risultanti dal monitoraggio ma lo sono anche i tempi di pagamento (perché gli enti che non comunicano sono probabilmente più lenti nello smaltire i debiti). D'altra parte, la stragrande maggioranza di questi enti sono comuni, ma ci sono anche federazioni nazionali, ordini, collegi e consigli professionali; sono enti di piccole dimensioni e che fanno acquisti per somme relativamente modeste: infatti, il 51,3% delle PA che non ha riportato dati di pagamento copre solo il 7,6% degli acquisti complessivi.

L'informazione più rilevante riportata dal monitoraggio riguarda i tempi di pagamento: le PA, infatti, sono tenute per legge a pagare le fatture entro 30 giorni dalla data del loro ricevimento, a eccezione degli enti del Servizio sanitario nazionale, per i quali il termine massimo di pagamento è fissato in 60 giorni. È interessante anche la quota di debiti pagati entro l'anno: tanto più questa è lontana dal 100%, tanto più è probabile che i tempi di pagamento siano molto lunghi.

Tabella A

<b>Lenti i pagamenti dei comuni e alti i loro debiti commerciali</b>			
(Fatture e pagamenti delle PA registrati sulla Piattaforma per il monitoraggio dei crediti commerciali; 2016)			
Tipologia di ente pubblico	Pagamenti (in % delle fatture liquidabili)	Tempi medi di pagamento* (giorni)	Debito residuo (milioni di euro)
Scuole	66,3	28,8	578
Società pubbliche in conto economico consolidato	87,9	28,9	1.284
Università	76,8	30,1	450
Province e loro consorzi e associazioni	71,6	38,6	589
Regioni, Province autonome e loro consorzi e associazioni	71,2	43,2	2.645
Agenzie fiscali	98,9	43,8	18
Altre PA	53,6	45,5	4.310
Enti di previdenza	92,5	52,9	141
Comuni e loro consorzi e associazioni	61,3	59,6	14.012
Aziende sanitarie locali	87,1	61,7	6.352
Presidenza del consiglio dei ministri, Ministeri e Avvocatura dello Stato	79,5	63,0	2.526
Enti pubblici non economici	21,9	69,9	1.433
Aziende ospedaliere, policlinici, istituti di ricovero e cura a carattere scientifico	89,7	75,5	1.248
Altri enti locali	51,6	158,7	848
<b>Totale complessivo</b>	<b>76,0</b>	<b>57,7</b>	<b>36.433</b>

\* I tempi medi sono ponderati per gli importi delle fatture.

Dati ordinati in senso crescente con il numero di giorni in media impiegati per effettuare il pagamento.

Fonte: elaborazioni CSC su dati MEF.

<sup>1</sup> Le 13.447 PA che hanno ricevuto fatture includono: 216 enti che non sono più presenti nell'Indice delle PA ma sono nella PCC perché hanno pagamenti in corso; un aggregato che comprende tutte le 8.732 scuole.

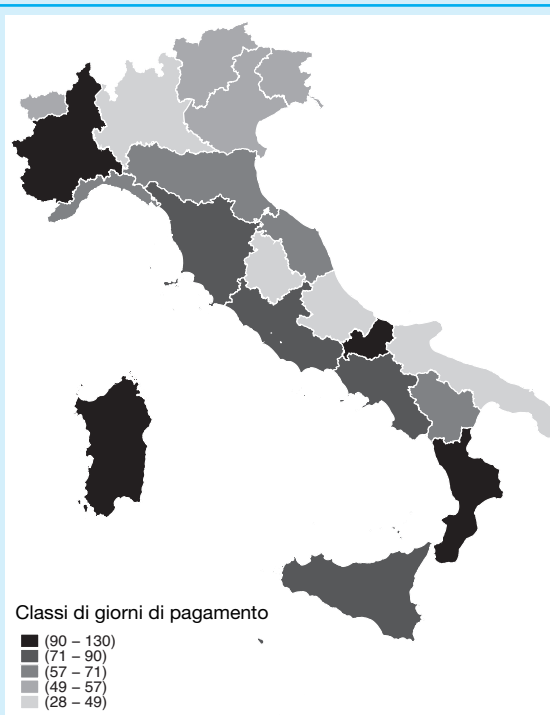
L'ammontare complessivo delle fatture emesse nel 2016 dalle PA registrate sulla PCC è stato pari a 163,6 miliardi, di cui 151,9 sono stati considerati liquidabili<sup>2</sup>. I pagamenti effettuati nel 2016 dalle PA a valere sulle fatture considerate liquidabili, emesse nello stesso anno, sono stati pari a 115,4 miliardi (76,0%). I debiti non pagati, al termine del 2016, ammontavano a 36,4 miliardi, quasi un quarto dei debiti contratti nello stesso anno (24,0%). Il tempo intercorrente, in media, tra la data di emissione della fattura e il pagamento (ponderato per l'importo delle fatture) è stato pari in aggregato a 57,7 giorni.

Dietro ai dati aggregati si nasconde molta eterogeneità: le uniche PA che, in media, pagano entro i tempi previsti dalla legge sono le scuole (28,8 giorni), le società pubbliche (28,9) e le università (30,1); vicini ai termini di legge sono anche i pagamenti delle ASL (61,7). L'aggregato che è chiamato "altri enti locali" è quello che impiega più tempo a pagare (158,7 giorni), così come gli enti pubblici non economici (69,9 giorni), i ministeri (63) e i comuni (59,6), che sono tutti oltre i tempi di legge e sopra la media delle PA (Tabella A).

Tra le PA che hanno chiuso il 2016 con il minor ammontare di debiti commerciali figurano le agenzie fiscali, che hanno pagato nell'anno la quasi totalità dei debiti commerciali (98,9%), gli enti di previdenza (92,5%) ma soprattutto le aziende ospedaliere, i policlinici e gli istituti di ricovero a carattere scientifico (89,7%) e le ASL (87,1%), che effettuano gli acquisti più corposi tra le PA (49,4 miliardi); sopra la media anche i pagamenti delle società pubbliche (87,9% del totale), dei ministeri (79,5%) e delle università (76,8%). Critica appare, invece, la situazione dei comuni che hanno pagato nel 2016 solo il 61,3% dei debiti contratti in quello stesso anno e, con un ammontare di acquisti molto elevato (pari a 36,2 miliardi, secondo solo al quello delle ASL), hanno chiuso l'esercizio con un debito residuo di 14 miliardi; perciò i tempi complessivi di pagamento, già ben oltre i termini di legge sulle fatture già pagate nel corso l'anno, finiranno per essere molto lunghi.

Grafico A

**Più lunghe a pagare le ASL delle regioni tirreniche**  
(Tempi medi di pagamento delle ASL; giorni; 2016)



I tempi medi sono ponderati per gli importi delle fatture.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati MEF.

<sup>2</sup> Le fatture respinte o considerate non liquidabili dalle PA sono pari a 11,7 miliardi (il 7,2% del totale).



Infine, da evidenziare che gli enti pubblici non economici hanno pagato solo il 21,9% dei debiti commerciali. In conclusione, le PA più critiche dal punto di vista dei pagamenti dei debiti commerciali sono i comuni, gli altri enti locali e gli enti pubblici non economici; le PA migliori pagatrici sono gli enti di previdenza, le società pubbliche, le università, le ASL, le agenzie fiscali e le scuole.

Merita un approfondimento l'analisi territoriale dei pagamenti di ASL e comuni, che coprono circa il 56% degli acquisti pubblici registrati sulla PCC. In generale, le ASL del Nord hanno pagato una quota di debiti commerciali maggiore mentre quelle tirreniche (tranne la Liguria ma con l'aggiunta di Molise e Piemonte) presentano tempi di pagamento superiori ai 70 giorni (Grafico A). Le criticità riguardano in particolare: la Calabria, dove è stato pagato il 59,1% dei debiti in 102,3 giorni, la Toscana, con il 64,1% in 86,4 giorni, e la Sardegna, con il 70,4% in 93,8 giorni. Le ASL di Umbria, Lombardia, Veneto, Friuli-Venezia Giulia, Trentino-Alto Adige e Valle d'Aosta hanno registrato le quote più elevate di pagamenti con tempi medi inferiori ai 60 giorni.

Tra i comuni, quelli del Nord sono i migliori pagatori e quelli del Sud i peggiori (Grafico B). Per quanto riguarda i tempi di pagamento, solo i comuni del Friuli-Venezia Giulia si avvicinano al termine di legge di 30 giorni (30,7 giorni), ma hanno pagato meno del 70% dei debiti; in Veneto hanno pagato in media in 33,3 giorni ma l'82,0% dei debiti. I comuni più problematici sono quelli della Calabria, che hanno pagato in 84,6 giorni solo il 20,0% dei debiti, quelli campani, che hanno pagato il 33,9% del fatturato in 99,1 giorni, e quelli del Molise, che presentano i tempi di pagamento più elevati (108,7 giorni).

Infine, in generale, i tempi di pagamento non sembrano legati né all'importo delle fatture né alla numerosità delle stesse. Al contrario, gli enti che registrano tempi brevi di pagamento sono spesso anche quelli che pagano una quota maggiore dei debiti commerciali. Ciò punta il dito verso l'importanza della qualità dell'amministrazione. Perciò occorrerebbe, da un lato, diffondere le *best practice* e, dall'altro, responsabilizzare maggiormente (anche attraverso sanzioni) sia gli amministratori sia i politici.

Grafico B

### Molto in ritardo i pagamenti al Centro-Sud (Tempi medi di pagamento dei Comuni; giorni; 2016)



I tempi medi sono ponderati per gli importi delle fatture.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati MEF.

### 1.1.4 Occupazione, retribuzioni e CLUP

**Lavoro su con il PIL** Nel biennio 2018-2019 l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno) continuerà a crescere, come già nel 2017, con intensità di poco inferiore rispetto al PIL. Dopo il +1,2% nell'anno in corso (già acquisito al terzo trimestre), il CSC stima che le ULA aumenteranno dell'1,1% nel 2018 e dell'1,0% nel 2019. Alla fine dell'orizzonte previsivo torneranno a 24,7 milioni, 1,5 milioni sopra al minimo toccato a fine 2013, ma 560mila unità sotto il livello pre-crisi (Grafico 1.11).

**Occupati oltre i livelli pre-crisi...** Da inizio 2014 l'occupazione ha puntato verso l'alto indipendentemente dall'indicatore usato per misurarla. Sono aumentati non solo le ULA (+4,0% dal primo quarto 2014 al terzo 2017) e il monte ore effettivamente lavorate (+5,0%), ma anche, contemporaneamente e con intensità simile, il numero di persone occupate. Data la caduta meno marcata durante la crisi (-4,2% rispetto al -8,0% delle ULA), già nell'estate 2017 gli occupati hanno recuperato il livello di inizio 2008, tornando sopra i 23 milioni.

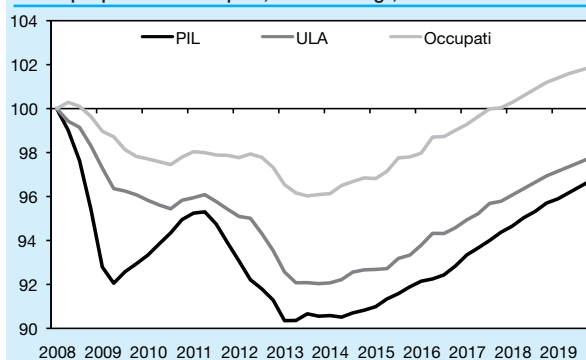
L'occupazione, in termini di persone, dopo il +1,1% in media d'anno, è prevista crescere dell'1,0% nel 2018 e di un altro 0,9% nel 2019. Alla fine del 2019 le persone occupate saranno di 370mila unità oltre il picco della primavera 2008. Avevano toccato il minimo in autunno 2013 (-983mila unità).

**... in crescita soprattutto nei servizi...** La risalita del numero di occupati è cominciata prima ed è stata più intensa nei servizi privati: +7,2% da fine 2013, portando il livello a +957mila rispetto a inizio 2008. D'altronde gli orari pro-capite sono rimasti molto bassi, addirittura in ulteriore flessione nel 2017: nel terzo trimestre ogni occupato nei servizi privati ha lavorato mediamente 2 ore in meno a settimana rispetto a inizio 2008 (Grafico 1.12). Nel periodo di previsione proseguirà la ricomposizione settoriale dell'occupazione verso i servizi, a fronte di orari che sono attesi solo in lieve risalita.

**... mentre l'industria allunga anche gli orari** Nell'industria in senso stretto l'occupazione è ripartita più tardi, da fine 2015, e la sua risalita (+2,1%, pari a 85mila unità) è stata smorzata dall'allungamento degli orari in corso, iniziato già nel 2013 (+1,8 ore dal punto di minimo, ma ancora -1,5 rispetto a inizio 2008). Con orari che si allungano il recupero delle ULA (+5,2% dal minimo di metà 2014) è più intenso di quello delle persone occupate. L'occupazione nell'industria non recupererà comunque presto i livelli pre-crisi, a causa dell'ampia perdita di potenziale produttivo. Al netto delle costruzioni, il settore oggi impiega il 15,8% del totale delle ULA, dal 18,1%

Grafico 1.11

**Gli occupati superano i livelli pre-crisi**  
(Italia, PIL a prezzi costanti, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno e occupati; dati destag.; 1° trim. 2008=100)

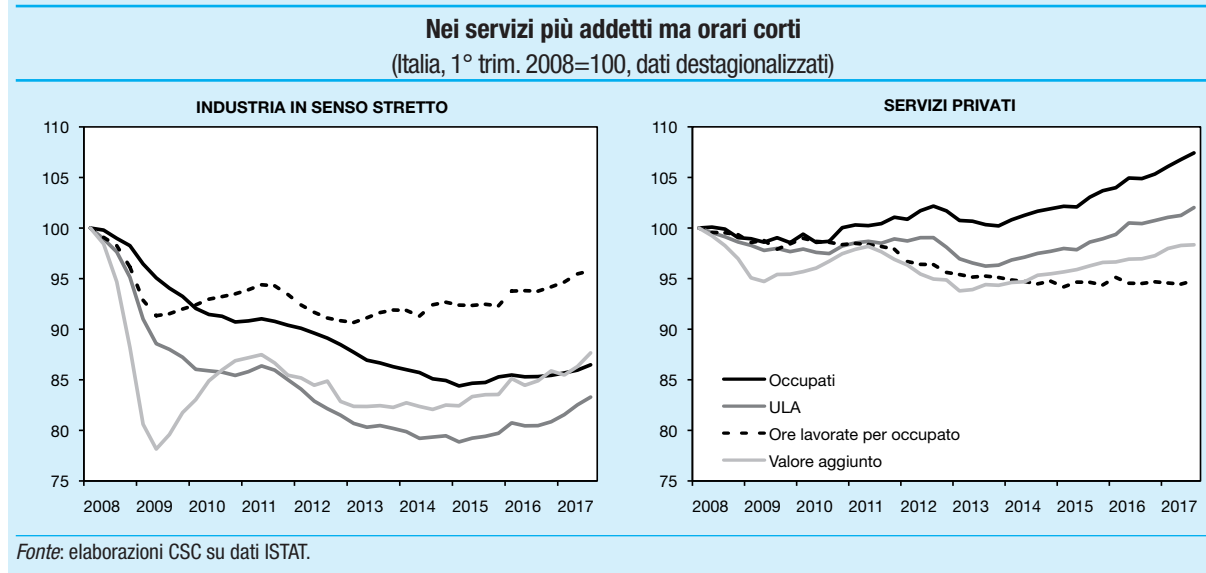


Dal 4° trimestre 2017: previsioni CSC.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

di inizio 2008 (-764mila unità). La quota delle costruzioni è scesa da 7,6% a 6,1% (-442mila unità); da fine 2016 si è registrato un lieve recupero (+32mila ULA) ma il vuoto occupazionale rischia di rivelarsi in larga parte strutturale.

Grafico 1.12



**Su solo l'occupazione dipendente...** L'incremento del numero di persone occupate osservato negli ultimi anni è totalmente ascrivibile all'aumento dei lavoratori dipendenti, che hanno cominciato a crescere da fine 2013: +6,8% a ottobre, pari a +1,1 milioni di unità, 647mila sopra il livello pre-crisi. Gli indipendenti, nello stesso periodo, sono diminuiti del 3,2% (-174mila unità), portando il calo complessivo a -613mila.

