

X. Scenario economico

X.1. Il quadro internazionale.

L'economia mondiale

Nel 2013 l'espansione dell'economia mondiale si è avviata ad un passo moderato, ma si è rafforzata nella seconda parte e ci si attende una sua accelerazione e diffusione nel 2014 e nel 2015. Sulla crescita globale per il 2013 e sulle stime per il 2014 ha inciso l'indebolimento dell'economia di molti paesi emergenti. La domanda finale nelle economie sviluppate è cresciuta ampiamente secondo le attese. L'attività nelle economie emergenti è stata sostenuta da una ripresa delle esportazioni verso i paesi avanzati, mentre la domanda interna è risultata contenuta, salvo che in Cina, per la restrizione delle condizioni finanziarie.

La modesta accelerazione della crescita è da attribuire agli effetti dei miglioramenti delle condizioni sui mercati finanziari, al continuo sostegno derivante da politiche monetarie eccezionalmente accomodanti e alla riduzione degli effetti negativi imposti dal processo di consolidamento fiscale.

Nonostante la tendenza positiva della congiuntura, la disoccupazione resterà notevolmente elevata in molte economie sviluppate. Infatti la crescita che ha fatto seguito alla crisi mondiale è stata squilibrata e debole. In particolare la creazione di posti di lavoro è stata particolarmente deludente. Per il consolidamento della crescita economica è necessario che ad essa si associ una ripresa dell'occupazione. Questo obiettivo richiede che si attuino profonde riforme strutturali sia nelle economie sviluppate sia in quelle emergenti.

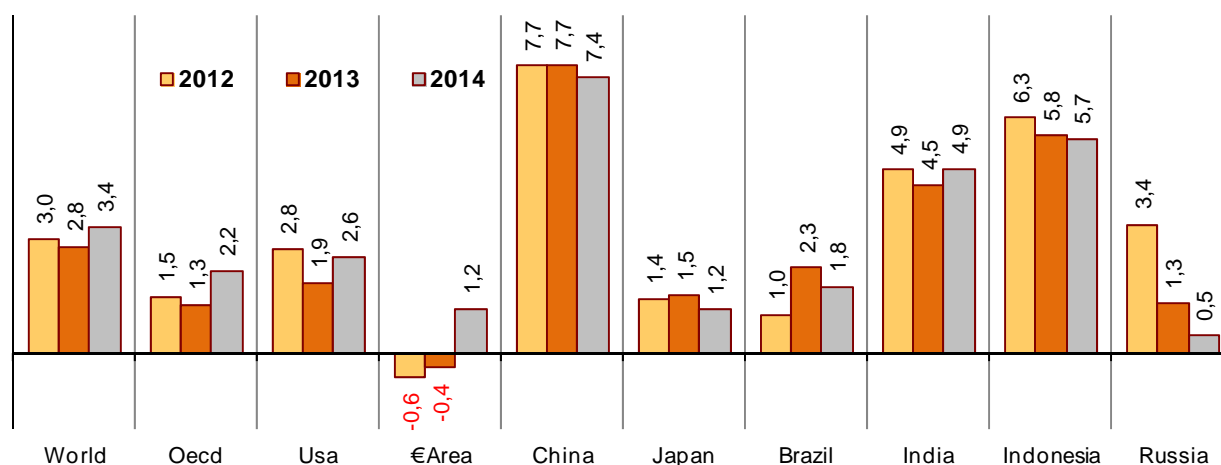
La crescita nelle più grandi economie emergenti è rimasta ben al di sotto di quanto sperimentato in passato e non ci si attende un cambiamento di tendenza a breve. Il contenimento della crescita è stato determinato dall'esistenza di vincoli sul fronte dell'offerta, dagli effetti di interventi di politica economica resi necessari (tra gli altri in Cina per contenere un'eccessiva crescita del credito) e dall'irrigidimento delle condizioni finanziarie a seguito della riduzione dell'ampiezza dell'espansione monetaria americana operata da parte della Federal Reserve. Quest'ultimo fattore, in particolare, ha determinato una serie di effetti a caduta sul mercato dei cambi, su quello obbligazionario e su quello del credito.

Il rallentamento delle economie emergenti continuerà ad avere un effetto negativo contenuto sul livello dell'attività nei paesi sviluppati. Tra questi, gli Stati Uniti si trovano molto meno esposti, grazie alla dimensione del mercato interno e al loro minore grado di apertura.

I rischi di un rallentamento della dinamica economica si sono ridotti ma prevalgono sulle possibilità di una crescita più forte di quella stimata. Consideriamo i principali per il futuro a breve.