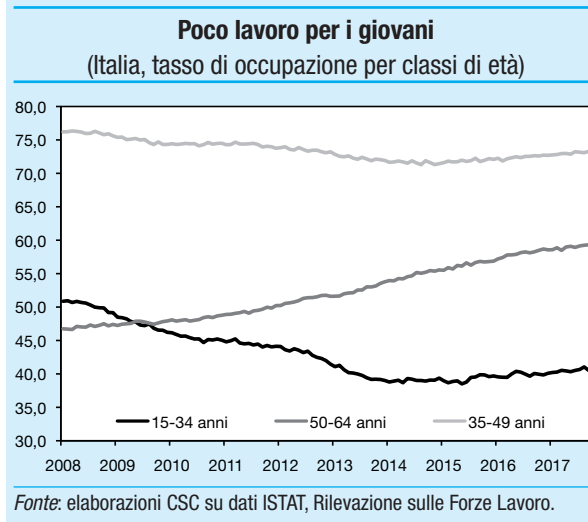
**...con staffetta tra tempo determinato e indeterminato** Scomponendo per tipologia contrattuale la crescita dell'occupazione dipendente si osserva che nel 2014 le assunzioni sono ripartite via aumento dei contratti a tempo determinato, come già nel biennio 2010-2011, in linea con la maggiore reattività della componente temporanea dell'occupazione all'andamento dell'attività economica. Con l'istituzione transitoria della decontribuzione sulle assunzioni a tempo indeterminato (da gennaio 2015) e l'introduzione del contratto a tutele crescenti (da marzo 2015) si è osservato un cospicuo aumento dell'occupazione a tempo indeterminato, che ha trainato la crescita dell'occupazione totale, sostituendosi in larga misura a quella a termine. Dell'aumento dell'occupazione dipendente registrato nel corso del 2015 (+315mila unità a dicembre su dicembre 2014), l'86,7% è avvenuto con contratti a tempo indeterminato. Nel 2016, quando l'ammontare degli sgravi è stato ridotto in durata ed entità, la quota è scesa al 39,6% su 282mila posti dipendenti aggiuntivi. Nei primi 10 mesi del 2017 i lavoratori a tempo indeterminato sono aumentati ancora, ma hanno rappresentato solo il 12,1% della variazione complessiva dei dipendenti (pari a +338mila unità). Gli sgravi contributivi previsti in via permanente dall'ultima Legge di bilancio, seppur limitati ai giovani, daranno dal 2018 nuovo slancio all'occupazione a tempo indeterminato.

**Resta alto il numero delle persone a cui manca lavoro** Nonostante i miglioramenti registrati negli ultimi anni, nel mercato del lavoro italiano sono ancora 7,7 milioni le persone a cui manca lavoro in tutto o in parte; erano 8,1 milioni nel 2014<sup>1</sup>. Nel 2017 il numero di individui attivamente in cerca di un impiego, ossia i disoccupati, è rimasto intorno a 3 milioni: l'aumento dell'occupazione è stato infatti accompagnato da una forza lavoro che, dopo essere cresciuta dell'1,0% nel 2016 (nessuna variazione nel 2015) ha continuato a salire nel 2017 (+0,7% acquisito per l'anno a ottobre). Ciò ha portato il tasso di disoccupazione all'11,3% in media d'anno, dall'11,7% nel 2016. A fronte di tassi di crescita della forza lavoro più contenuti, la disoccupazione scenderà al 10,9% nel 2018 e al 10,5% nel 2019.

**La vera emergenza sono i giovani** L'impatto della crisi sul mercato del lavoro è stato particolarmente marcato per i giovani e ciò ha acuito la già molto netta segmentazione del mercato del lavoro italiano. Il tasso di disoccupazione per i 15-34enni è al 21,4%, ancora tra i più alti nell'Eurozona, seppur in contrazione rispetto al picco di metà 2014 (24,9% in luglio). Il tasso di occupazione ha toccato un minimo a inizio 2015 (38,7%) e da allora è risalito al 40,5% (in ottobre; Grafico 1.13). La scarsa occupazione giovanile causa una riduzione nel lungo periodo della forza lavoro a cui il sistema può attingere, anche perché conduce all'emigrazione, e abbassa così il potenziale di crescita, creando un circolo vizioso che è urgente spezzare.

Dal 2008 al 2016, periodo in cui il tasso di disoccupazione in Italia è passato, per gli *under 40*, dal 9,8% al 18,6%, hanno spostato la residenza all'estero 624mila italiani: di questi, circa 320mila avevano tra i 15 e i 39 anni, il 51,4% del totale degli emigrati, un'incidenza quasi doppia rispetto a quella della stessa classe di età sulla popolazione (28,3%). Gli sgravi contributivi previsti dalla Legge di bilancio vanno nella giusta direzione perché stimolano la domanda di lavoro per gli *under 30* (*under 35* nel 2018) ma è urgente anche un rafforzamento delle politiche di attivazione per far entrare più giovani nel mercato del lavoro.

Grafico 1.13



<sup>1</sup> Oltre ai 3 milioni di disoccupati, nel secondo trimestre 2017 si stimavano 2,6 milioni di occupati part-time involontari e 2,1 di non occupati disponibili a lavorare.

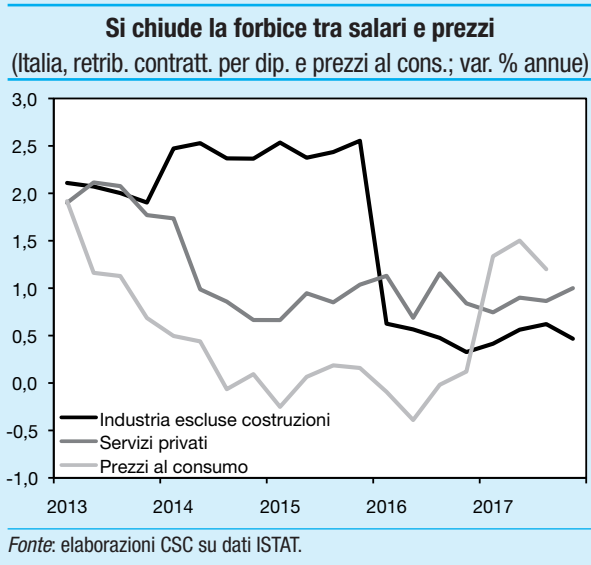
**Retribuzioni oltre il passo dei contratti...** Il CSC stima che nell'intera economia la dinamica delle retribuzioni contrattuali accelererà all'1,2% nel 2018, dal +0,5% medio annuo nel biennio precedente, e procederà a passo simile nel 2019 (+1,0%). Il ritmo delle retribuzioni di fatto continuerà a essere principalmente alimentato da quello delle contrattuali, ma lo sopravvanzerà come già nel biennio precedente: +1,3% nel 2018 e +1,1% nel 2019 (+0,7% nel 2016-2017). Di pari passo con il consolidarsi dell'attività economica, infatti, ripartono i premi variabili aziendali, incentivati dalla detassazione resa permanente dalla Legge di stabilità 2016. A fronte del rialzo dell'inflazione, le retribuzioni reali avanzeranno lievemente nel biennio 2018-2019 (+0,1% cumulato), dopo il +1,6% tra 2013 e 2017.

**...nel settore privato** Nell'industria in senso stretto le retribuzioni contrattuali hanno frenato, dal 2,5% medio annuo nel 2014-2015, allo 0,5% nel 2016, anno in cui alcuni importanti rinnovi nel settore sono rimasti in stallo. La nuova tornata contrattuale ha previsto aumenti (nel metalmeccanico e nel legno) o aggiustamenti delle tranche (come nel chimico e nel tessile) sulla base dell'inflazione nell'anno precedente, per evitare scostamenti tra inflazione prevista ed effettiva, che sono stati ampi negli anni passati. Ciò si è tradotto, con prezzi fermi nel 2016, in una dinamica delle contrattuali ancora moderata nell'anno in corso (+0,5%), che tornerà sopra l'1% nel biennio previsivo, sulla scia della ripartenza dell'inflazione (Grafico 1.14). La dinamica delle retribuzioni di fatto nominali nell'industria supererà quella delle contrattuali, dato il riallungamento degli orari e l'erogazione di premi: +1,2% nel 2018 e +1,4% nel 2019.

Nel complesso del settore privato, dopo il +1,0% medio annuo nel 2016-2017, le retribuzioni di fatto cresceranno dell'1,3% sia nel 2018 sia nel 2019. Quelle reali avanzeranno dello 0,3% cumulato, dopo il +2,4% registrato tra 2013 e 2017.

**Tornano a crescere le retribuzioni nel pubblico** Nel settore pubblico (circa un quarto del monte retributivo totale), nonostante il blocco delle procedure negoziali (2010-2015) fosse finito, le retribuzioni (sia contrattuali sia di fatto) sono rimaste ferme nel 2016-2017, ma sono attese crescere dell'1,6% nel 2018 e di un altro 0,5% nel 2019. Le previsioni del CSC inglobano gli effetti sia delle risorse stanziare per i rinnovi contrattuali dalle due ultime leggi di bilancio e dal disegno di Legge di bilancio così come presentato al Parlamento (che nel corso dell'anno prossimo determineranno pagamenti di aumenti e arretrati) sia di quelle per nuove assunzioni, che, per effetti di composizione, terranno la dinamica delle di fatto lievemente sotto a quella delle con-

Grafico 1.14



trattuali. Tuttavia, secondo l'analisi dell'Aran<sup>2</sup>, l'accordo siglato nel novembre 2016 prevede un incremento delle retribuzioni contrattuali a regime per il triennio 2016-2018 del 3%, che sarà erogato quasi interamente nel 2018. Ciò pone un rischio al rialzo per la dinamica retributiva e le connesse variabili macroeconomiche. Parimenti non sono considerati nello scenario CSC eventuali stanziamenti per rinnovi e assunzioni a valere sul 2019.

**CLUP ancora in rialzo** Il CSC stima che nel totale dell'economia italiana il CLUP aumenterà dello 0,8% sia nel 2018 sia nel 2019, dopo il +0,6% dell'anno in corso (+1,1% nel 2016). La produttività continuerà, infatti, a crescere a passo lento nel biennio previsivo (+0,4% nel 2018 e +0,2% nel 2019, dopo il +0,1% nel 2017) e ben al di sotto del ritmo di crescita del costo del lavoro (+1,2% e +1,0% rispettivamente, dopo il +0,7% del 2017).

Nell'industria in senso stretto il CLUP, la cui corsa si era arrestata nel triennio 2014-2016, è tornato a crescere nel 2017 (+0,9%) e continuerà ad aumentare nel biennio previsivo: +0,8% in entrambi gli anni, a fronte di una produttività che avanza (+0,3 e +0,5%) e di una dinamica del costo del lavoro in più forte accelerazione (+1,1% e +1,3%).

### 1.1.5 Prezzi e margini

**Inflazione totale in lenta risalita** La dinamica annua dell'indice dei prezzi al consumo nel 2017 sarà pari, in media, all'1,2% (+1,2% acquisito a novembre; da -0,1% nel 2016), si assesterà all'1,0% nel 2018 e salirà all'1,3% nel 2019.

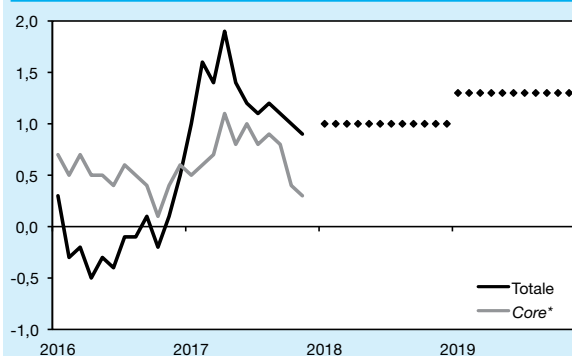
Questo profilo sconta una graduale risalita già nel corso del prossimo anno. La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia, infatti, è scesa a +0,9% a novembre, da un picco di +1,9% in aprile (era a -0,2% nell'ottobre 2016; indice NIC).

Da inizio 2017 la dinamica dell'indice totale ha superato quella dei prezzi *core*, esclusi energia e alimentari. Anche quest'ultima è in diminuzione, su valori estremamente bassi (+0,3% annuo, da +1,1% in aprile), lontana dall'obiettivo BCE (+2,0%; Grafico 1.15).

**Core inflation attesa in recupero** Nello scenario CSC, il recupero dell'economia, l'incremento del CLUP e la disoccupazione in graduale calo sostengono i prezzi *core*. La concorrenza internazionale e i rapidi sviluppi tecnologici, però, continuano a frenarli (si veda il riquadro *Bassa in-*

Grafico 1.15

**Inflazione prevista in graduale aumento...**  
(Italia, indici NIC, var. % annue, dati mensili)



2018-2019: previsioni CSC. \* Indice al netto di energia e alimentari.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

<sup>2</sup> Aran (2016), *Rapporto semestrale sulle retribuzioni dei pubblici dipendenti*, Anno 7, n. 2.

*flazione: cause ed effetti per le imprese*). Come risultato netto, la dinamica dei prezzi *core* è attesa risalire lentamente dai minimi appena toccati, verso lo 0,8% in media nel 2018 e l'1,2% nel 2019. Lo scenario non incorpora rincari dell'IVA nel 2019.

La frenata dei prezzi *core* negli ultimi mesi ha riguardato soprattutto quelli dei servizi (+0,5% annuo a novembre, da +1,8% in aprile). Quelli dei beni industriali hanno mostrato una dinamica nulla, o poco negativa, fin da inizio 2017. Questo avviene nonostante il recupero dell'economia e la crescita dei corrispondenti prezzi alla produzione (+1,2% annuo in ottobre i beni di consumo). Ciò può voler dire che, data la comunque più fragile crescita dei consumi, la distribuzione si faccia carico di non trasferire appieno a valle i rincari a monte.

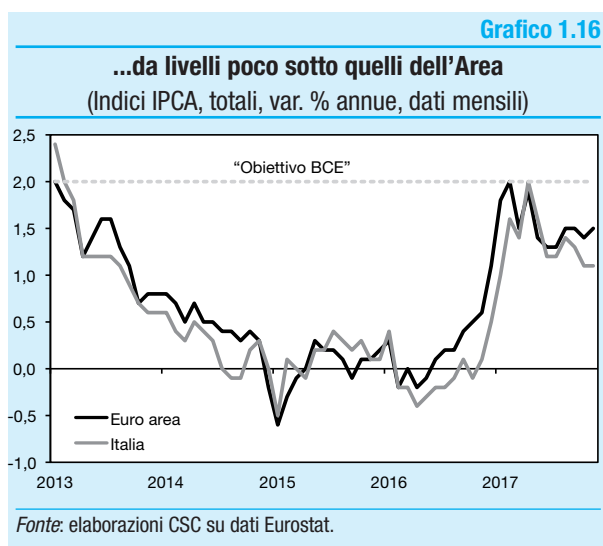
D'altra parte, i consumatori italiani continuano ad essere molto attenti nella spesa e sensibili alle offerte, anche perché si attendono ancora una riduzione dei prezzi, sebbene con un'intensità molto minore rispetto allo scorso anno: -3 in ottobre il saldo delle risposte (indagine Commissione europea), da -18 nel dicembre 2016 (in Germania tale saldo è a +16, da +11).

**Prezzi energetici previsti in graduale frenata** Nello scenario CSC, sia nel 2018 sia nel 2019 l'incremento dei prezzi delle materie prime alza i prezzi energetici e alimentari, con un'intensità attenuata dal rafforzamento dell'euro nel primo anno e che sarà minore per i prezzi energetici nel secondo. Tale profilo spiega perché la variazione annua dell'indice totale rimane poco sopra quella dell'indice *core* nel biennio di previsione.

I prezzi energetici al consumo crescono del 4,4% annuo a novembre (+7,5% in aprile). Seguono con un ritardo di alcuni mesi e in misura ridotta, per l'alta incidenza di imposte e altre componenti, l'andamento della quotazione del petrolio Brent tradotta in euro. La cui dinamica annua è balzata al +23,3% a novembre, da -4,5% a giugno. Nello scenario CSC il prezzo del petrolio in euro cresce dell'11% annuo in media nel 2018 (+19% medio nel 2017) e del 3% nel 2019: ciò favorirà un graduale rallentamento della crescita annua dei prezzi energetici in Italia.

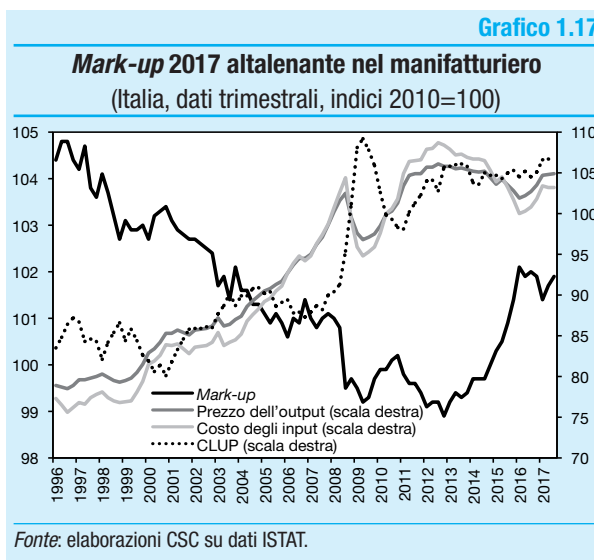
Pure i prezzi alimentari crescono più della misura *core*: +1,8% annuo a novembre (+2,1% in aprile). Tale dinamica è alimentata specie dai prezzi degli alimentari freschi (+3,2%), mentre quelli dei lavorati salgono più lentamente (+0,8%).

**Negativo il differenziale con l'Eurozona** La variazione annua dei prezzi al consumo in Italia, misurata in base agli indici armonizzati IPCA (+1,1% a novembre), è sotto quella dell'Area euro (+1,5%). Il differenziale è, quindi, di -0,4 punti, in ampliamento rispetto al -0,1 registrato nel periodo giugno-agosto (-0,2 in media nei primi undici mesi del 2017, -0,3 nel 2016; Grafico 1.16).



Crescono meno in Italia sia i prezzi energetici (-0,3 punti percentuali il gap a novembre) sia quelli alimentari (-0,6 punti). E, negli ultimi mesi, anche i prezzi *core* (-0,5 punti a novembre), sui quali il differenziale era nullo fino a settembre; il gap apertosi di recente può riflettere la crescita più lenta dei consumi italiani e quindi una minore pressione sui prezzi, come detto sopra.