In primo luogo il rallentamento dell'espansione monetaria da parte della Fed ha determinato, nella

La previsione dell'Ocse, tasso di variazione del prodotto interno lordo



Fonte: Oecd, Economic Outlook, 6 May, 2014

seconda parte del 2013, pesanti effetti sui tassi di interesse a lungo termine, colpendo in particolare le economie emergenti. Poiché la crescita statunitense è stata sufficiente a ridurre la disoccupazione, se si accompagnerà a un livello dell'inflazione più elevato, la Fed oltre a rinunciare gradualmente agli interventi di espansione monetaria nel corso del 2014, potrebbe innalzare i tassi di intervento nella prima metà del 2015. Per garantire la crescita è fondamentale evitare un prematuro rientro dalle politiche monetarie accomodanti.

Il secondo fattore di incertezza è dato dalle difficoltà che hanno colpito alcuni paesi emergenti, in particolare quelli che presentano una crescita limitata e un ampio disavanzo dei conti correnti, cui si aggiungono un'elevata esposizione debitoria delle imprese e una quota rilevante del debito denominata in valute forti. Queste tensioni hanno ulteriormente inasprito le condizioni sui mercati finanziari e determinato brusche fughe di capitali, con ricadute sul mercato dei cambi.

Un terzo fattore è dato dal processo di riequilibrio delle componenti della crescita in corso in Cina, nel senso di un aumento della domanda per consumi e di un contenimento della spesa per investimenti, necessario per limitare rischi di un brusco arresto della crescita e di una crisi del mercato del credito. A tal fine, la banca centrale cinese ha operato ripetuti interventi di drenaggio della liquidità, determinando forti impennate dei tassi di interesse nel mercato interbancario.

Un ulteriore fattore di rischio è dato dall'andamento della crescita dei prezzi, prossima allo zero, nelle economie avanzate e in particolare nell'area dell'euro. Un'inflazione inferiore alle attese determina un aumento dell'onere reale del debito e un aumento dei tassi di interesse reali, tenuto conto dei vincoli della politica monetaria a procedere a ulteriori diminuzioni di quelli nominali. Inoltre aumenta la probabilità di giungere a una vera deflazione, al sopraggiungere di uno shock reale esterno, che aumenterebbe il valore reale del debito.

Il quinto è dato dalle questioni del bilancio e del limite del debito pubblico degli Stati Uniti, che potrebbero determinare una grave crisi economica, alla quale ci si è avvicinati già lo scorso autunno. A dicembre tra democratici e repubblicani è stato raggiunto un accordo la cui efficacia resta da verificare, ma che sembra evitare i rischi di un duro scontro politico.

Ancora, tra i possibili rischi ulteriori a livello economico si evidenzia il problema interconnesso del debito pubblico dei paesi periferici dell'area dell'euro e del sistema bancario europeo, che sarà sottoposto a valutazioni della qualità degli asset e a stress test da parte della Bce e della Eba nel corso del 2014. L'atteggiamento degli investitori, attualmente favorevole rispetto alla possibile sostenibilità del debito, potrebbe subire un improvviso cambiamento, capace di riportare la crisi dell'area dell'Euro al centro dell'attenzione.

Infine, a livello politico, si complica sempre più la questione ucraina e resta alto il livello di tensione in estremo oriente tra Cina e Giappone, in merito a questioni che vedono coinvolte anche la Corea del Sud, Taiwan, il Vietnam e ovviamente gli Stati Uniti.

Prodotto e commercio mondiale

Secondo il Fondo monetario internazionale, il prodotto mondiale dovrebbe essere aumentato di circa il 3,0 per cento nel 2013 e ci si attende possa salire del 3,6 per cento nel 2014. La più recente stima dell'Ocse appare leggermente più cauta. La crescita è sempre più forte nelle economie emergenti e in via

La previsione del Fondo Monetario Internazionale prodotto e commercio mondiale, tassi e prezzi (a)(b)

	2012	2013	2014	2015		2012	2013	2014	2015
Prodotto mondiale	3,2	3,0	3,6	3,9	Prezzi materie prime (in Usd)				
Commercio mondiale(c)	2,8	3,0	4,3	5,3	- Petrolio (d)	1,0	-0,9	0,1	-6,0
Libor su depositi in (f)					- Materie prime non energetiche(e)	-10,0	-1,2	-3,5	-3,9
Dollari Usa	0,7	0,4	0,4	0,8	Prezzi al consumo				
Euro	0,6	0,2	0,3	0,4	Economie avanzate	2,0	1,4	1,5	1,6
Yen giapponese	0,3	0,2	0,2	0,2	Economie emergenti e in sviluppo	6,0	5,8	5,5	5,2
Importazioni					Esportazioni				
Economie avanzate	1,1	1,4	3,5	4,5	Economie avanzate	2,1	2,3	4,2	4,8
Economie emergenti e in sviluppo	5,8	5,6	5,2	6,3	Economie emergenti e in sviluppo	4,2	4,4	5,0	6,2