**Margini industriali discreti** In Italia il *mark-up* delle imprese manifatturiere, in media, è risalito nel terzo trimestre del 2017 (+0,2%, +0,3% nel secondo), dopo la flessione di inizio anno. In termini tendenziali registra una piccola erosione (-0,1%). I margini avevano registrato un recupero significativo tra 2013 e 2016 (+3,2% cumulato) e nel 2017 si mantengono sui livelli del 2004 (Grafico 1.17). L'andamento è migliore quest'anno per il totale dell'economia: +0,1% annuo il *mark-up* nel terzo trimestre (ma solo +1,3% nel 2013-2016). In prospettiva, nel 2018-2019 il rialzo delle commodity e del CLUP, incorporati nello scenario CSC, continua a esercitare una pressione al ribasso sui margini.



**Auto-finanziamento frenato** I margini sono alla base della generazione di utili e quindi delle possibilità di auto-finanziamento delle imprese per investimenti e produzione. Tra 2014 e 2016 la loro risalita è stata cruciale per contribuire a finanziare la crescita italiana, a fronte del credito scarso. L'andamento del *mark-up* manifatturiero segnala una dinamica indebolita nel 2017, ma considerando anche i volumi (margine operativo lordo, stime CSC) risulta che nel secondo e terzo trimestre la capacità di auto-finanziamento ha più che recuperato il calo di inizio anno.

**Rincarare degli input** Il *mark-up* è determinato dall'andamento relativo dei prezzi di vendita (misurati al cancello della fabbrica) e dei costi unitari di produzione. Questi ultimi stanno registrando un marcato incremento nel manifatturiero: +2,3% annuo nel terzo trimestre (dopo -6,6% cumulato nel 2013-2016). Ciò è dovuto soprattutto al rialzo dei prezzi degli input intermedi, tra cui le commodity (+2,4%, dopo -7,7%), ma anche al costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP, +1,9%, dopo -1,1%). I prezzi alla produzione nel manifatturiero sono anch'essi in aumento (+2,1%, dopo -3,7%) perché le imprese, a fronte del rialzo dei costi, hanno rincarato i listini per contenere l'erosione della redditività.

**Sale il deflatore del PIL** Nei primi tre trimestri di quest'anno il deflatore del PIL è salito appena dello 0,4% rispetto allo stesso periodo del 2016, essendo stato contenuto dal forte aumento dei prezzi all'import. Nel quarto trimestre del 2017 il CSC stima un'accelerazione e nei prossimi due anni prevede un riequilibrio della dinamica dei prezzi all'import e di quelli all'export e quindi un avvicinamento della dinamica del deflatore del PIL a quella dell'inflazione al con-



sumo. Su base annua il deflatore crescerà, quindi, dello 0,6% nel 2017, dell'1,2% nel 2018 e dell'1,4% nel 2019. Di conseguenza il PIL nominale sale quest'anno del 2,2%, l'anno prossimo del 2,8% e del 2,6% nel 2019.

### Bassa inflazione: cause ed effetti per le imprese

La dinamica dei prezzi in Italia e negli altri paesi dell'Eurozona rimane bassa, al di sotto del target del 2%, nonostante la risalita dei livelli di attività si sia ormai consolidata e la politica monetaria sia iper-espansiva da anni. Quali sono le cause di questo fenomeno? Quali sono le conseguenze per l'operatività delle imprese?

A tenere l'inflazione nell'Area euro ben sotto quanto ci si aspetterebbe in presenza di un *output gap* positivo (ovvero di un livello di attività e di una crescita sopra al potenziale) contribuisce una combinazione di fattori ciclici, che tuttavia si stanno esaurendo. A questi si aggiungono fattori strutturali, più persistenti, legati a globalizzazione e progresso tecnologico.

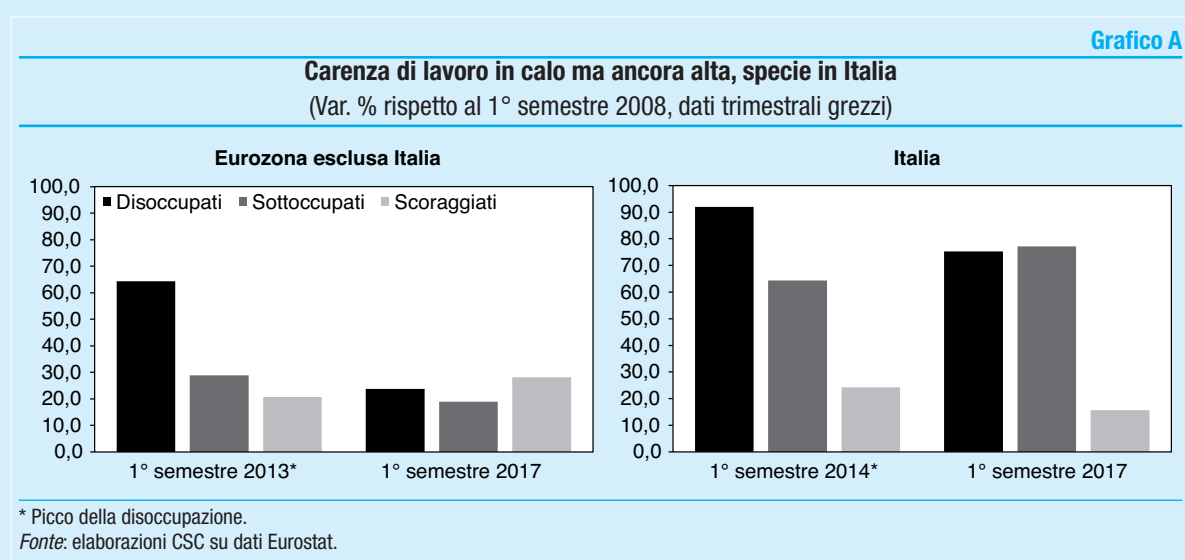
Un primo fattore ciclico è costituito dalla lunga eco del crollo delle quotazioni delle materie prime dal 2013-2014. L'effetto di trasferimento sui prezzi al consumo, specie quelli energetici ma anche gli alimentari, si è protratto fino alla fine del 2016, dato anche il ritardo nella fissazione dei prezzi finali rispetto a quelli a monte. La risalita dai minimi del prezzo del petrolio (partita a inizio 2016) e delle altre commodity (per alcune avviata nel corso del 2017) ha segnato un cambio di marcia; nello scenario CSC, l'aumento del Brent sarà più contenuto nei prossimi anni, visto che l'offerta mondiale sale appena sotto la domanda. Comunque, nel biennio le materie prime non spingeranno all'ingiù l'inflazione euro, semmai all'insù.

Più persistenti potrebbero essere le ricadute degli andamenti delle quotazioni delle commodity per le imprese italiane, in termini di compressione dei margini e politica dei prezzi, soprattutto nei settori più esposti alla concorrenza internazionale, qual è il manifatturiero. Sulla scia dei minori costi delle materie prime, negli ultimi anni le imprese italiane hanno ridotto i prezzi dei beni industriali (misurati al cancello della fabbrica) pur di stimolare la domanda, a costo di un recupero solo parziale dei margini (il margine operativo lordo nel manifatturiero è risalito al 32,4% del valore aggiunto nel 2016, da un minimo di 27,3% nel 2012; era al 34,5% nel 2007). Viceversa, ora che i prezzi delle commodity hanno ricominciato a salire, le imprese fanno fatica ad alzare i prezzi per difendere i margini. Nei primi tre trimestri del 2017, in presenza del rialzo dei costi degli input, l'aumento dei prezzi è stato più limitato e il *mark-up* ha subito una flessione (-0,1% annuo).

Un secondo fattore ciclico che tiene bassa la dinamica dei prezzi è l'ancora ampio bacino di lavoratori sotto-utilizzati. La disoccupazione nell'Eurozona, da un picco al 12,1% a inizio 2013, è scesa sotto il 9% nel quarto trimestre 2017. Considerando l'Area al netto dell'Italia vi sono ancora 12,3 milioni di disoccupati, 2,4 milioni in più rispetto al pre-crisi. A questi si aggiungono 6,1 milioni di sottoccupati, anch'essi in diminuzione ma ancora circa un milione in più rispetto a inizio 2008, e 3,2 milioni di non-occupati disponibili a lavorare che tuttavia non

hanno compiuto azioni di ricerca attiva (“scoraggiati”). Questa carenza di lavoro mitiga le pressioni salariali dal lato dell’offerta, ma andrà a esaurimento data la crescita sostenuta nell’Area, attesa in prosecuzione.

In Italia il numero di persone a cui manca lavoro, in tutto o in parte, rimane particolarmente elevato: i disoccupati, che al picco erano quasi raddoppiati (+92,1% da inizio 2008 a inizio 2014) sono ancora 3 milioni, +75,3% rispetto al pre-crisi (+23,7% nel resto dell’Eurozona); i sottoccupati continuano a crescere e sono 800mila (+77,1% da inizio 2008); gli “scoraggiati”, pur in diminuzione, restano 3 milioni (+15,7%; Grafico A). Nel Paese, essendo la bassa inflazione il sintomo di una ancora ampia sotto-utilizzazione delle risorse dell’economia, continuano a servire interventi che stimolino più investimenti produttivi e più occupazione.



Un terzo fattore, anch’esso destinato ad esaurirsi, è il circolo vizioso che si innesca in presenza di un periodo di persistente bassa inflazione come quello vissuto di recente: quando la dinamica dei prezzi rimane bassa a lungo, si moderano anche le aspettative di inflazione e ciò a sua volta contiene la dinamica inflazionistica. Questo circolo è tanto più persistente tanto più è rivolto al passato il sistema di fissazione di prezzi e salari, per esempio a causa di fattori istituzionali quali l’indicizzazione salariale. Nell’Eurozona, secondo il monitoraggio della BCE, l’indicizzazione è diminuita nei primi anni della crisi e di pari passo è sceso il peso dell’inflazione passata su quella corrente<sup>1</sup>. In Italia nel settore industriale alcuni importanti contratti collettivi rinnovati tra fine 2015 e nel corso del 2016 (che pesano un terzo del settore privato), dopo aumenti contrattuali risultati ben superiori all’inflazione nella precedente tornata contrattuale (a fronte di ampi scostamenti tra inflazione prevista ed effettiva), hanno ri-

<sup>1</sup> Si veda Mario Draghi, *Accompanying the economic recovery*, discorso di introduzione all’ECB Forum on Central Banking tenutosi a Sintra il 27 giugno 2017.

conosciuto aumenti o aggiustamenti delle tranche sulla base dell'inflazione relativa all'anno precedente. Ciò si traduce nel 2017-2018 in una maggiore inerzia nell'andamento dell'inflazione stessa.

Se i fattori ciclici sono in progressivo esaurimento (anche se più lentamente in Italia), permangono fattori strutturali; essenzialmente, la globalizzazione e il progresso tecnologico, che continueranno a esercitare una pressione al ribasso sui listini.

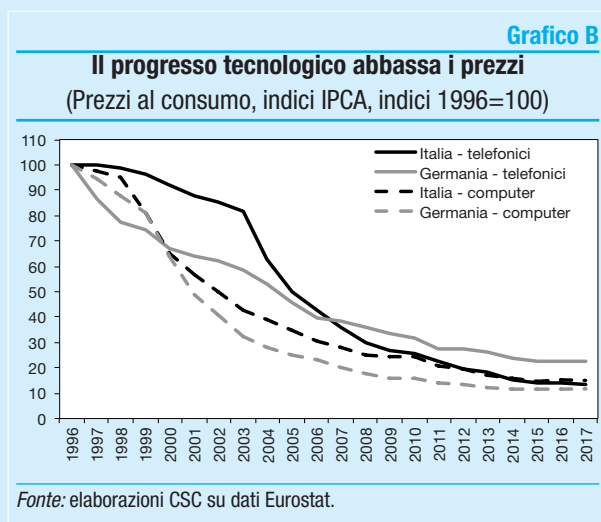
La progressiva riduzione dei costi resa possibile dalle innovazioni tecnologiche, con l'introduzione di nuovi prodotti, il miglioramento di quelli esistenti e la riorganizzazione dei processi produttivi, contribuisce dalla fine degli anni Novanta a tenere bassa la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici (aggregato dove sono maggiormente inclusi prodotti a medio o alto contenuto tecnologico) e dei servizi di comunicazione. Ad esempio, il prezzo al consumo dei computer e software si è ridotto in Italia dell'85,4% nel 1996-2017<sup>2</sup>. I ribassi sono stati simili

in tutti i principali paesi euro: -88,2% in Germania, -94,7% in Francia. Andamento analogo si ha per altri beni in cui è incorporata crescente tecnologia: -86,7% in Italia il prezzo di cellulari e telefoni (-77,6% in Germania), -51,7% gli apparecchi audio-video (-65,9% in Germania; Grafico B). La concorrenza globale, inoltre, tende a premere all'ingiù costi e prezzi.

Nel complesso, dunque, le possibili spiegazioni per l'attuale bassa dinamica dei prezzi sono molteplici e potenzialmente variegata tra paesi. Una diagnosi accurata è fondamentale perché da essa dipendono risposte di *policy* adeguate.

La bassa inflazione e le sue cause hanno anche importanti conseguenze per l'operatività delle imprese. Primo, vi è il rischio di aumento del costo reale del denaro. A oggi l'Euribor a 3 mesi si mantiene negativo, su valori molto espansivi: -0,33% a novembre 2017, -1,2% deflazionato con la *core inflation* (era a +0,4% nel luglio 2011; Grafico C). Il rendimento del BTP decennale è sceso all'1,76% (da 6,04% nel luglio 2012). Questi tassi fanno da guida in Italia a tutti i rendimenti, in particolare a quelli dei bond bancari. La loro discesa ha contribuito in modo decisivo a ridurre ai minimi il costo del credito per le imprese italiane. La BCE è attesa chiudere

<sup>2</sup> Per alcuni di questi beni, gli istituti di statistica stimano, con varie tecniche econometriche, una correzione della dinamica del prezzo per l'incremento della qualità, specie in occasione della sostituzione di un vecchio prodotto con una nuova versione o con un bene interamente nuovo. Una maggiore qualità a parità di prezzo osservato viene tradotta in una riduzione del prezzo stimato.



il QE tra fine 2018 e inizio 2019 ed effettuare il primo rialzo dei tassi ufficiali verso la fine del 2019. Perciò, i tassi di interesse a breve e a lunga nell'Eurozona (e in Italia) inizieranno a salire dalla seconda metà del prossimo anno. Il rialzo sarà molto graduale, ma se l'inflazione resterà bassa il costo reale del denaro nell'Eurozona crescerà, penalizzando le imprese. Ciò rallenterà il recupero dell'economia.

In secondo luogo, la bassa inflazione tiene a freno la dinamica del PIL nominale, con risvolti negativi per i conti pubblici (e in generale per tutte le posizioni debitorie), perché rallenta il denominatore del rapporto debito-PIL e fiacca le entrate fiscali, complicando la riduzione del deficit di bilancio e del debito pubblico. In questo contesto, la discesa del debito impone ancora più consistenti tagli di spesa e/o aumenti di entrate, che tuttavia hanno l'effetto di ridurre la domanda aggregata e peggiorare redditività e competitività delle imprese (via maggiore pressione fiscale).

Grafico C

### Politica monetaria iper-espansiva nell'Eurozona (Tasso reale a breve termine\*, valori %, dati mensili)



\* Euribor a 3 mesi meno *core inflation*.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat, Thomson Reuters.

### 1.1.6 Finanza pubblica

**In alta lena il deficit** Il CSC stima un indebitamento netto della PA al 2,1% del PIL quest'anno (dal 2,5% nel 2016), all'1,7% nel 2018 e all'1,9% nel 2019 (Tabella 1.2).

Per quest'anno il deficit sarà uguale a quello previsto a settembre scorso e a quello indicato, poco dopo, dal Governo nella Nota di aggiornamento al Documento di Economia e finanza (NADEF). Per gli anni successivi, lo scenario previsivo incorpora gli effetti del disegno di Legge di bilancio presentato dal Governo e in corso di approvazione in Parlamento. Nonostante ciò, nel 2018 il deficit è di 0,1 punti più alto di quanto stimato dal Governo (1,6% del PIL) per effetto di una diversa previsione del PIL nominale, che nello scenario CSC cresce del 2,8% contro il 3,1% indicato nella NADEF. Nel 2019 lo scostamento rispetto alla stima del Governo (0,9% del PIL) si amplia a 1,0 punti. Ciò anzitutto perché il CSC, sulla base dell'esperienza degli ultimi anni, non sconta il ricorso alla clausola di salvaguardia che dovrebbe scattare il 1° gennaio 2019 e che comporterebbe l'aumento delle aliquote IVA per 0,7 punti di PIL. La clausola è inclusa nel deficit tendenziale dal Governo (abbassandolo) ed esclusa dal CSC. Inoltre, gli ulteriori 0,3 punti di PIL di scostamento del deficit previsto dal CSC rispetto a quello indicato dal Governo sono legati alla diversa previsione della dinamica del PIL nominale: 3,4% quella governativa, 2,6% quella CSC.

Il deficit di bilancio strutturale, ossia al netto dell'andamento del ciclo e delle una tantum, è atteso al 2,2% del PIL nel 2017 (dall'1,7% del 2016), all'1,9% nel 2018, quando l'*output gap* sarà positivo, e tornare al 2,2% nel 2019.

Il saldo primario sale all'1,7% del PIL quest'anno (dall'1,5% nel 2016), all'1,9% nel 2018 e scende all'1,7% nel 2019. In termini strutturali è stimato all'1,7% del PIL quest'anno e il prossimo (dal 2,2% del 2016) e all'1,4% nel 2019.

**Diminuisce l'incidenza della spesa pubblica** La spesa pubblica cala al 49,0% del PIL nel 2017 (dal 49,4% nel 2016), al 48,2% nel 2018 e al 48,0% nel 2019, mentre aumenta in termini monetari (+1,5% nel 2017, +1,1% nel 2018 e +2,1% nel 2019); soprattutto aumentano le prestazioni sociali (+7,8% nel triennio). La spesa in conto capitale sale al 3,6% del PIL quest'anno per scendere al 3,4% nel biennio successivo.

La spesa per interessi è stimata al 3,8% del PIL nel 2017 (dal 4,0% nel 2016) e al 3,6% nel 2018 e 2019, in ribasso, quest'anno e il prossimo, rispetto alle stime di settembre e sostanzialmente in linea con le previsioni del Governo. Il CSC stima il tasso di rendimento del BTP decennale si in risalita, ma senza che torni ai livelli di lungo periodo (quelli del pre-crisi) prima del 2021. Per tale ragione, nei prossimi due anni i titoli a scadenza più lunga (la maggior parte) verranno rinnovati a tassi più bassi di quelli a cui erano stati emessi e, anche considerando il maggior fabbisogno da finanziare, il CSC stima un risparmio di 1,8 miliardi nel 2018 e 1,2 nel 2019 (rispetto alla spesa per interessi del 2017).

**Continua a scendere la pressione fiscale** Le entrate complessive della PA sono stimate dal CSC al 46,9% del PIL quest'anno (come nel 2016), per scendere al 46,5% nel 2018 e al 46,1% nel 2019.

La pressione fiscale si attesta al 42,4% del PIL nel 2017 (42,7% nel 2016), al 42,1% nel 2018 e al 41,7% nel 2019; al netto del bonus di 80 euro, che per ragioni contabili è classificato tra le uscite, sarà del 41,9% quest'anno, del 41,6% l'anno prossimo e del 41,2% nel 2019, il livello più basso dal 2006. L'incidenza effettiva della pressione fiscale sul PIL depurato dal sommerso è del 47,9% quest'anno, scenderà al 47,6% nel 2018 e poi al 47,2% nel 2019.

Nel 2017 la dinamica delle entrate tributarie prevista dal CSC è confortata dai dati disponibili. Nei primi nove mesi dell'anno il gettito delle entrate tributarie è risultato in aumento dello 0,9%

Tabella 1.2

Il quadro della finanza pubblica (Valori in % del PIL)					
	2016	2017	2018	2019	Trend
Entrate totali	46,9	46,9	46,5	46,1	—
Uscite totali	49,4	49,0	48,2	48,0	—
Pressione fisc. apparente	42,7	42,4	42,1	41,7	—
Pressione fisc. effettiva	48,2	47,9	47,6	47,2	—
Indebitamento netto	2,5	2,1	1,7	1,9	—
Indeb. netto strutturale	1,7	2,2	1,9	2,2	—
Saldo primario	1,5	1,7	1,9	1,7	—
Saldo primario strutturale	2,2	1,7	1,7	1,4	—
Debito pubblico	132,0	131,6	130,5	129,6	—
Debito pubblico (netto sostegni)*	128,5	128,2	127,2	126,3	—
<i>Per memoria, al netto del bonus 80 euro:</i>					
Entrate totali	46,3	46,3	46,0	45,6	—
Uscite totali	48,8	48,5	47,7	47,5	—
Pressione fisc. apparente	42,1	41,9	41,6	41,2	—
Pressione fiscale effettiva	47,6	47,3	47,0	46,6	—

\* Prestiti diretti a paesi euro e quota di pertinenza dell'ESM.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

rispetto allo stesso periodo del 2016. Il leggero calo delle imposte dirette (-0,3%) viene più che compensato dall'aumento delle imposte indirette (+2,3%). Il calo delle dirette è ascrivibile alla diminuzione del gettito IRES (-3,1%) connesso ad alcune innovazioni introdotte dalla Legge di bilancio 2016: la riduzione dell'aliquota (dal 27,5% al 24,0%), la deducibilità della svalutazione e delle perdite sui crediti, la razionalizzazione dell'ACE e la maggiorazione degli ammortamenti. Risulta, invece, in aumento il gettito IRPEF (+1,0%), nonostante le revisioni introdotte sulla tassazione dei premi di produttività, grazie all'andamento positivo delle imposte sui redditi da lavoro dipendente, in linea con quanto previsto dal CSC.

Tra le imposte indirette cresce il gettito IVA (+2,8%, in linea con la previsione CSC per l'anno in corso) per l'andamento positivo di quello sugli scambi interni (+1,2%) e di quello sulle importazioni da paesi extra-UE (+16,6%), quest'ultimo legato all'aumento del prezzo del petrolio.

**In discesa il debito** Il rapporto tra debito pubblico e PIL scende al 131,6% nel 2017 (dal 132,0% nel 2016), poi al 130,5% nel 2018 e al 129,6% nel 2019. Anche al netto dei sostegni agli altri paesi europei (pari a circa 3,4 punti di PIL): 128,2% del PIL nel 2017 (dal 128,5%), 127,2% nel 2018 e 126,3% nel 2019. La stima CSC include 0,2 punti di PIL di dismissioni quest'anno e 0,3 punti negli anni a seguire e una riduzione dei depositi del Tesoro presso le banche sia quest'anno sia nel biennio successivo, come indicato dal Governo nella NADEF.

**Positivi gli effetti della manovra di bilancio** Secondo le stime del Governo, la manovra di finanza pubblica dovrebbe portare nel 2018 a un maggiore aumento del PIL di 0,32 punti percentuali. Il sostegno alla crescita verrebbe soprattutto dall'annullamento degli aumenti programmati delle imposte indirette: in quanto restrizione evitata, ridà 0,30 punti percentuali alla crescita del PIL.

La manovra, nelle intenzioni del Governo, riduce il deficit dal 2,1% del PIL di quest'anno all'1,6% nel 2018; l'indebitamento netto dovrebbe scendere sotto l'1% del PIL nel 2019 e raggiungere il sostanziale pareggio di bilancio l'anno successivo (0,2% del PIL). Riguardo al deficit tendenziale, abbassato per il 2018 all'1,0% del PIL contro l'1,2% indicato ad aprile, la manovra lo peggiora di 0,6 punti di PIL, all'1,6%, in quanto l'1,0% incorporava gli aumenti di imposte indirette previsti dalle clausole di salvaguardia (che valevano 0,9 punti di PIL). Al netto delle clausole, la manovra riduce il deficit di 0,3 punti di PIL (Tabella 1.3).

La riduzione del deficit stimata dal Governo per il 2018 è sostanzialmente attribuibile al miglioramento ciclico dell'economia e alla riduzione della spesa per interessi. Infatti, il saldo primario strutturale (cioè al netto della componente ciclica e delle una tantum) è programmato rimanere invariato rispetto al 2017 (2,6% del PIL). In altre parole, la manovra è neutrale sulla domanda interna, mentre era attesa essere restrittiva. Le regole europee avrebbero richiesto una correzione di almeno 0,6 punti di PIL, scontata a 0,3 punti nel dialogo con la Commissione europea. Il 2018 rappresenta comunque un anno di svolta perché l'avanzo primario strutturale, dopo quattro anni di discesa (per circa 2 punti di PIL cumulati), rimarrà fermo e comincerà a risalire dal 2019.

Il deficit strutturale nel 2018 migliora di 0,3 punti di PIL, il che avvicina il pareggio di bilancio.

La composizione della manovra appare favorevole al sostegno della crescita, soprattutto per quanto riguarda l'annullamento degli aumenti di imposta previsti dalle clausole di salvaguardia, il sostegno all'occupazione dei giovani, le proroghe di iperammortamento e superammortamento, il rinnovo della "nuova Sabatini" per favorire gli investimenti delle PMI in chiave Industria 4.0 e gli interventi per il Mezzogiorno che puntano a creare condizioni di convenienza economica per investire al Sud.

La scelta del Governo di assicurare il sostegno alla risalita del PIL, rendendo graduale il consolidamento del debito, è condivisibile poiché la sostenibilità dei conti pubblici è strettamente legata alla dinamica dell'economia. Importante sarà cogliere, nei prossimi anni, l'occasione fornita dal miglioramento del quadro economico per accelerare il rientro del debito.

Rimane ampio il divario di crescita dell'economia italiana rispetto agli altri paesi europei: 0,9 punti percentuali quest'anno (nel 2012 aveva toccato i 2,3 punti). Sarà quindi compito della prossima legislatura proseguire lungo il cammino delle riforme con l'obiettivo di aumentare il potenziale di crescita del Paese.

Tabella 1.3

<b>Nella manovra misure favorevoli alla crescita</b> (Effetti sull'indebitamento netto; milioni di euro)			
	2018	2019	2020
<b>Impieghi</b>	<b>27.862</b>	<b>22.989</b>	<b>14.750</b>
<b>Minori entrate</b>	<b>21.066</b>	<b>14.232</b>	<b>6.767</b>
<i>di cui:</i>			
Sterilizzazione clausole di salvaguardia	15.473	6.415	0
Proroga iper e superammortamento	0	903	1.712
Decontribuzione assunzione giovani	382	1.195	1.931
Detrazioni ecobonus e ristrutturazioni	121	1.291	603
<b>Maggiori spese</b>	<b>6.796</b>	<b>8.757</b>	<b>7.983</b>
correnti	5.708	6.616	5.219
<i>di cui:</i>			
Fondo a favore di contratti PA	1.650	1.650	1.650
Fondo occupazione e formazione	138	189	181
Lotta alla povertà	300	700	900
Credito d'imposta spese di formazione	0	250	0
capitali	1.088	2.141	2.765
<i>di cui:</i>			
Fondo di garanzia PMI	200	0	0
Misure per il Sud	200	100	0
<b>Risorse</b>	<b>27.862</b>	<b>22.989</b>	<b>14.750</b>
<b>Maggiori entrate</b>	<b>11.713</b>	<b>9.551</b>	<b>8.347</b>
<i>di cui:</i>			
Fatturazione elettronica	202	1.587	1.587
Riduzione soglia pagamenti PA	145	175	175
<b>Minori spese</b>	<b>5.212</b>	<b>1.858</b>	<b>3.782</b>
correnti	2.267	1.510	1.565
capitali	2.944	348	2.217
<b>Indebitamento</b>	<b>10.937</b>	<b>11.580</b>	<b>2.621</b>
<b>In % PIL</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>
Variazione entrate	-9.353	-4.681	1.580
Variazione spese	1.584	6.899	4.201

Fonte: elaborazioni CSC su stime del Governo.

## 1.2 Il contesto internazionale

### 1.2.1 Commercio mondiale

**Scambi globali in robusta espansione** La crescita mondiale si consolida su buoni ritmi e continua a essere sostenuta dal nuovo ciclo globale degli investimenti, la cui partenza è stata segnalata dal CSC già all'inizio del 2017, e dall'espansione del manifatturiero. Investimenti dal lato della domanda e manifatturiero da quello dell'offerta sono forti attivatori di scambi con l'estero, attraverso le catene globali del valore. Il commercio internazionale, poi, trasmette gli impulsi espansivi da un paese all'altro, anche attraverso le stesse filiere globali della produzione.

I miglioramenti sono sincronizzati e diffusi a fine 2017 nelle economie avanzate e maggiore slancio è atteso nel 2018 in quelle emergenti; si rafforzano, in particolare, i paesi esportatori di commodity, che beneficiano della risalita dei prezzi delle materie prime nell'anno in corso. È un circolo virtuoso che amplifica l'intensità dell'espansione dell'attività mondiale e tende a innalzare il sentiero di crescita potenziale, specie via maggiore accumulazione di capitale.

**Dinamica congiunturale positiva...** Lo scenario congiunturale è ampiamente positivo. Il commercio mondiale è aumentato dell'1,4% nel terzo trimestre sul secondo, con un'espansione sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti; particolarmente vivaci le importazioni dei paesi dell'Eurozona (+1,6%) e quelle degli emergenti asiatici (+2,1%; Grafico 1.18). La variazione acquisita degli scambi globali nel 2017 è pari a +4,2%.

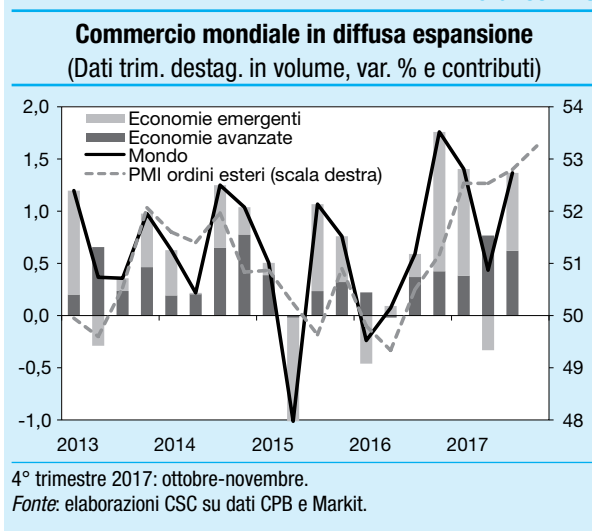
**...e buone prospettive per fine 2017** La crescita del commercio internazionale è attesa proseguire a ritmi robusti anche

Tabella 1.4

Le esogene internazionali della previsione (Variazioni %)					
	2016	2017	2018	2019	Trend
Commercio mondiale	1,4	4,3	3,9	3,6	↗
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	45,1	54,0	63,0	65,0	↗
Prodotto interno lordo					
Stati Uniti	1,5	2,3	2,5	2,1	↗
Area euro	1,8	2,4	2,1	1,9	↗
Paesi emergenti	4,1	4,7	4,8	4,9	↗
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,11	1,13	1,18	1,18	↗
Tasso FED <sup>3</sup>	0,40	1,00	1,61	1,89	↗
Tasso a 3 mesi USA <sup>3</sup>	0,74	1,26	1,89	2,21	↗
Tasso BCE <sup>3</sup>	0,01	0,00	0,00	0,06	↗
Tasso a 3 mesi Area euro <sup>3</sup>	-0,26	-0,33	-0,31	-0,12	↗

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

Grafico 1.18





nell'ultimo quarto dell'anno, stando ai principali indicatori qualitativi: la componente ordini esteri del PMI manifatturiero globale si è attestata a 53,7 in novembre, sopra i livelli medi del terzo trimestre (52,8) e ai massimi da inizio 2011, e il Baltic index (che misura il costo di trasporto via nave delle materie prime) è risalito in dicembre sui valori più alti da quattro anni. Anche i segnali di ulteriore rafforzamento della congiuntura europea, con aumenti record delle esportazioni, puntano a un consolidamento dell'espansione degli scambi mondiali.

**Previsioni riviste all'insù...** Nello scenario CSC le stime per il commercio mondiale sono riviste ulteriormente al rialzo; un rallentamento è comunque atteso nel biennio previsivo: dopo +4,3% nel 2017 (rispetto al +4,1% indicato in settembre), gli scambi registreranno +3,9% nel 2018 (da +3,5%) e +3,6% nel 2019. Anche le stime di crescita del PIL globale sono ritoccate lievemente all'insù, con ritmi sostanzialmente stabili: +3,1% sia quest'anno (da +2,9% in settembre; a cambi di mercato) sia il prossimo (da +3,0%) e +3,0% nel 2019. Di conseguenza, l'elasticità del commercio al PIL, definita come il rapporto tra le rispettive variazioni percentuali, dopo essere scesa sotto l'unità nel quinquennio scorso, è pari a 1,4 nel 2017 (anche grazie all'accelerazione delle economie europee, fortemente integrate commercialmente e produttivamente) e scenderà fino a 1,2 nel 2019, con il baricentro della crescita mondiale che torna a spostarsi verso gli emergenti.

**...ma restano freni strutturali** Nel 2017 il commercio mondiale registra, quindi, la dinamica più elevata dal 2010, dopo due anni di estrema debolezza. Sono venuti meno, infatti, alcuni freni ciclici che avevano agito negli anni precedenti: debolezza di manifatturiero e investimenti, caduta dei prezzi delle commodity (nel 2015-2016) e bassa crescita nei paesi europei. Permangono, invece, alcuni fattori strutturali, o comunque molto persistenti e strettamente connessi tra loro, che tengono la dinamica del commercio mondiale ben sotto ai ritmi pre-crisi: lo stop all'espansione delle catene globali del valore, che erano cresciute molto velocemente negli anni pre-crisi, anche grazie alla maggiore partecipazione degli emergenti, e poi si sono accorciate soprattutto a causa della regionalizzazione degli scambi asiatici intorno al polo cinese; la normalizzazione della crescita della Cina, nel ritmo e nella composizione, con un minore apporto del settore estero; il maggior ricorso a misure protezionistiche, prevalentemente non tariffarie e, quindi, poco visibili o misurabili, che sono alimentate da pulsioni nazionalistiche anche negli Stati Uniti e in Europa.