(a) In merito alle assunzioni alla base della previsione economica si veda la sezione Assumption and Conventions. (b) Tasso di variazione percentuale sul periodo precedente. (c) Beni e servizi in volume. (d) Media dei prezzi spot del petrolio greggio U.K. Brent, Dubai e West Texas Intermediate. (e) Media dei prezzi mondiali delle materie prime non fuel (energia) pesata per la loro quota media delle esportazioni di materie prime. (f) LIBOR (London interbank offered rate), tasso di interesse percentuale: a) sui depositi a 6 mesi in U.S.\$; sui depositi a 6 mesi in yen; sui depositi a 3 mesi in euro.

IMF, World Economic Outlook, April 8, 2014

di sviluppo (4,7 per cento nel 2013), ma tra queste, i principali paesi hanno sperimentato un rallentamento dell'attività più o meno ampio. Nelle economie avanzate la crescita si è ridotta all'1,3 per cento, ma dovrebbe accelerare sensibilmente nel 2014, al 2,2 per cento.

L'andamento del commercio mondiale non si è sostanzialmente ripreso, dopo il rallentamento del 2012, e dovrebbe mostrare un aumento del 3,0 per cento nel 2013, per poi risultare sensibilmente superiore nel 2014, raggiungendo il 4,3 per cento.

Cambi e oro

L'intervento di Draghi del luglio 2012 (OMT) ha stabilizzato il cambio euro dollaro tra 1.28 e 1.35 per gran parte del 2013. Le attese sono per una forte rivalutazione del dollaro statunitense con l'avvio di una consolidata ripresa statunitense e di una graduale riduzione e successiva eliminazione del "quantitative easing" da parte della Fed, che verrebbero a determinare l'apertura una fase di divergenza congiunturale dei tassi tra le due sponde dell'Atlantico. Nell'attesa di questa svolta, la tendenza alla riduzione dell'inflazione nell'area dell'euro, nonostante i limitati recenti interventi della Bce, è proseguita anche nel 2014 e ha portato a una rivalutazione della moneta unica sul dollaro, giunta nel 2013 a quasi il 5,5 per cento e successivamente contenuta solo dall'attesa di una riduzione dei tassi della Bce a giugno.

L'"Abenomics" ha tra i suoi fattori di temporaneo successo la svalutazione dello yen. La Banca del Giappone ha promesso di raddoppiare la base monetaria in due anni per eradicare la deflazione. Lo yen si è quindi svalutato rispetto al dollaro di quasi il 15 per cento nel 2012 e di oltre il 19 per cento nel 2013, offrendo ampio sostegno alle vendite e alla profittabilità degli esportatori. Le attese sono per un'ulteriore svalutazione dello yen verso quota 115 per Us\$, anche a seguito di un rafforzamento dell'intervento della banca centrale, ma potrebbero venire disattese o dilazionate.

Le aspettative di un livello contenuto di inflazione e la prospettiva di un consolidamento della ripresa statunitense accompagnata da una chiusura del quantitative easing hanno determinato una marcata caduta dell'oro nel corso del 2013 (-28 per cento), che attesta una forte riduzione dei timori di un debasement delle principali valute mondiali. L'incertezza concernente i mercati emergenti ne ha determinato però una pronta parziale ripresa a inizio 2014.

Nulla sembrava accadere dal punto di vista della tendenza alla rivalutazione dello yuan. La valuta cinese è divenuta l'ottava divisa di regolazione degli scambi commerciali internazionali e si è anche rivalutata di un 2,8 per cento rispetto al dollaro nel 2013. Si prospetta un sempre maggiore e libero

Cambi e quotazione dell'oro. Gen.2009 – Dic.2013



Fonte : Financial Times

Prezzi delle materie prime. Gen. 2009 – Dic. 2013



Fonte : Financial Times.

impiego dello yuan, anche in considerazione della tendenza all'apertura del mercato finanziario domestico cinese. Questo fattore, le incertezze sul rallentamento dell'attività economica, i dubbi circa un'eccessiva espansione del credito e i possibili interventi della Banca centrale aprono a prospettive di una maggiore volatilità del cambio del yuan e a un suo indebolimento verso il dollaro.