**Spinte protezionistiche...** Secondo i dati del *Global Trade Alert* negli ultimi anni è cresciuto il ricorso a misure protezionistiche: 511 in più nel 2017, ben al di sopra del numero di nuovi accordi commerciali (219). Il singolo strumento di difesa più utilizzato è costituito dalle misure anti-dumping; la possibilità di usare tali misure è stata esplicitamente introdotta nel gruppo G-20. Altre barriere tariffarie alle importazioni, invece, sono in calo. Nel complesso, comunque, gli interventi distorsivi più diffusi riguardano incentivi e finanziamenti pubblici alle imprese nazionali. Nel quadro globale pesa la politica commerciale degli Stati Uniti diventata nettamente più protezionistica, avendo raggiunto in ciò un livello secondo soltanto a quello dell'India. L'Amministrazione USA, dopo lo stop all'accordo TTIP con l'Europa e l'uscita da quello TPP con i paesi trans-pacifici, sta conducendo un difficile negoziato per la riforma del NAFTA con Canada e Messico. Punta, inoltre, a indebolire il ruolo di arbitro internazionale del WTO, bloccando il

rinnovo dei giudici dell'*Appellate Body*, organismo che ha un ruolo centrale nella risoluzione delle controversie commerciali.

**...e più forti rischi al ribasso** Le spinte protezionistiche degli Stati Uniti generano incertezza riguardo le regole del gioco mondiali e alimentano i rischi di una reazione difensiva degli altri principali attori, con conseguenze potenzialmente molto negative sulla dinamica degli scambi esteri.

Più in generale, sono in aumento i rischi geopolitici mondiali: in Asia con l'incognita Corea del Nord; in Medio Oriente con le turbolenze interne in Arabia Saudita e la disputa sul nucleare iraniano; in Europa con il sentiero ancora non tracciato per la Brexit, la crisi in Catalogna, le prossime elezioni in Italia e la possibilità di un ritorno alle urne anche in Germania.

A ciò si aggiungono ulteriori rischi al ribasso, con probabilità diverse: una brusca frenata della Cina, una ricaduta dei prezzi delle commodity e turbolenze dei mercati finanziari connesse al rientro delle politiche monetarie ultra-espansive di FED e BCE (tenuto conto che i valori azionari USA sono molto elevati). Esistono anche rischi al rialzo, nel caso di ulteriori miglioramenti della fiducia e delle aspettative di domanda, con un'accelerazione del ciclo degli investimenti, soprattutto nei paesi avanzati.

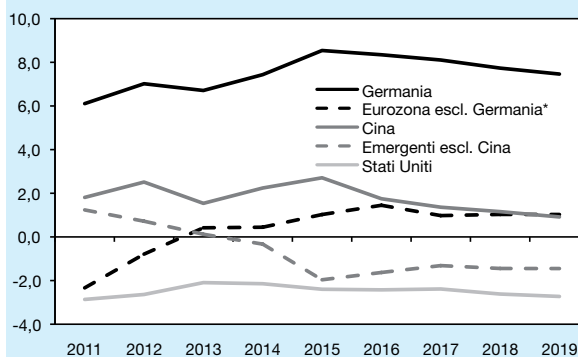
**Forti squilibri nei conti con l'estero...** Nel 2017 gli squilibri di parte corrente sono rimasti sostanzialmente stabili nelle principali economie avanzate, mentre sono parzialmente rientrati in quelle emergenti. Nel biennio di previsione, secondo le stime dell'FMI, i divari nei conti correnti rimarranno nel complesso poco variati.

**...in stabilizzazione quelli degli emergenti...** La risalita delle quotazioni delle commodity ha permesso di invertire la tendenza all'ampliamento degli squilibri correnti in quei paesi emergenti che sono esportatori netti di petrolio e materie prime (in particolare, Russia, Brasile e paesi OPEC). In precedenza, infatti, il calo dei prezzi *oil* e *non-oil* aveva peggiorato le loro ragioni di scambio e quindi i loro saldi commerciali, mentre aveva migliorato quelli degli importatori netti, tra cui la Cina, oltre ai principali avanzati. Il successivo parziale rientro del surplus cinese è stato favorito anche dalla ripartenza delle sue importazioni. La sostanziale stabilizzazione delle quotazioni delle commodity nel biennio previsivo consoliderà il riequilibrio dei conti con l'estero nei paesi emergenti (Grafico 1.19).

**...ampia divaricazione tra gli avanzati** Nell'Euro area l'evoluzione favorevole delle ragioni di scambio ha mantenuto elevati i surplus correnti nel 2016. In Germania è stato pari all'8,3% del PIL,

Grafico 1.19

### Ampi squilibri nei conti esteri (Saldo delle partite correnti in % del PIL)



\* Media dei saldi dei paesi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

vicino ai livelli record del 2015 (8,5%), mentre in media negli altri paesi è salito all'1,4% del PIL (dall'1,0% nel 2015). Nel corso del 2017 si è registrata una modesta riduzione degli avanzi. Questa tendenza è attesa proseguire nei prossimi mesi, grazie alla robusta ripresa della domanda interna (che spinge l'import), alla risalita dei prezzi delle commodity (che peggiora le ragioni di scambio) e all'euro più forte (che costituisce un freno per l'export, per ora non osservato nei dati). L'elevato surplus tedesco, comunque, rientrerà a ritmi troppo lenti anche nel biennio pre-visivo, rimanendo molto sopra la soglia considerata eccessiva secondo i parametri della Commissione europea (6% del PIL nella media degli ultimi tre anni).

Il deficit corrente degli Stati Uniti, infine, è rimasto sostanzialmente stabile nel 2015-2016 ed è atteso ampliarsi nel 2017-2018 per effetto della robusta crescita delle importazioni; potrebbe essere contenuto, tuttavia, dall'indebolimento del dollaro, che aumenta la competitività delle esportazioni.

### 1.2.2 Eurozona

**Crescita sopra il potenziale...** Nel terzo trimestre del 2017 il PIL dell'Area euro ha registrato una variazione congiunturale di +0,6%, come nel primo e in marginale rallentamento rispetto al +0,7% del secondo. Tra le grandi economie hanno accelerato Germania (+0,8% da +0,6%) e Italia (+0,4% da +0,3%). La crescita 2017 del PIL Eurozona acquisita al terzo trimestre è pari a +2,2% sul 2016.

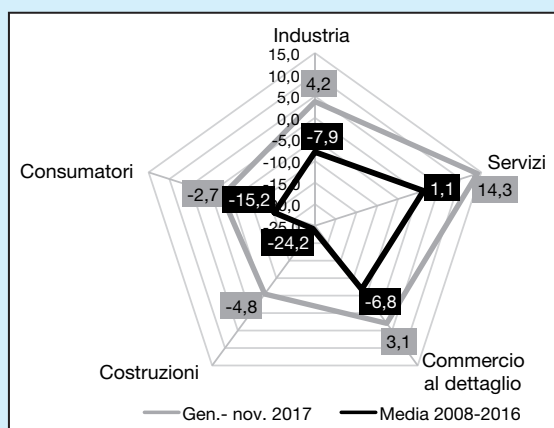
Gli indicatori qualitativi puntano al consolidamento dell'espansione a fine anno. A novembre l'ESI, l'indice composito che sintetizza la fiducia di imprese e famiglie, si è attestato a 114,6 (record da ottobre 2000), grazie all'apporto corale sia di tutti i settori produttivi sia dei consumatori

(Grafico 1.20). L'indice PMI del manifatturiero ha raggiunto 60,1, il secondo valore più alto dal 1997, dopo quello registrato ad aprile 2000, e l'utilizzo della capacità produttiva è ormai prossima al massimo storico (84% nel quarto trimestre, vicino al livello record registrato nel 2007). In media nel bimestre ottobre-novembre il PMI composito (56,8) e l'ESI (114,4) sono coerenti con un tasso di crescita del PIL nel quarto trimestre che potrebbe salire allo 0,8-0,9%.

Data una crescita vivace e sopra le attese nell'ultima parte dell'anno, il CSC rivede al rialzo la stima per il PIL dell'Eurozona nel 2017, da +2,2% di settembre a +2,4% (top dell'ultimo decennio, ben sopra al potenziale dell'1,4% stimato dalla Commissione europea). Quella nel 2018 è prevista solo di poco inferiore, al +2,1% da +1,8%, sia per un più ampio trascinarsi sia per

Grafico 1.20

**Ottimismo diffuso tra settori e consumatori**  
(Eurozona, componenti dell'ESI, saldi delle risposte in %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

il rafforzamento in atto della domanda interna, con la spesa delle famiglie sostenuta dai progressi nel mercato del lavoro e il consolidamento del contributo degli investimenti (ormai pari a quello dei consumi da 24 mesi). Nel 2019 il ritmo di crescita è atteso scendere all'1,9%, anche per la riduzione dello stimolo monetario.

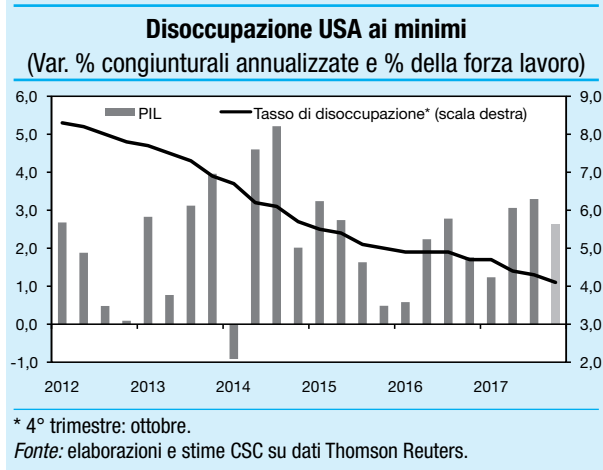
**...ma sale il rischio politico** Per le prospettive di crescita dell'Eurozona l'unico vento contrario è l'incertezza politica, in ulteriore aumento. Al percorso ancora ignoto della Brexit si aggiungono la crisi catalana in Spagna, le prossime elezioni in Italia e il rischio di un nuovo voto anche in Germania. L'impasse politica tedesca, elemento del tutto inedito negli ultimi settanta anni, è dovuta allo stop dei negoziati per costituire una coalizione di governo tra cristiano-democratici, liberali e verdi. Lo stallo politico ha ripercussioni anche a livello europeo. In primo luogo, rallenta le riforme e quel processo di rafforzamento istituzionale che si dovrebbe concretizzare nell'unione monetaria. In secondo luogo, vi sono questioni che non possono essere gestite senza l'apporto del governo tedesco, tra cui sei nomine apicali in scadenza nel 2018-2019: i presidenti del Consiglio Europeo, della Commissione, dell'Eurogruppo, della BCE (incluso il vice) e del meccanismo di supervisione bancaria. Altra fonte di rischio è la Spagna, per via dell'ancora irrisolta crisi catalana, con risvolti non solo politici ma anche economici: l'impatto sul PIL spagnolo di un'evoluzione sfavorevole dopo le elezioni in Catalogna del 21 dicembre prossimo è stato stimato da Oxford Economics in una perdita di 17 miliardi di euro nel biennio 2018-2019 (un punto e mezzo di PIL) rispetto allo scenario base.

### 1.2.3 Stati Uniti

**Prosegue l'espansione...** Dopo una crescita superiore alle attese nel terzo trimestre (+3,3% la seconda stima), il PIL USA è rivisto al rialzo per il 2017 a +2,3% da +2,2% di settembre (Grafico 1.21). Il maggior slancio acquisito si trascina al 2018, ristimato a +2,5% da +2,4%. Per il 2019 la previsione CSC è invece di decelerazione al +2,1% per le conseguenze del percorso di normalizzazione intrapreso dalla FED.

**...su un moderato sentiero di crescita** La crescita del terzo trimestre ha sorpreso al rialzo, tenuto conto degli uragani estivi Harvey e Irma. L'economia americana continua a beneficiare del traino sia dei consumi (+2,3% annualizzato sul secondo), che hanno contribuito alla crescita del PIL per circa il 50%, sia degli investimenti: quelli industriali sono stati la componente più dinamica con un incremento del 10,4% degli acquisti di impianti e attrezzature. Invece, gli investimenti residenziali hanno registrato un calo del 5,1%. In ottobre i

Grafico 1.21



nuovi ordini di beni capitali esclusa difesa e aeromobili mostrano una battuta d'arresto (-0,5% da +2,1% in settembre), ma le consegne indicano una dinamica ancora positiva degli investimenti fissi delle imprese per il quarto trimestre (+0,4% da +1,2%). I nuovi cantieri residenziali registrano un netto rimbalzo (+13,7% da -3,2% in settembre) suggerendo un'inversione di tendenza anche per la componente residenziale.

**Disoccupazione ai minimi** L'aumento dell'occupazione è tornato robusto in ottobre (+261mila i dipendenti non agricoli, dopo il +18mila di settembre), come largamente atteso esauriti gli effetti degli uragani. Il tasso di disoccupazione è ai minimi da agosto 2000 (4,1%), mentre la crescita dei salari nominali oscilla da inizio 2017 intorno al 2,6% annuo (era 3,2% nel 2007).

**I consumi tengono il passo** In ottobre le vendite al dettaglio al netto di auto e prodotti da costruzione rimangono vivaci (+0,4% su settembre) anche se, in termini reali, decelerano (nel terzo trimestre +3,8% annuo dopo tredici trimestri sopra il 4%). L'indice di fiducia (Conference Board) è salito in novembre a 129,2 da 126,2 in ottobre, il livello più alto dal novembre 2000.

**Rischi al ribasso per il 2018 e per il 2019** Il Senato ha approvato il testo della riforma fiscale. Le differenze fra i disegni di legge della Camera e del Senato richiedono la riconciliazione per arrivare a un testo comune. La convergenza politica sull'obiettivo di una rapida conclusione dell'iter rende l'approvazione entro fine anno l'opzione più probabile. L'indeterminatezza circa i contenuti del provvedimento rende ancora incerti gli attesi effetti positivi. Per il 2019 rischi al ribasso originano da un percorso di normalizzazione dei tassi più restrittivo rispetto allo scenario base CSC (tre rialzi nel 2018 e due nel 2019 invece che due e uno) e da una possibile ulteriore strozzatura dell'offerta di lavoro derivante dall'attuazione di politiche antimigrazione. A ciò si aggiungono rischi di controeffetti della riforma fiscale innescati dalla ridefinizione degli incentivi fra i diversi settori d'attività.

#### 1.2.4 Giappone

**Crescita sostenuta dall'export...** L'economia giapponese è cresciuta in estate (+0,3% congiunturale) per il settimo trimestre consecutivo, il periodo più prolungato degli ultimi quindici anni, dopo quello registrato tra la primavera 1999 e l'inverno 2001. Il rallentamento rispetto allo 0,6% registrato nel secondo trimestre è dovuto all'arretramento dei consumi privati (-0,5%), in particolare durevoli (-1,2% rispetto al secondo trimestre). Si tratta di una parentesi temporanea dovuta anche a fattori climatici (che hanno inciso su viaggi e trasporti), come conferma il miglioramento a ottobre della fiducia dei consumatori (44,5 il saldo da 43,9 di settembre). Il traino alla crescita è venuto dalla domanda estera (+1,5% le esportazioni sul secondo trimestre).

**...e dagli investimenti privati** Gli investimenti privati sono cresciuti nel terzo trimestre (+1,0% dopo -2,0% del secondo). Il dato dell'indagine condotta dal Ministero delle Finanze comporterà una revisione al rialzo della corrispondente componente nei conti nazionali (+1,3% da +0,2%) e anche della variazione del PIL nel terzo trimestre (+0,5% da +0,3%). Sostenuta dall'espansione della produzione manifatturiera (PMI a 53,6 a novembre, record da febbraio 2014), il PIL chiuderà il 2017 con un tasso di crescita pari all'1,5% per poi decelerare verso l'1,0% nel biennio 2018-2019.

### 1.2.5 Regno Unito

**Resta alta l'incertezza legata alla Brexit...** A nove mesi dall'avvio del divorzio del Regno Unito dall'UE (29 marzo 2017) non si sciolgono i principali nodi oggetto delle trattative. Qualche progresso è stato registrato nel firmare il *divorce bill* dopo che Londra si è detta disposta a pagare un prezzo per la Brexit che oscilla tra 44 e 55 miliardi di euro; ma restano ancora da chiarire aspetti chiave come l'impianto per regolare i flussi migratori e il regime per gli scambi di merci e servizi. L'incertezza è acuita dall'indebolimento del Governo May (due ministri persi negli ultimi mesi) sancito dal risultato elettorale dello scorso giugno, che ha portato a una riduzione dei seggi per i conservatori in Parlamento tale da far perdere loro la maggioranza.

#### ...e ne risentono i consumi delle famiglie

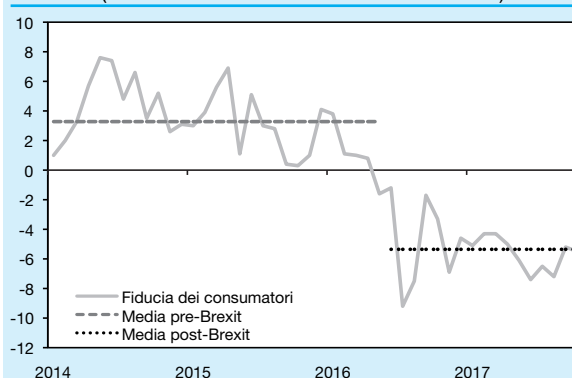
La fiducia dei consumatori resta molto bassa (media post-referendum Brexit a -5,4, dal 3,3 medio registrato tra inizio 2014 e metà 2016, Grafico 1.22). Al di là dell'esito finale delle negoziazioni, la Brexit ha già prodotto un effetto di impoverimento dell'economia, stimato in 404 sterline su base annuale per la famiglia media britannica<sup>1</sup>. Ciò è il risultato del circolo vizioso avviato dal deprezzamento della sterlina (-13,3% sull'euro dai livelli pre-Brexit), con inflazione in aumento (+3,0% a ottobre e settembre, sopra l'obiettivo del 2,0%) e pressioni salariali al rialzo per trattenere lavoratori qualificati (la disoccupazione è

ai minimi storici per la caduta della forza lavoro dovuta alla fuga degli immigrati UE). In questo contesto particolarmente incerto e difficile, per sostenere la sterlina la Banca d'Inghilterra ha deciso a inizio novembre il primo rialzo del tasso ufficiale di interesse dall'inizio della crisi (luglio 2007), di un quarto di punto, portandolo allo 0,50% (da 0,25%).

Pur lasciando invariata la previsione di crescita dell'economia britannica per il 2017 (all'1,6%), il CSC ritocca al ribasso le stime per il 2018 (+1,3% da +1,5%) e prevede che lo stesso ritmo di crescita si mantenga nel 2019 (+1,3%). L'assunzione di fondo resta che si arrivi a un accordo condiviso tra le parti evitando lo scenario peggiore di *hard Brexit*, esito che tuttavia non è scontato.

Grafico 1.22

#### Resta bassa la fiducia dei consumatori UK (Indice GFK sulla fiducia dei consumatori)



Fonte: elaborazioni CSC su dati DG ECFIN.

<sup>1</sup> Si veda Breinlich H., Leromain E., Novy D., Sampson T. (2017), The consequences of the Brexit vote for UK inflation and living standards: First evidence, *Technical paper*, London School of Economics.

### 1.2.6 Emergenti

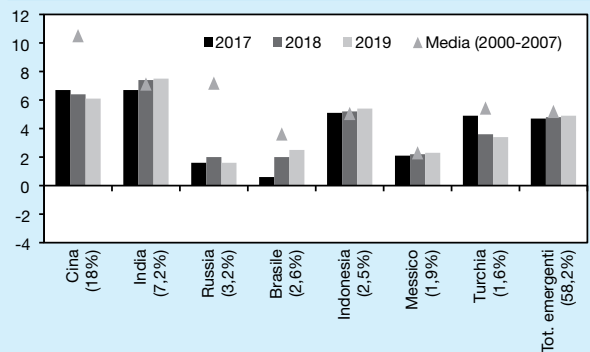
**La crescita si irrobustisce...** Il CSC lascia invariate le stime di crescita del PIL per l'insieme dei paesi emergenti nel 2017 (+4,7%) e nel 2018 (+4,8%); per il 2019 indica un'ulteriore accelerazione della crescita (+4,9%). Il ritmo di espansione sta tornando sui livelli osservati prima della crisi (+5,2% la media nel periodo 2000-2007; Grafico 1.23).

**...ma resta critico il contesto geopolitico** Le prospettive economiche di molti paesi emergenti sono rese incerte dalle tensioni politiche, con ricadute dirette e indirette sul resto del Mondo. Sul fronte Corea del Nord, il 20 novembre il Presidente Trump ha reinserito il paese nella lista degli "Stati Canaglia", con l'intento di aumentare la pressione verso il disarmo nucleare<sup>2</sup>; ciò nonostante il 29 novembre Pyongyang ha effettuato un nuovo test missilistico. Non si allentano nemmeno le tensioni in Medio Oriente, con l'Arabia Saudita che sta tessendo le fila di una coalizione in chiave anti-iraniana, con l'intento di evitare che Teheran aumenti la sua influenza in Libano e Yemen. Rimane irrisolta la crisi siriana. Gli Emiri del Golfo guidati dall'Arabia Saudita continuano l'embargo nei confronti del Qatar, accusato di sostegno finanziario al terrorismo e di collaborare con l'Iran. In tutte queste faglie di attrito (a cui va aggiunta quella in Crimea) Russia e USA si trovano su fronti contrapposti.

**PIL emergenti: i BRIC pesano oltre la metà...** Il peso dei nuovi mercati sul PIL globale (calcolato a parità di potere di acquisto) continuerà ad aumentare nell'orizzonte di previsione, superando il 60% nel 2019 (dal 58,2% nel 2016). Dai BRIC proviene oltre la metà del prodotto degli emergenti, con la Cina in testa, che rappresenta da sola il 31% dell'aggregato. La crescita è tuttavia

Grafico 1.23

**Emergenti vicini ai ritmi di crescita pre-crisi**  
(PIL reale, var %, primi 7 paesi emergenti per peso sul PIL mondiale stimato a PPA nel 2016)

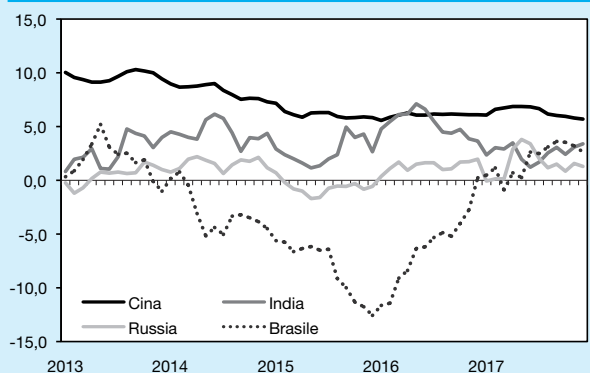


Tra parentesi il peso sul PIL mondiale.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati FMI.

Il peso dei nuovi mercati sul PIL globale (calcolato a parità di potere di acquisto) continuerà ad aumentare nell'orizzonte di previsione, superando il 60% nel 2019 (dal 58,2% nel 2016). Dai BRIC proviene oltre la metà del prodotto degli emergenti, con la Cina in testa, che rappresenta da sola il 31% dell'aggregato. La crescita è tuttavia

Grafico 1.24

**Manifattura BRIC in crescita corale**  
(Var. % annue della produzione, dati mensili)



Medie mobili centrate a tre termini.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

<sup>2</sup> La definizione di "Stato Canaglia" risale al *National Missile Defence Act* del 1999 e si diffuse maggiormente nei media dopo gli attentati del settembre 2001. Nel 2008 la Corea del Nord era stata cancellata dalla lista dal Presidente George W. Bush. Ad oggi la lista include anche Iran, Siria e Sudan.

sempre più diffusa tra i paesi emergenti e meno dipendente dall'andamento della Cina (il cui contributo all'incremento totale degli emergenti scenderà al 40% nel 2019 dal 47% nel 2016).

**...con produzione in espansione corale...** La manifattura cinese è quella che cresce ai ritmi più sostenuti (+6,4% nel 2017), seppure lungo un percorso di graduale rallentamento (+7,5% in media nel 2013-2016); segue quella dell'India con un +2,7% nel 2017 (da +3,8% medio nel 2013-2016). Crescono a ritmi più lenti, ma in netta ripresa, la manifattura brasiliana (+1,9% da -3,9%) e quella russa (+1,7% da +0,6%; Grafico 1.24).

**...e dinamica favorevole dei prezzi** L'inflazione rimane contenuta nei BRIC: in Brasile in ottobre si è attestata all'1,8% (da una media del 3,3% nei mesi precedenti del 2017), in Russia al 2,7% (da 4,1%), in India al 3,6% (da 2,9%) e in Cina all'1,9% (da 1,5%); ciò lascia ampi spazi per interventi espansivi di politica monetaria.

## Cina

**In Cina atterraggio più graduale** Il CSC rivede leggermente al rialzo le stime di crescita per la Cina: il PIL aumenterà del 6,7% nel 2017 (+6,6% previsto in settembre) e del 6,4% nel 2018 (da +6,2%); nel 2019 l'economia cinese è attesa crescere del 6,1%. Il miglioramento sconta i buoni risultati realizzati nel primo e nel secondo trimestre (+6,9% in entrambi), che hanno sicuramente risentito dell'avvicinarsi del Congresso del Partito Comunista (tenutosi in ottobre), in vista del quale si è puntato ad avere un'economia solida e con una crescita in linea con gli obiettivi governativi; è possibile che, passato il Congresso, nei prossimi mesi si assista a un più deciso rallentamento.

**Si rafforza la leadership di Xi Jinping** Al termine del Congresso il partito comunista cinese ha approvato in modo unanime l'inclusione del nome e del pensiero di Xi Jinping nella Costituzione, elevandolo al rango del fondatore Mao Zedong. Tale riconoscimento ha sciolto ogni dubbio sul fatto che la leadership del Presidente potesse essere ridimensionata da spaccature interne al partito. Il Presidente ha dichiarato esplicitamente di voler condurre la seconda economia mondiale verso una «nuova era», lasciando trasparire l'impegno di rafforzare il ruolo geopolitico della Cina nel Mondo, in linea con il suo peso economico. I principali obiettivi comprendono: spostare la manifattura verso produzioni a più alto contenuto tecnologico e nella parte medio-alta delle catene globali del valore; lasciare più spazio al mercato nel fissare tassi di cambio e di interesse; aumentare gli IDE in uscita e in entrata.

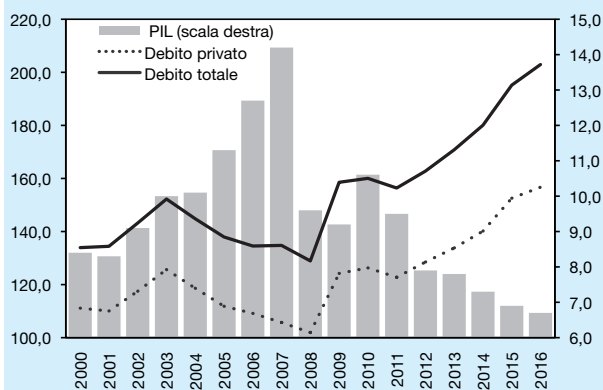
**Resta il rischio dell'elevato debito** Tra i nodi fondamentali da sciogliere per assicurare un percorso di sviluppo sostenibile permane la questione del debito, che a partire dal 2009 ha subito un'impegnata, passando dal 128,9% del PIL nel 2008 al 202,9% nel 2016. A pesare è soprattutto la componente del debito privato delle imprese (che si è attestata nel 2016 al 156,7% del PIL rispetto al 46,2% del debito pubblico; Grafico 1.25). Lo squilibrio è legato al massiccio sostegno del credito bancario offerto alle imprese, in assenza di una corrispettiva crescita dei profitti e in ottemperanza agli obiettivi di politica economica, rendendo difficile il pagamento degli interessi maturati sui debiti contratti. Ciò è peculiare soprattutto delle imprese statali, ma negli



ultimi anni si è esteso anche al settore immobiliare. La sfida resta quella di garantire un aumento della produttività, incanalando i finanziamenti verso le imprese più competitive e drenando capitali dalle grandi imprese statali altamente indebitate. Il governo cinese sembra in grado di condurre la Cina su un sentiero di crescita stabile grazie a: l'alto tasso di risparmio (45,8% del PIL nel 2016), le elevate riserve valutarie, il surplus commerciale (1,7% del PIL), il buon grado di diversificazione dell'economia e, soprattutto, le leve di controllo dirette per intervenire sull'economia, quali le imprese statali e le banche pubbliche.

Grafico 1.25

### Rallenta il PIL cinese, sale il peso del debito (Var % del PIL e incidenza % del debito sul PIL)



Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI e BM.

## India

**Le riforme costano nell'immediato...** Tra il 2016 e il 2017 in India sono state implementate riforme altamente incisive e l'economia ne ha risentito più del previsto: prima lo shock da de-monetizzazione<sup>3</sup>, che ha portato a una riduzione sostanziale del circolante, poi l'introduzione della tassazione unificata sul valore aggiunto negli acquisti di beni e servizi. La crescita dell'anno in corso continua a essere rivista al ribasso proprio in conseguenza di questi cambiamenti radicali (+6,7%, da +7,3% previsto a settembre).

**...ma migliorano le prospettive** Sono le stesse riforme che, una volta superata la fase di transizione per la loro implementazione, inducono un miglioramento nelle prospettive di crescita del paese: il CSC lascia invariate le previsioni per il 2018 (+7,4%) e prevede un'accelerazione per il 2019 (+7,5%). Ciò sotto l'assunzione che il prezzo del petrolio cresca secondo le attese, visto che l'India soddisfa l'80% del fabbisogno di idrocarburi con le importazioni.

## Russia

**Il prezzo del greggio aiuta la Russia** L'aumento del prezzo del petrolio sostiene l'export russo e l'economia nel suo insieme, che sembra avviarsi su un percorso di stabilizzazione, come testimoniato dall'andamento del rublo (attestatosi nel 2017 a 65,8 rubli per euro da 74,1 nel 2016; Grafico 1.26). L'accelerazione della domanda internazionale e la stabilità del greggio per i mesi a venire inducono un'ulteriore revisione al rialzo nella stima del CSC di aumento del PIL nel

<sup>3</sup> L'8 novembre 2016 il governo ha ritirato dalla circolazione le banconote da 500 e 1000 rupie per contrastare contraffazione, evasione, corruzione e finanziamento al terrorismo.

2017 (+1,9% da +1,8% di settembre); resta invariata per il 2018 (+2,0%, dopo che era già stata rivista molto al rialzo dall'1,4% di giugno); per il 2019 si prevede un rallentamento (+1,6%).

**Non si attenua la tensione in Crimea** La crisi in Ucraina continua a ripercuotersi sull'economia russa. Il 14 settembre il Consiglio dell'UE ha prolungato le sanzioni al 15 marzo 2018, perché ha reputato che non si siano fatti sufficienti progressi per alleviare i rischi per l'integrità territoriale, la sovranità e l'indipendenza dell'Ucraina. Le sanzioni sono verso persone ed entità giuridiche russe e consistono nel congelamento di patrimoni finanziari e limitazioni ai viaggi; la lista comprende in tutto 150 persone e 38 imprese.

### Brasile

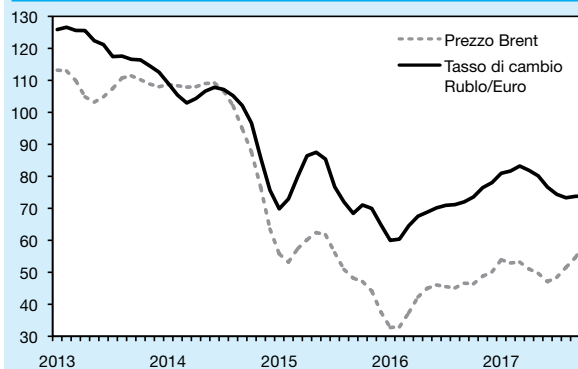
**La stabilizzazione politica consolida la ripresa** Il 25 ottobre il Presidente Temer è stato sottratto, per la seconda volta in pochi mesi, alla possibilità di subire un processo per corruzione (in agosto il Congresso brasiliano aveva già espresso voto contrario al processo davanti alla Corte Suprema); l'attesa resta che l'incarico scada naturalmente alla fine del mandato nel dicembre 2018. Alla stabilizzazione politica si è accompagnata quella economica: export in crescita (+1,8% nel primo semestre 2017 rispetto allo stesso periodo nel 2016), cambio fermo intorno ai 3,6 real per euro nei primi 11 mesi del 2017 (3,8 nel 2016), inflazione sotto il 2% da un trimestre (+9,2% la media del 2016) e tasso di interesse della Banca centrale che si avvia verso il 7% (7,5% a ottobre, 13% ancora a gennaio). Il CSC ritocca dunque verso l'alto le previsioni di crescita del PIL per il 2017 (+0,6% contro +0,5% stimato in settembre) e per il 2018 (+2,0% da +1,9%); per il 2019 è attesa un'ulteriore accelerazione (+2,5%), seppure soggetta a forti incertezze politiche legate alla successione di Temer.

### Gli emergenti europei

**Crescita robusta** Negli ultimi dieci anni il peso dei paesi europei centro-orientali (ancora classificati come emergenti dall'FMI) è risultato in costante aumento rispetto al PIL aggregato dell'UE (misurato a parità di potere di acquisto): nel 2007 era dell'8,7%, nel 2016 era di poco superiore al 10% ed è atteso raggiungere il 10,5% nel 2019 (Grafico 1.27). Nell'orizzonte previsionale la crescita sarà sostenuta: +4,1% nel 2017, +3,5% nel 2018 e +3,1% nel 2019. Il maggior contributo

Grafico 1.26

#### Il rublo migliora sulla scia del Brent (Indici, 2014=100, dati mensili)



Medie mobili centrate a tre termini.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

verrà dalla Polonia che crescerà del 3,8% nel 2017, da +3,3% stimato in settembre, +3,4% nel 2018, invariato, e +3,0% nel 2019 e dalla Romania (+5,2% nel 2017, da +4,2% stimato in settembre, +4,2% nel 2018, da +3,5%, e +3,8% nel 2019).

### Altri emergenti

Il CSC rivede al rialzo anche le stime di altri importanti paesi emergenti: svetta la Turchia, con stime che sono state aggiornate al 4,9% per il 2017, da +3,2% in settembre, +3,6% per il 2018, da +3,3%, e +3,4% nel 2019; seguita dalla Malesia (+5,4% da +4,5% per il 2017, +4,8% da +4,5% per il 2018 e +4,8% nel 2019) e dalla Thailandia (+3,5% per il 2017 e il 2018, rispettivamente da +3,2% e +3,3% stimati in settembre, +3,3% per il 2019).