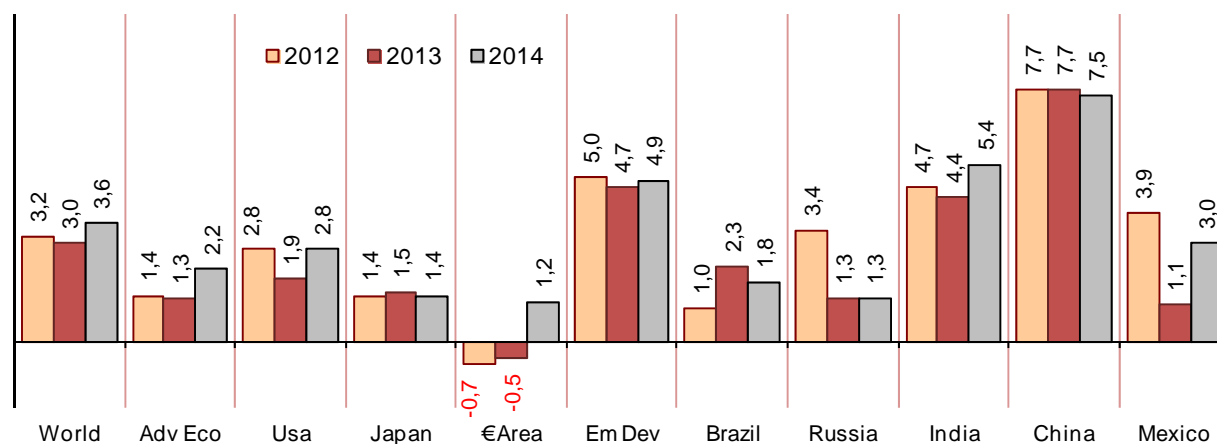
Le difficoltà delle economie emergenti appaiono evidenti se si considera l'andamento della valuta di due giganti come il Brasile e l'India, con problemi di mancata e insufficiente crescita, ampio disavanzo commerciale e inflazione. Entrambe le loro valute, come quelle di molte altre economie emergenti si sono ampiamente svalutate tra maggio e dicembre del 2013, in linea con la tendenza degli ultimi tre anni. L'ampiezza della variazione dei cambi delle valute delle economie emergenti ha portato a un loro rimbalzo nei primi mesi del 2014.

Prezzi delle materie prime

I prezzi delle materie prime sono risultati nel complesso cedenti nel 2013. I due indici globali presi in considerazione forniscono indicazioni divergenti in quanto l'indice S&P GSCI, che assegna un peso molto più elevato all'energia, mostra solo una leggera flessione (-2,3 per cento) nel corso del 2013, mentre l'indice Dow Jones UBS, con una composizione meno orientata alle fonti energetiche registra una più ampia riduzione di circa il 9 per cento. Infatti, i prezzi delle materie prime energetiche sono rimasti sostanzialmente stazionari, quelli delle materie prime non energetiche sono apparsi più deboli.

Il prezzo del petrolio ha mostrato anche nel corso di quest'anno una divergenza tra i due indici principali. La condizione prevalente nel mercato mondiale è meglio rappresentata dall'indice ICE Brent, che durante l'anno è risultato sostanzialmente stabile. L'indice Nymex WTI è apparso invece in ripresa, sostenuto dalla congiuntura e dal miglioramento della struttura logistica di distribuzione e stoccaggio nel mercato nord americano, meglio capace di fare fronte all'aumento dell'offerta derivante dal successo delle nuove tecnologie di estrazione. Questo effetto trova un importante riflesso nella quotazione del gas naturale, Henry Hub Natural Gas, le cui quotazioni sono risultate in forte aumento, ma sul mercato statunitense continuano a essere a livelli pari a un terzo o a un quarto di quelle prevalenti sui mercati europei e asiatici, determinando un vantaggio enorme e difficilmente colmabile per le industrie ad alto impiego di energia statunitensi.

La previsione del Fondo Monetario Internazionale, tasso di variazione del prodotto interno lordo



Em.Dev. : economie emergenti e in sviluppo.
IMF, World Economic Outlook, April 8, 2014

I prezzi delle materie prime agricole hanno mostrato un andamento debole. L'indice Fao Food Index segna un calo dell'1,6 per cento nel 2013. L'indice si trova comunque su livelli elevatissimi, inferiori solo a quelli del biennio 2011-2012 e superiori del 50,0 per cento rispetto ai livelli reali di un decennio prima. Sono in tensione i prezzi del latte e derivati, mentre i cereali con il nuovo raccolto dell'emisfero nord hanno quotazioni inferiori del 24 per cento rispetto al novembre dello scorso anno.

Sempre nello stesso periodo, tra i metalli, il rame ha mostrato una flessione dell'11 per cento, a seguito dei timori di un calo della domanda cinese, fortemente connessa all'andamento delle costruzioni.

Secondo il Fondo monetario internazionale, i prezzi in dollari del petrolio dovrebbero mantenersi stabili (+0,1 per cento) nel 2014, mentre quelli delle materie prime non energetiche dovrebbero risultare cedenti (-3,5 per cento).