### 1.2.7 Prezzi delle materie prime

**Petrolio: prezzo all'obiettivo OPEC** Nello scenario CSC la quotazione del Brent è prevista nel 2018 a 63 dollari al barile, intorno ai valori correnti (63 a novembre, 54 in media nel 2017), per poi salire a 65 dollari nel 2019. A settembre si ipotizzava una stabilità nel 2018 a 52 dollari. Il profilo del prezzo delineato dal CSC è esposto a rischi sia al ribasso sia al rialzo, date le molte variabili in gioco di mercato fisico e geo-politiche.

Le attese dei mercati indicano una piccola flessione dei prezzi il prossimo anno: i *future* sul Brent pongono la quotazione a 61 dollari a fine 2018. L'offerta mondiale, però, resterà appena sotto la domanda l'anno prossimo, grazie all'accordo OPEC e non-OPEC per un prolungamento del congelamento della produzione.

Il prezzo del Brent è salito a 62,8 dollari al barile in media a novembre, e a 63,1 a inizio dicembre, da un minimo di 47,7 a giugno (54,0 nei primi undici mesi; Grafico 1.28). Le quotazioni, dunque, si sono infine portate su un livello coerente con gli obiettivi OPEC (60 dollari al barile).

Negli ultimi mesi il prezzo è spinto da vari fattori: tensioni politiche in Arabia

Grafico 1.27

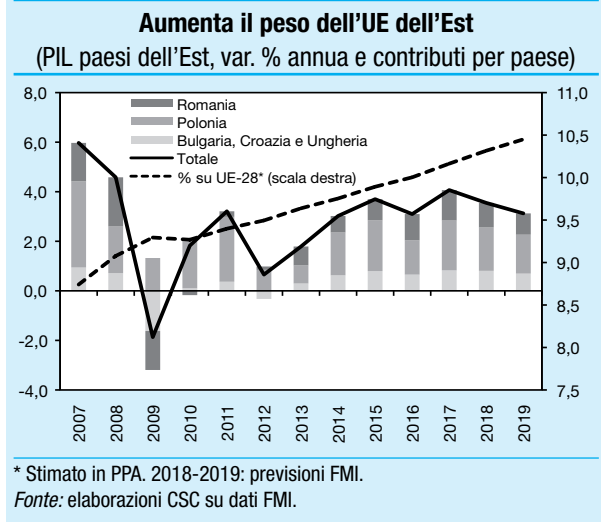
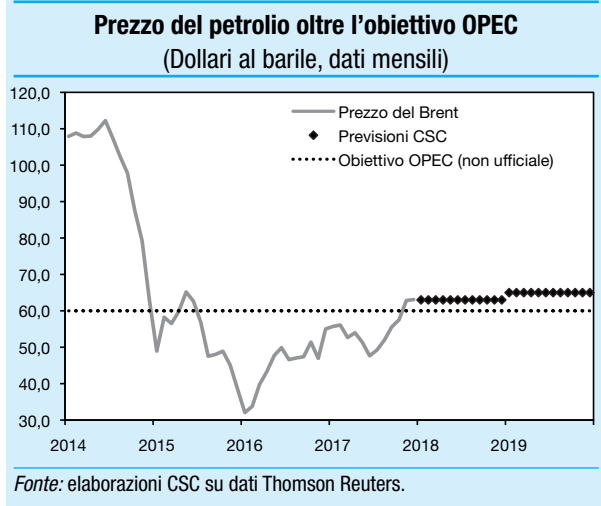


Grafico 1.28



Saudita, incertezza sull'export dal Kurdistan iracheno, attesa che il congelamento OPEC e non-OPEC proseguisse oltre marzo 2018, temporanei stop all'estrazione USA a causa degli uragani, buone previsioni di crescita della domanda mondiale, scorte USA di greggio meno abbondanti (-14% a novembre dal picco di marzo, -77 mb). Le quotazioni, quindi, stanno incorporando anche un "premio" per il rischio geo-politico.

Le oscillazioni delle quotazioni del Brent si sono ridotte, ma restano ampie. La deviazione standard del prezzo giornaliero è scesa a 3,9 dollari nei primi undici mesi del 2017, da 6,8 nel 2016. Quest'anno il prezzo ha oscillato in una fascia di 8 dollari (ossia del 15%) intorno alla media, dai 14 dollari dell'anno scorso (30%).

**L'estrazione USA cresce** L'offerta di greggio USA è salita a 9,6 mbg a novembre, da un minimo di 8,5 nell'ottobre 2016, riportandosi al precedente picco di metà 2015. Nonostante qualche pausa negli ultimi mesi, resta uno dei motori dell'offerta mondiale. A settembre e a ottobre si sono registrate brevi ma forti riduzioni dell'estrazione dovute agli uragani (fino a -1,1 mbg nei dati settimanali). Il costante progresso tecnologico nell'industria dello *shale oil* ha abbassato i costi di perforazione e accresciuto l'efficienza, rendendo redditizia l'estrazione a prezzi ai quali prima sarebbe stata in perdita.

Ciò ha indebolito la posizione dell'OPEC: per il Cartello è difficile tenere alto il prezzo e, contestualmente, preservare le quote di mercato. Con la strategia dei tagli produttivi la quota OPEC è scesa al 40,1% sul totale mondiale in ottobre (minimo a 39,8% a febbraio), da 40,7% nell'estate 2016. I risultati recenti sul prezzo, sebbene tardivi, sostengono gli introiti petroliferi dei paesi del Cartello.

**Congelamento prolungato** L'accordo per il congelamento della produzione sui livelli raggiunti con il taglio di inizio 2017 (-1,2 mbg l'obiettivo OPEC, -0,6 mbg non-OPEC), non viene rispettato integralmente da vari paesi.

In ottobre l'estrazione OPEC è stata di 32,8 mbg (esclusi NGL e altri liquidi), da 31,9 mbg toccati in aprile (33,4 a novembre 2016). Perciò il taglio realizzato è di appena -0,7 mbg (era arrivato a -1,6). Negli ultimi mesi la produzione è stabile in Libia, dopo il recupero estivo (1,0 mbg, 0,5 in aprile) e Nigeria (1,7 mbg, da 1,4), paesi esentati dalla ripartizione del taglio. Offerta stabile anche in Arabia Saudita (10,2 mbg). Cala poco in Iraq (4,4 mbg, da 4,5) e cresce in Iran (picco di 3,9 mbg).

Il congelamento fino a marzo non era, comunque, sufficiente a ottenere una riduzione duratura delle scorte mondiali di petrolio. Perciò è stato deciso il suo prolungamento a tutto il 2018. Infatti, la produzione dei paesi coinvolti, in assenza di tale prolungamento, era prevista risalire il prossimo anno (stime EIA), riportando l'offerta sopra la domanda. Negli ultimi mesi, vista la crescente intesa tra Arabia Saudita e Russia, si era diffusa l'attesa di un rinnovo del taglio e i mercati l'hanno incorporata nei prezzi. La decisione è stata presa il 30 novembre anche se "de-potenziata", perchè è previsto che già a giugno 2018 l'accordo possa essere modificato.

**Ampia la capacità OPEC inutilizzata** Negli ultimi mesi la capacità inutilizzata OPEC resta stabile ed elevata (2,1 mbg in ottobre, era 2,3 mbg in aprile). Il "cuscinetto" OPEC è ampio rispetto ai

minimi di fine 2016 (1,0 mbg), indicando che il mercato mondiale è meno esposto a eventuali shock di offerta, visto che il cartello ha spazio per rapidi aumenti della produzione. Contribuisce a tenere ampia la capacità estrattiva a disposizione il fatto che gli impianti inutilizzabili nel Cartello si mantengono bassi, a 1,2 mbg in ottobre (erano a 1,9 mbg da fine 2016 ad aprile 2017).

Pure nei paesi non-OPEC la capacità estrattiva sta soffrendo poche interruzioni (dovute anche a problemi tecnici o fenomeni naturali): solo 0,3 mbg la decurtazione in ottobre (da 0,8 in aprile), quasi interamente in Sudan e Yemen.

**Offerta appena sotto la domanda nel 2018** Lo scenario EIA aggiornato il 7 novembre, che tiene conto di tutti questi andamenti ma non del prolungamento del congelamento a fine 2018, stima un piccolo decumulo delle scorte mondiali, di 0,2 mbg, nella media del 2017 (in agosto si stimava una stabilità). Per il 2018 prevedeva un nuovo accumulo, di 0,3 mbg (0,2 previsto in precedenza). Il nuovo accordo OPEC-non OPEC dovrebbe, invece, favorire il proseguimento della lenta riduzione degli enormi stock mondiali (di 0,1 mbg, stime CSC). Secondo alcune stime, è stata finora ottenuta circa la metà del decumulo desiderato.

Nel 2017 la domanda mondiale in espansione (+1,3 mbg) ha superato l'offerta, sostenendo le quotazioni. La produzione, infatti, è cresciuta meno (+0,8 mbg). È sostenuta solo dall'aumento nei paesi non-OPEC, in gran parte USA (+0,6). L'estrazione OPEC invece si riduce (-0,2 appena), per l'applicazione solo parziale del congelamento.

Nel 2018 la produzione mondiale balza (+1,9 mbg, stime CSC), grazie a una forte crescita negli USA (+1,2) e nonostante il congelamento OPEC-non OPEC prorogato. I consumi di greggio sono previsti in forte accelerazione (+1,8 mbg), ma meno dell'offerta. Resta, così, un piccolo eccesso di consumo, che sostiene il prezzo.

Per il 2019, l'attesa è che l'espansione della domanda di greggio prosegua a ritmi robusti, sulla scia di una crescita economica in accelerazione negli emergenti, tendendo a rimanere appena sopra all'offerta che pure rimbalzerà per la fine del congelamento, sostenendo le quotazioni.

**Prezzi non-oil volatili e divergenti** Nel 2017 le quotazioni delle materie prime non energetiche stanno registrando andamenti volatili e divergenti, dopo i ribassi generalizzati del 2014-2015. Tra gli input alimentari, il prezzo è in salita per il grano (+11,1% a novembre da inizio anno) ma diminuisce per il mais (-5,3%). Ampi divari anche tra i metalli: significativi il rincaro del rame (+20,8%) e l'indebolimento del ferro (-16,8%). Tra gli agricoli *non-food*, in calo il prezzo del cotone (-3,9%). Sia per il ferro sia per il cotone, si è registrato un profilo crescente del prezzo nel 2016 e fino ai primi mesi di quest'anno, seguiti dalla forte flessione.

Tutte le quotazioni sono sopra le medie di lungo periodo, sia le agricole (+13,7% il cotone sui livelli medi del 1990-2009, +19,7% il grano, +21,7% il mais) sia i metalli (ferro +73,5%, rame +121,5%).

Nella media 2017, le quotazioni dell'aggregato degli input alimentari risulteranno praticamente invariate (-0,1%, stime World Bank). Un rincaro, invece, si ha per le commodity agricole non alimentari (+2,5%) e ancor più per i metalli non ferrosi (+22,7%), dopo la caduta del 2016.

**Equilibrio precario domanda-offerta** La volatilità dei prezzi di varie commodity non energetiche nel 2017 è spiegata da un mercato fisico mondiale con un equilibrio incerto tra domanda e offerta. La produzione di molte materie prime è divenuta relativamente scarsa rispetto alla forte accelerazione del consumo, soprattutto tra i metalli. Per alcune altre (come il cotone) avviene il contrario, grazie al forte aumento dell'offerta.

**Rincari frenati nel prossimo biennio** Nel 2018, il consolidamento della crescita dell'economia mondiale sosterrà il recupero dei prezzi. Ripartiranno quelli alimentari (+1,2%) e proseguirà, più lenta, la risalita delle commodity agricole non alimentari (+1,6%) e dei metalli non ferrosi (+1,7%; previsioni World Bank; Grafico 1.29). Nel 2019 la previsione è di proseguimento delle tendenze del 2018, con un ulteriore rincaro in tutte le categorie di commodity non energetiche: su ritmi invariati gli alimentari (+1,2%) e le agricole *non-food* (+1,6%), in frenata invece i metalli (+0,9%).

### 1.2.8 Politiche monetarie

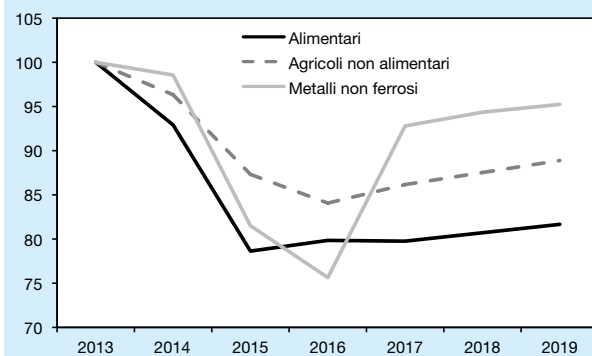
**Tassi BCE: primo ritocco nel 2019** La BCE prosegue con le misure iper-espansive, pensate per stimolare credito, domanda interna e prezzi, a fronte di un'inflazione bassa nell'Eurozona (+1,4% annuo in ottobre, +0,9% al netto di energetici e alimentari).

Nella riunione di ottobre (la prossima è il 14 dicembre) la BCE ha ribadito che i tassi resteranno ai minimi ancora a lungo: zero sui prestiti alle banche, -0,40% sui loro depositi. L'indicazione di un intervallo di tempo lungo tra lo stop agli acquisti di titoli e il primo rialzo dei tassi non è cambiata.

L'azione BCE sta tenendo giù i tassi di mercato. L'Euribor a tre mesi è in territorio negativo da due anni e mezzo: -0,33% a novembre, invariato da inizio 2017. I *future* lo segnalano stabile fino a fine 2018 (-0,27%) e in risalita a zero entro fine 2019

Grafico 1.29

#### Lenta risalita per le commodity non oil (Indici in dollari, 2013=100)

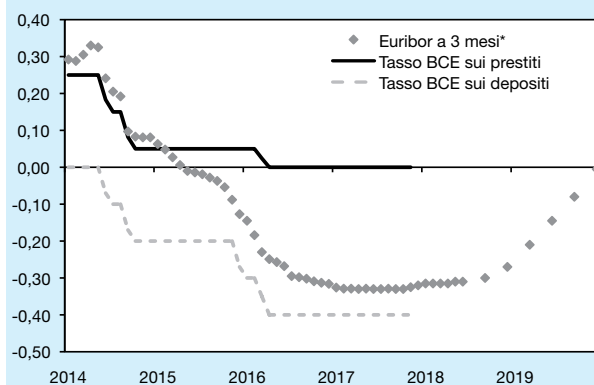


2018-2019: previsioni Banca Mondiale (ottobre 2017).

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca Mondiale.

Grafico 1.30

#### Rialzi nel 2019 per i tassi Eurozona (Valori %, dati mensili)



\* Da dicembre 2017: tassi impliciti nei *future*.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, CME.

(Grafico 1.30). In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, è a -1,2% a novembre, livello molto espansivo.

Nello scenario CSC la BCE terrà fermi i tassi ufficiali ancora nel 2018 e per buona parte del 2019. L'Euribor salirà marginalmente il prossimo anno (-0,31% in media, -0,33% nel 2017), di più nel 2019 (-0,12%). Nell'ultimo trimestre di quell'anno, dopo circa sei mesi dalla fine del QE (vedere sotto), la BCE varerà il primo rialzo (a 0,25%) segnando l'inizio della normalizzazione dopo tre anni e mezzo di tasso zero<sup>4</sup>.

**Portafoglio titoli BCE in espansione...** La BCE sta continuando il *Quantitative Easing* (QE), gli acquisti di titoli pubblici e privati. Fino a dicembre il ritmo è di 60 miliardi mensili. Grazie all'allungamento di 9 mesi varato, come atteso, in ottobre, il QE proseguirà fino a settembre 2018, a ritmo più basso (30 miliardi; Grafico 1.31).

Non si è trattato necessariamente dell'ultimo prolungamento: rimane, infatti, l'indicazione BCE secondo cui, se l'inflazione non tornerà in linea con l'obiettivo del 2,0%, gli acquisti proseguiranno, anche a ritmi maggiori. Secondo molti analisti, il QE potrebbe in effetti arrivare fino ai primi mesi del 2019; lo scenario CSC incorpora questa ipotesi.

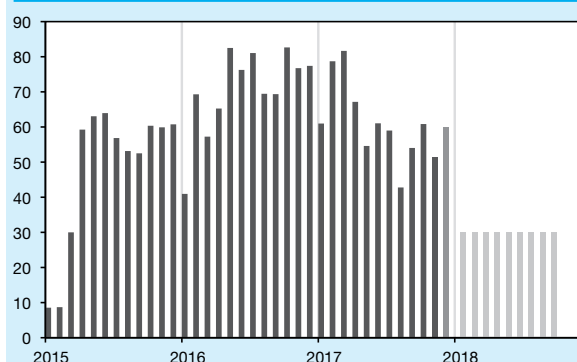
Lo stock di titoli nel bilancio BCE è salito a 2.333 miliardi a novembre, da 191 nell'ottobre 2014. Gran parte riguarda i titoli pubblici: 1.842 miliardi, di cui 322 italiani. I *covered bond* emessi da banche dell'Eurozona ammontano a 239 miliardi, i titoli cartolarizzati (*Asset Backed Securities*) a 25, i bond emessi da imprese non bancarie a 128, i vecchi programmi a 100. La BCE in ottobre ha ribadito che il reinvestimento in nuovi titoli delle somme incassate da quelli che giungono a scadenza proseguirà molto dopo la fine degli acquisti netti.