Stati Uniti

Negli Stati Uniti la crescita è risultata modesta nell'anno trascorso, nonostante una progressiva accelerazione andata oltre le attese nella seconda metà dell'anno, ma acquisirà forza progressivamente e ci si attende proseguirà ad un ritmo superiore a quello del tasso potenziale nel 2014 e nel 2015.

La crescita ha trovato forti resistenze dovute a un minore grado di fiducia dei consumatori e delle imprese e alla tendenza restrittiva della politica fiscale, minori spese e maggiori entrate, sulla quale lo scontro politico ha assunto toni drammatici, giungendo fino allo shutdown, ed è stato esacerbato sino alla minaccia del default.

Queste resistenze si ridurranno anche a seguito del recente accordo sul bilancio. Proseguirà la graduale ripresa del mercato del lavoro in corso, che ha determinato una riduzione del tasso di disoccupazione, tenuto conto della forte caduta del tasso di partecipazione dall'inizio della crisi. Continuerà il processo di riduzione dell'indebitamento delle famiglie. La tendenza positiva sui mercati finanziari e quella dei prezzi immobiliari sosterrà la ricchezza delle famiglie. Questi fattori dovrebbero contribuire a sostenere la crescita dei consumi e degli investimenti in abitazioni.

La crescita degli investimenti produttivi dovrebbe trarre sostegno da un aumento della domanda, dall'impegno della Fed a mantenere bassi i tassi e dagli ampi flussi finanziari delle imprese. Al sostegno dell'attività hanno fornito un importante contributo anche un'accelerazione dell'accumulazione di scorte e una forte crescita delle esportazioni, in particolare di prodotti petroliferi, capaci di determinare, insieme con una caduta delle importazioni energetiche, una sensibile riduzione del deficit dei conti correnti.

Il risanamento del bilancio pubblico è in corso, ma è avvenuto attraverso tagli orizzontali alla spesa e il mancato rinnovo di agevolazioni fiscali. Su questo fronte il recente accordo di dicembre ha spostato sul 2015 buona parte della restrizione fiscale necessaria per il consolidamento del bilancio e ridurrà la crescita dell'attività per quell'anno.

Con il supporto di una ridotta dinamica dei prezzi e di basse aspettative di inflazione, nelle attuali condizioni la Fed sostiene la necessità di mantenere una politica monetaria accomodante, ovvero bassi tassi a lungo termine per ancora un lungo periodo. Ciò non di meno, con il rafforzamento della crescita economica la Fed ha avviato un graduale processo di normalizzazione della politica monetaria, attraverso una progressiva riduzione del programma di acquisti sul mercato di titoli del tesoro e derivanti da mutui

La previsione del Fondo Monetario Internazionale. Il prodotto interno lordo, principali aree e paesi (a)(b)

	2012	2013	2014	2015		2012	2013	2014	2015
Economie avanzate	1,4	1,3	2,2	2,3	Germania	0,9	0,5	1,7	1,6
Stati Uniti	2,8	1,9	2,8	3,0	Francia	0,0	0,3	1,0	1,5
Giappone	1,4	1,5	1,4	1,0	Italia	-2,4	-1,9	0,6	1,1
Area dell'euro	-0,7	-0,5	1,2	1,5	Spagna	-1,6	-1,2	0,9	1,0
					Regno Unito	0,3	1,8	2,9	2,5
Economie emergenti e in sviluppo	5,0	4,7	4,9	5,3	Russia	3,4	1,3	1,3	2,3
Europa Centrale e Orientale	1,4	2,8	2,4	2,9	Cina	7,7	7,7	7,5	7,3
Comunità di Stati Indipendenti	3,4	2,1	2,3	3,1	India	4,7	4,4	5,4	6,4
Paesi Asiatici in Sviluppo	6,7	6,5	6,7	6,8	Asean-5 (c)	6,2	5,2	4,9	5,4
M. Oriente Nord Africa Afg. Pak	4,2	2,4	3,2	4,4	Sud Africa	2,5	1,9	2,3	2,7
Africa Sub-Sahariana	4,9	4,9	5,4	5,5	Brasile	1,0	2,3	1,8	2,7
America Latina e Caraibi	3,1	2,7	2,5	3,0	Messico	3,9	1,1	3,0	3,5

(a) In merito alle assunzioni alla base della previsione economica si veda la sezione Assumption and Conventions. (b) Tasso di variazione percentuale sul periodo precedente. (c) Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam.

IMF, World Economic Outlook, April 8, 2014

ipotecari, cui farà seguito, non prima del tardo 2015, un graduale innalzamento dei tassi di interesse verso livelli più adeguati alla crescita nominale. Le criticità di questo processo, che potrà avere pesanti effetti avversi a livello internazionale, imporranno notevole cautela.