Gli acquisti BCE tengono bassi i tassi a medio-lungo termine, in particolare sui titoli sovrani: a novembre 1,76% il rendimento del BTP decennale (2,00% a inizio anno) e 0,37% il Bund (0,30%).

Attraverso gli acquisti di titoli la BCE sta ampliando il proprio bilancio: 4.388 miliardi a novembre, un ammontare pari al 42,5% del PIL Eurozona, più che raddoppiato dall'ottobre 2014 (1.988 miliardi). La dimensione del bilancio BCE è ai massimi storici e ha ampiamente superato i livelli di quello FED (3.770 miliardi di euro, al cambio corrente). Tale espansione proseguirà almeno per altri nove mesi.

Grafico 1.31

**Prosegue il *Quantitative Easing* della BCE**  
(Acquisti netti di titoli pubblici e privati, miliardi di euro)



Da novembre 2017: comunicati ufficiali BCE.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati BCE.

<sup>4</sup> Tra metà 2018 e fine 2019, quattro dei sei membri del Board BCE sono in scadenza di mandato (il Presidente Mario Draghi nell'ottobre 2019).

**...prestiti BCE elevati e stabili...** I prestiti della BCE alle banche dell'Eurozona sono sostanzialmente stabili: 767 miliardi di euro a novembre, da 784 raggiunti a marzo (500 nel giugno 2016). Sono costituiti dalle operazioni tradizionali a breve (MRO) per 3 miliardi e da quelle a più lungo termine per 764 miliardi. L'espansione da metà 2016 a marzo 2017 è stata dovuta alle quattro T-LTRO2, con cui la BCE ha prestato 739 miliardi. Le banche hanno, contestualmente, restituito buona parte dei fondi presi con le precedenti T-LTRO. Al momento non sono previste altre aste straordinarie.

Le T-LTRO2, cadenzate ogni tre mesi, hanno durata di 4 anni, perciò le risorse resteranno a lungo nei bilanci bancari, l'ultima tranche fino a marzo 2021, salvo rimborsi anticipati. Le T-LTRO2 contengono un forte incentivo affinché le banche utilizzino i fondi BCE per erogare prestiti a famiglie e imprese: il tasso è pari a quello sulle MRO (attualmente zero), ma se il credito salirà oltre determinate soglie le banche beneficeranno di tassi negativi, fino a -0,40%. I prestiti BCE sono importanti per molte banche (252 miliardi quelli presi da istituti italiani, 6,5% del passivo) e hanno favorito la riduzione del costo del credito in molti paesi, compresa l'Italia.

**...ma salgono i depositi in BCE** I depositi delle banche dell'Eurozona presso la BCE sono ai massimi storici: 1.982 miliardi a novembre (210 nel settembre 2014). L'aumento sta avvenendo in parallelo con gli acquisti di titoli da parte della BCE, ma a una velocità minore: le banche cioè parcheggiano parte della liquidità che ricavano dalla cessione di titoli alla stessa BCE. I depositi, inoltre, sono cresciuti in occasione delle T-LTRO2 (specie l'ultima a marzo 2017). Ciò avviene sebbene gli istituti debbano pagare per tenere depositi presso Francoforte e indica avversione al rischio e preferenza per la liquidità ancora elevate.

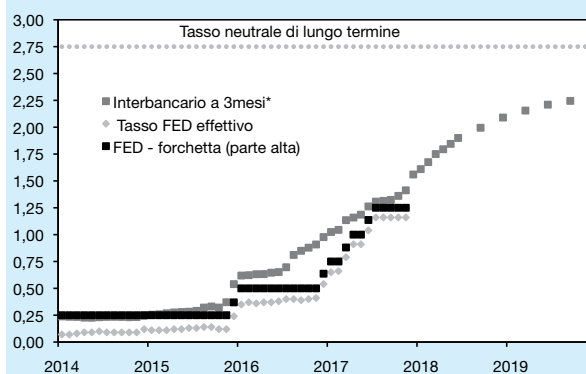
Questo riduce l'efficacia della politica monetaria nel favorire il credito. Le risorse effettivamente immesse dalla BCE nel sistema bancario possono essere misurate dalla somma dei prestiti BCE e dei titoli acquistati al netto dei depositi. L'espansione di tali risorse è comunque significativa: 1.087 miliardi di euro a novembre, da 459 nel settembre 2014.

**La FED procede a rialzare i tassi** Il tasso di riferimento FED è stato aumentato a giugno a 1,00-1,25% (1,16% il tasso effettivo a novembre). Da fine 2015, la FED ha realizzato quattro rialzi, di cui due nel 2017. Il prossimo è atteso nella riunione del 13 dicembre.

La disoccupazione USA è scesa al 4,1% in ottobre, ben al di sotto del valore di lungo periodo indicato dal FOMC (4,5%-4,8%). La dinamica dell'indice totale dei prezzi è in linea con l'obiettivo (+2,0% annuo in ottobre), ma al netto di energia e alimentari resta poco sotto (+1,8%). Le attese di inflazione, misurate sui titoli pubblici a 10 anni indicizzati ai prezzi, sono salite vicino ai

Grafico 1.32

### La FED prosegue la normalizzazione monetaria (USA, valori %, dati mensili)



\* Da dicembre 2017: tassi impliciti nei future.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters, CME.



valori desiderati (+1,9% a novembre, da +1,7% a giugno). La FED, dopo il raggiungimento dell'obiettivo sul mercato del lavoro, guarda ancora con attenzione alla dinamica dei prezzi.

Vari esponenti del FOMC si sono dichiarati favorevoli a un totale di tre rialzi dei tassi quest'anno (12 membri su 16 alla riunione di settembre), condizionati al fatto che i dati in uscita confermino i progressi sui prezzi. In media, i membri del FOMC a settembre hanno segnalato un livello desiderato a 1,25%-1,50% a fine 2017, 2,00%-2,25% a fine 2018 e 2,50-2,75% a fine 2019. Ovvero, tre rialzi nel 2017, tre nel 2018 e due nel 2019. Ciò conferma l'alta probabilità di un ritocco di 0,25 punti a dicembre. Va ricordato che negli ultimi anni il sentiero "desiderato" dei tassi è stato più volte rivisto al ribasso dal FOMC.

**I mercati si attendono maggiore gradualità** I mercati si attendono un aumento più graduale dei tassi: l'interbancario a tre mesi USA è salito all'1,43% a novembre e il *future* lo pone a 1,56% a fine 2017, a 2,09% a fine 2018 e a 2,29% a fine 2019 (Grafico 1.32), coerente con due rialzi il prossimo anno e uno il 2019. Secondo le stime CME (*Chicago Mercantile Exchange*) il rialzo a dicembre è certo: la probabilità di tassi a 1,25-1,50% è del 90,2% (quella di 1,50-1,75% è del 9,8%); mentre per il 2018 la probabilità che entro novembre i tassi arrivino a 1,75-2,00% è del 36,4% e a 2,00-2,25% è solo del 17,2%. Ciò è coerente con due rialzi nel 2018.

Nello scenario CSC, come già a settembre, la FED aumenta il tasso di riferimento a dicembre di 0,25 punti, chiudendo il 2017 con tre rialzi, a 1,25-1,50%. L'azione restrittiva prosegue con altri due ritocchi nel 2018, arrivando a 1,75-2,00% e con un rialzo nel 2019 (a 2,00-2,25%). Il tasso interbancario USA sarà in media all'1,26% nel 2017 (da 0,74% nel 2016), salendo all'1,89% nel 2018 e al 2,21% nel 2019.

Un rischio dello scenario è rappresentato dal cambio al vertice FED: nel febbraio 2018 scade il mandato della Presidente Janet Yellen e il sostituto designato è Jerome Powell, già membro del Board. L'avvicendamento comunque non dovrebbe modificare significativamente l'approccio di politica monetaria e quindi il sentiero dei tassi, dato che negli ultimi anni Powell ha votato a favore delle decisioni principali della FED. Inoltre, a seguito delle dimissioni del Vice-Presidente Stanley Fischer a inizio settembre, sono vacanti in tutto tre seggi nel board FED e saranno quattro con l'uscita di scena di Yellen. Per queste posizioni la nomina è di competenza del Presidente USA.

**Larga la forbice con la BCE** Il tasso FED continuerà ad allontanarsi da quello BCE. Il differenziale BCE-FED è pari a -1,16 punti percentuali a novembre (considerando il tasso effettivo negli USA). Nello scenario CSC si attesterà a -1,00 punti in media nel 2017 (-0,38 nel 2016) e salirà a -1,61 punti nel 2018 e a -1,83 nel 2019, quando è atteso il primo rialzo BCE.

Il sentiero FED di aumento dei tassi è molto graduale rispetto a precedenti fasi di rialzo (+4,25 punti nel 2004-2006). Il tasso rimarrà ancora sotto il livello "neutrale" di lungo periodo (stimato al 2,75% dal FOMC a settembre), ma con l'incremento atteso nello scenario CSC vi si avvicinerà molto a fine 2019 (0,50 punti la distanza residua). La politica monetaria USA resterà quindi espansiva, ma con uno stimolo molto ridotto.

**La FED riduce lentamente lo stock di titoli** La FED ha iniziato in ottobre a limitare il reinvestimento in nuovi titoli delle somme incassate dai rimborsi di quelli giunti a scadenza, lungo il sentiero

prefissato annunciato a giugno. Il primo step è non reinvestire, in un mese, 6 miliardi provenienti da *Treasury* scaduti e 4 miliardi da MBS; lo stock perciò ha iniziato a ridursi di 10 miliardi al mese. Il ritmo di riduzione salirà di 10 miliardi ogni 3 mesi. Entro un anno, la riduzione sarà di 50 miliardi al mese. Non sono previste vendite di titoli in portafoglio.

L'enorme stock accumulato con il QE ha quindi iniziato a diminuire: 2.457 miliardi di dollari in titoli pubblici a novembre (da 2.466 in ottobre; 55,2% dell'attivo della Banca) e 1.776 miliardi di *Mortgage Backed Securities* (cartolarizzazioni di mutui, 39,9%). La composizione dello stock, con più bond pubblici che privati, resta simile a quella nel bilancio BCE.

Intanto, la FED continua ad accorciare la durata dei titoli in portafoglio, proprio per favorire la riduzione automatica dello stock attraverso la loro scadenza: la quota di *Treasury* con durata sotto i 12 mesi è cresciuta al 16,6% a novembre (14,0% in agosto, 0,1% a fine 2014) e sono scese le quote dei titoli che maturano tra 1 e 5 anni (45,5%, da 47,2%), a 5-10 anni (11,9%, da 12,7%) e oltre i 10 anni (26,0%, da 26,2%).

### 1.2.9 Tassi, Borse e cambi

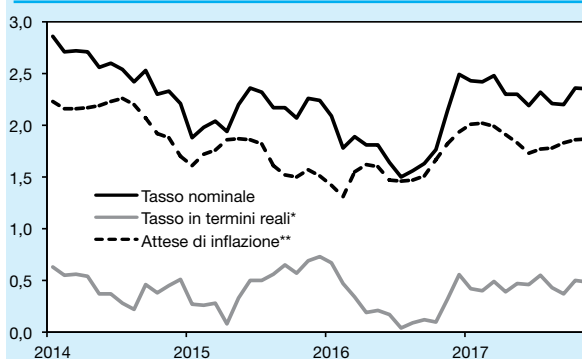
**Tassi a lunga in aumento** I tassi a lungo termine USA hanno registrato una risalita negli ultimi mesi, restando comunque sotto i massimi di fine 2016. Li spingono al rialzo la normalizzazione dei tassi a breve, la riduzione dello stock di titoli nel portafoglio FED e le positive attese sulla crescita. Il rendimento del *Treasury* decennale è salito al 2,4% a novembre (da 2,2% a settembre; Grafico 1.33). Minore l'aumento del tasso reale, calcolato sui titoli a dieci anni indicizzati all'inflazione: 0,5% a novembre (da 0,4%; 2,4% nella prima metà del 2007).

**Borsa USA record** Le quotazioni azionarie americane continuano a salire, raggiungendo nuovi massimi storici (+15,3% a novembre da inizio anno, indice S&P-500). La progressiva riduzione dello stimolo monetario espone i mercati azionari al rischio di una sensibile flessione. La volatilità per ora resta bassa: l'indice VIX, che riflette la propensione degli operatori a costruire una copertura a fronte delle oscillazioni del mercato, è a 10,7 a novembre (da 10,1 in ottobre; 13,1 nella prima metà del 2007).

In Europa le quotazioni di Borsa salgono a un ritmo simile: in Germania +13,7% a novembre da inizio anno, +17,0% in Italia dove, però, i valori sono del 4,7% inferiori ai massimi 2015. Le quotazioni bancarie mostrano un aumento molto sostenuto in Germania (+21,6% da inizio anno) e significativo anche in Italia (+18,3%), dove hanno subito una flessione da inizio ottobre

Grafico 1.33

**Tassi reali bassi sui titoli USA**  
(Rendimento dei *Treasury* a 10 anni, valori %, dati mensili)



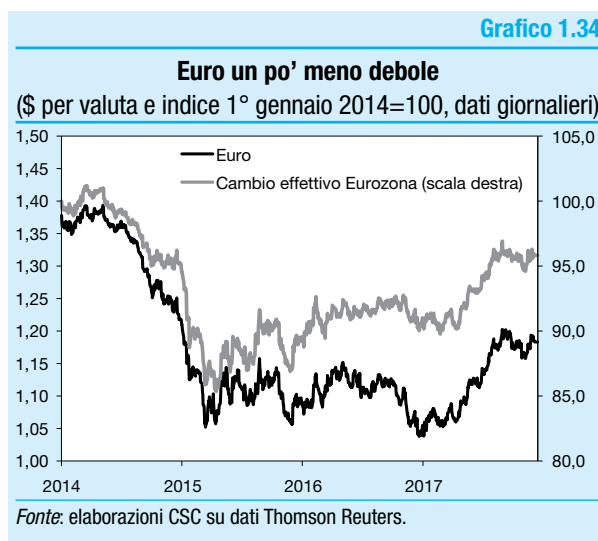
\* Titoli indicizzati all'inflazione.

\*\* Differenza tra i tassi nominali e quelli indicizzati all'inflazione.

Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

sulla scia della pubblicazione dell'addendum BCE sui flussi di NPL. I valori bancari restano, in entrambi i paesi, molto sotto i picchi 2015 (-31,9% e -38,9%).

**L'euro si apprezza sul dollaro** Il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro USA, dopo avere toccato un minimo di 1,04 a inizio 2017, si è apprezzato significativamente e a partire da agosto si è posizionato, al netto di alcune fluttuazioni, a quota 1,18 (Grafico 1.34). Da inizio anno l'euro si è rivalutato del 13,5% sul dollaro; una variazione di entità poco inferiore (con segno opposto) alla caduta avvenuta nella seconda metà 2014. Rispetto ai massimi del 2014, comunque, l'euro rimane svalutato: era a 1,38 nel marzo di quell'anno (-14,5%). Il cambio effettivo dell'euro è salito meno: +5,6% da inizio anno.



**Fattori che spingono il cambio giù...** L'allentamento monetario che la BCE ha realizzato con il QE resta il principale fattore che ha indebolito l'euro; l'effetto però è ora ridotto dalle attese dello stop degli acquisti netti della BCE e, nel 2019, del primo rialzo dei tassi previsto per fine anno. In direzione del rafforzamento del dollaro agisce il sentiero di normalizzazione dei tassi ufficiali che verrà seguito dalla FED e il decumulo dei titoli acquistati in precedenza dalla stessa FED, iniziato nell'ottobre 2017.

**...e verso l'alto** I dati migliori delle attese sulla ripresa europea, con una crescita del PIL superiore a quella USA nel biennio 2016-2017 (non accadeva da prima della crisi), stanno agendo a favore del rafforzamento dell'euro sul dollaro; nel prossimo biennio, tuttavia, il ritmo di espansione europeo è atteso tornare sotto quello USA. Anche i saldi dei conti con l'estero giocano a favore della moneta unica. L'Eurozona, infatti, ha un elevato surplus delle partite correnti, pari a 421 miliardi di dollari nel 2017, cioè al 3,4% del PIL (fonte OCSE); mentre negli Stati Uniti si registra un ampio deficit corrente, pari nel 2017 a 471 miliardi di dollari (2,4% del PIL).

**Effetto incertezza politica** L'elevata incertezza riguardo alle prossime decisioni dell'Amministrazione Trump, in materia di politica commerciale e di politica di bilancio, ha indebolito il dollaro. Anche nell'Eurozona, però, l'incertezza politica è in netto aumento; questo fatto non sembra, per il momento, turbare i mercati, rassicurati dalle ottime notizie economiche; costituisce, tuttavia, un significativo rischio al ribasso per la valuta unica nell'orizzonte previsivo.

Il CSC non effettua previsioni sulle valute e assume sia per il 2018 sia per il 2019 un cambio dollaro/euro fermo a 1,18, il valore di fine 2017. Per la media dell'anno in corso ciò comporta un cambio medio pari a 1,13. Ciò implica un apprezzamento rispetto al dollaro del 2,1% nel 2017 e del 4,4% nel 2018.