Cina

La crescita ha accelerato nella seconda metà del 2013 in Cina, sostenuta dall'andamento della domanda interna, ma in particolare degli investimenti, con il supporto di un intervento di stimolo fiscale e di una breve espansione del credito, dopo la stretta del giugno 2013. La composizione della domanda interna non è mutata sostanzialmente e resta squilibrata a danno dei consumi, ma ci si attende che la forza della sua crescita possa contribuire a ribilanciare lo squilibrio dei conti con l'estero, nonostante i dati più recenti, che pure hanno visto una forte riduzione dell'export, non provino ancora con certezza la tendenza.

La ripresa appare quindi contenuta, rispetto all'esperienza del passato, a seguito della marcata riduzione della crescita potenziale intervenuta negli ultimi anni. Resta infatti da valutare la dimensione dell'eccesso di capacità produttiva esistente. Le riforme in corso del sistema finanziario dovrebbero condurre ad un miglioramento dell'allocazione dei capitali e dell'efficienza degli investimenti, nonostante possano determinare un incremento della volatilità dei mercati finanziari nel breve termine.

A tal fine, la banca centrale cinese (Banca popolare cinese) intende contenere l'eccessiva crescita monetaria e del credito, frutto degli interventi di stimolo a fronte della crisi del 2008-9, e aumentare il costo del capitale. Ha quindi operato due fasi di stretta del credito a giugno e a dicembre per allineare le aspettative degli operatori. Un ulteriore problema particolarmente sensibile da affrontare è quello del rilevante debito delle amministrazioni pubbliche locali, strettamente connesso allo sviluppo del credito al di fuori del sistema bancario ufficiale.

Il Partito comunista cinese ha espresso recentemente il suo appoggio all'obiettivo di dare al sistema economico un maggiore orientamento alla logica di mercato, con un ampio insieme di riforme. L'accelerazione della crescita offre un'opportunità per riforme strutturali, in particolare una liberalizzazione del sistema finanziario, un sostegno alla mobilità sul mercato del lavoro, una maggiore spesa sociale e una revisione del sistema fiscale.

Con il processo di riequilibrio graduale in corso, nel 2014, la crescita dell'attività dovrebbe risultare più contenuta, ma comunque elevata, anche grazie al mantenimento di politiche espansive, e rallentare

La previsione economica dell'Ocse – principali aree e paesi dell'Ocse

	Stati Uniti			Euro Area (1)			Giappone		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Prodotto interno lordo (b,c)	2,8	1,9	2,6	-0,6	-0,4	1,2	1,4	1,5	1,2
Consumi finali privati (b,c)	2,2	2,0	3,0	-1,4	-0,6	0,7	2,0	1,9	0,9
Consumi finali pubblici (b,c)	-0,2	-2,0	-0,5	-0,6	0,2	0,3	1,7	2,2	0,8
Investimenti fissi lordi (b,c)	5,5	2,9	3,5	-3,8	-2,7	2,5	3,4	2,6	4,2
Domanda interna totale (b,c)	2,6	1,7	2,6	-2,2	-0,9	0,7	2,3	1,8	1,6
Esportazioni (b,c,d)	3,5	2,7	2,7	..	..	..	-0,1	1,6	4,8
Importazioni (b,c,d)	2,2	1,4	3,1	..	..	..	5,3	3,4	7,1
Saldo di conto corrente (e)	-2,7	-2,3	-2,5	2,1	2,8	3,1	1,1	0,7	0,2
Inflazione (deflatore del Pil) (b)	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	0,7	-0,9	-0,6	1,3
Inflazione (prezzi al consumo) (b,f)	2,1	1,5	1,5	2,5	1,3	0,7	-0,0	0,4	2,6
Tasso di disoccupazione (g)	8,1	7,4	6,5	11,2	11,9	11,7	4,3	4,0	3,8
Occupazione (b)	1,8	1,0	1,6	-0,7	-0,7	0,2	-0,3	0,7	0,1
Spesa pubblica per interessi (e)	3,1	2,3	2,5	2,7	2,5	2,5	0,9	0,9	1,1
Indebitamento pubblico (e)	-9,3	-6,4	-5,8	-3,7	-3,0	-2,5	-8,7	-9,3	-8,4
Debito pubblico (e)	102,1	104,3	106,2	104,4	106,7	107,7	216,5	224,6	229,6
Tasso di interesse a breve (h)	0,42	0,34	0,31	0,57	0,22	0,13	0,19	0,15	0,14
Tasso interesse titoli pubblici lungo (10y)	1,80	2,35	2,96	3,69	2,87	2,50	0,84	0,69	0,88

(a) Per le ipotesi in merito alle decisioni di politica economica e le altre assunzioni alla base della previsione economica si rimanda al "Box 1.2. Policy and other assumptions underlying the projections" del capitolo 1 dell'Economic Outlook. (1) Riferita ai paesi dell'area dell'euro membri dell'Ocse. (b) Tasso di variazione percentuale sul periodo precedente. (c) Valori reali. (d) Beni e servizi. (e) In percentuale del prodotto interno lordo. (f) Tasso armonizzato per i paesi dell'area dell'euro. (g) Percentuale della forza lavoro. (h) Tasso di interesse. Stati Uniti: depositi in eurodollari a 3 mesi. Giappone: certificati di deposito a 3 mesi. Area Euro: tasso interbancario a 3 mesi.

Fonte: Oecd, Economic Outlook, 6 May, 2014

gradualmente nel corso dei prossimi anni.

Giappone

La ripresa del Giappone è stata trainata da una forte crescita delle esportazioni e della spesa per consumi, in un clima di crescente fiducia e di aumento dell'occupazione, insieme con un rimbalzo degli investimenti industriali. Alla fase di espansione si è giunti sotto la spinta della cosiddetta "Abenomics", costituita da un aggressivo stimolo di politica monetaria (acquisti sul mercato di titoli da parte della Banca del Giappone), da un pacchetto di provvedimenti di politica fiscale e da un atteso insieme di riforme miranti a aumentare la competitività del paese. L'intervento ha determinato un'ampia svalutazione dello yen, insieme con una forte ripresa dei mercati azionari.

Fanno però parte del pacchetto di interventi anche provvedimenti di consolidamento fiscale, ampiamente opportuni, che tra l'altro comportano un'innalzamento della tassazione sui consumi in due fasi, una già realizzata a partire dal primo aprile 2014 e una prevista per il 2015. Ci si attende che nonostante queste manovre la crescita possa ridursi solo lievemente nel corso 2014.

Il successo della manovra dipenderà dalla sua capacità di porre fine al processo di deflazione e di condurre il tasso di inflazione su livelli del 2 per cento entro due anni, obiettivo fissato dalla Banca del Giappone. Le attese vanno in questo senso. In particolare i prezzi al consumo dovrebbero registrare un'impennata nel 2014, sulla spinta dell'aumento dell'imposizione sui consumi e dal mantenimento di condizioni finanziarie espansive. A tal fine risulterà fondamentale una ripresa della crescita salariale.

Il debito pubblico lordo oltrepasserà il 230 per cento del Pil nel prossimo anno. Sostenere la fiducia nei titoli del debito pubblico è una priorità assoluta. A tal fine ci si attende la messa in atto di un piano di consolidamento fiscale, credibile e dettagliato, che persegua l'obiettivo del raggiungimento di un avanzo primario positivo nel 2020. L'aumento dell'imposizione sui consumi nei prossimi due anni costituisce solo un primo passo in tal senso.

Per perseguire l'obiettivo del consolidamento fiscale, occorre elevare il livello di crescita sostenibile attraverso l'adozione di decise riforme strutturali, la "terza freccia" dell'"Abenomics", e sostenere l'attività economica con una decisa politica monetaria espansiva.

Per raggiungere gli obiettivi preposti, la Banca del Giappone ha promesso di raddoppiare la base monetaria entro la fine del 2014. L'espansione monetaria in corso punta ad una definitiva uscita dalla deflazione e quindi proseguirà fino a che l'obiettivo di un tasso di inflazione del 2 per cento non sarà

La previsione economica dell'Ocse – principali paesi dell'area dell'euro e Regno Unito

	Regno Unito			Germania			Francia			Italia		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Prodotto interno lordo (b,c)	0,3	1,7	3,2	0,9	0,5	1,9	0,0	0,3	0,9	-2,4	-1,8	0,5
Consumi finali privati (b,c)	1,4	2,2	2,5	0,7	1,0	1,4	-0,3	0,4	0,5	-4,0	-2,6	0,1
Consumi finali pubblici (b,c)	1,6	0,7	0,9	1,0	0,7	1,6	1,4	1,8	0,9	-2,6	-0,8	0,4
Investimenti fissi lordi (b,c)	0,8	-0,6	8,3	-1,3	-0,5	5,7	-1,2	-2,1	1,0	-8,1	-4,6	1,0
Domanda interna totale (b,c)	1,1	1,8	2,9	-0,2	0,5	1,6	-0,9	0,3	0,8	-5,1	-2,7	0,1
Esportazioni (b,c,d)	1,7	1,0	3,8	3,8	1,0	5,1	2,5	0,8	4,1	2,0	-0,0	3,8
Importazioni (b,c,d)	3,4	0,5	2,9	1,8	1,0	4,8	-0,9	0,8	3,3	-7,1	-2,9	2,4
Saldo di conto corrente (e)	-3,8	-4,4	-3,7	7,5	7,6	7,9	-2,2	-1,6	-1,6	-0,5	0,6	1,2
Inflazione (deflatore Pil) (b)	1,1	1,8	1,6	1,5	2,2	1,3	1,5	1,1	0,9	1,6	1,4	0,4
Inflazione (consumo) (b,f)	2,8	2,6	2,0	2,1	1,6	1,1	2,2	1,0	0,9	3,3	1,3	0,5
Tasso di disoccupazione (g)	7,9	7,6	6,9	5,5	5,3	5,0	9,4	9,9	9,9	10,7	12,2	12,8
Occupazione (b)	1,2	1,3	1,8	1,0	1,0	0,6	-0,0	-0,1	0,2	-0,3	-2,0	-0,8
Spesa pubblica interessi (e)	2,8	2,8	2,9	1,8	1,6	1,4	2,4	2,1	2,2	5,2	4,9	4,8
Indebitamento pubblico (e)	-6,3	-5,9	-5,3	0,1	0,0	-0,2	-4,9	-4,3	-3,8	-2,9	-2,8	-2,7
Debito pubblico (e)	101,6	99,3	101,7	88,5	85,9	83,9	109,3	112,6	115,1	142,2	145,5	147,2
Tasso a breve (h)	0,84	0,49	0,56	0,57	0,22	0,13	0,57	0,22	0,13	0,57	0,22	0,13
Tasso titoli pubblici (10y)	1,91	2,45	3,15	1,50	1,57	1,71	2,54	2,20	2,21	5,49	4,32	3,43

(a) Per le ipotesi in merito alle decisioni di politica economica e le altre assunzioni alla base della previsione economica si rimanda al "Box 1.2. Policy and other assumptions underlying the projections" del capitolo 1 dell'Economic Outlook. (1) Riferita ai quindici paesi dell'area dell'euro membri dell'Ocse. (b) Tasso di variazione percentuale sul periodo precedente. (c) Valori reali. (d) Beni e servizi. (e) In percentuale del prodotto interno lordo. (f) Tasso armonizzato per i paesi dell'area dell'euro. (g) Percentuale della forza lavoro. (h) Tasso di interesse. Stati Uniti: depositi in eurodollari a 3 mesi. Giappone: certificati di deposito a 3 mesi. Area Euro: tasso interbancario a 3 mesi.

Fonte: Oecd, Economic Outlook, 6 May, 2014

stabilmente conseguito e acquisito nelle aspettative.

Area dell'euro

I paesi dell'area dell'euro si trovano al punto di svolta tra recessione e ripresa. La crescita dell'attività economica dovrebbe riprendere nel 2014 e 2015, a seguito del miglioramento del livello di fiducia, della riduzione della frammentazione dei mercati finanziari e dell'allentamento del processo di consolidamento fiscale. Il ritmo della crescita risulterà al più moderato, in quanto il processo di riduzione dell'indebitamento, la debolezza dei bilanci bancari e le condizioni restrittive che caratterizzano il mercato del credito gravano sensibilmente sull'attività economica, in particolare nei paesi più deboli. In conseguenza i livelli di attività economica appaiono squilibrati tra i paesi dell'area, con segni di ripresa sostanziale in alcuni che si confrontano con alti livelli di disoccupazione e forti tensioni sociali in altri. Le esportazioni nette dell'area hanno fornito un contributo positivo a porre termine alla recessione.

Il processo di ribilanciamento degli squilibri esterni tra i paesi dell'area è in corso favorito dal consolidamento della politica fiscale, dal processo di riduzione dell'indebitamento nel settore privato e, non solo dalla caduta delle importazioni, ma anche dalla ripresa delle esportazioni dei paesi deboli (PIIGS). Resta il problema del riequilibrio della competitività relativa interna all'area, che è stato portato avanti con buoni, anche se parziali, successi da alcuni paesi (Irlanda, Spagna, ma anche Grecia), ma è ancora da avviare per altri (Francia e Italia), i cui nuovi governi hanno posto la questione al centro del loro programma di attività.

I paesi in surplus del Nord Europa potrebbero agevolare il processo sostenendo la domanda interna e tollerando un livello di inflazione anche più elevato del 2 per cento. Al contrario, nel complesso dell'area, considerati gli alti livelli della disoccupazione e gli ampi margini di eccesso di capacità produttiva, ora la tendenza dell'inflazione è contenuta e drescente, pari a un quarto dell'obiettivo della Bce, tanto da esporre al pericolo della deflazione.

Sul fronte della politica fiscale, il processo di consolidamento dovrebbe procedere come programmato, tenuto conto della necessità di ridurre i livelli del debito pubblico eccessivamente elevati. Resta comunque agli stabilizzatori automatici il compito di garantire gli interventi necessari per evitare di troncare una ripresa ancora esitante. Per i paesi periferici le esigenze di rifinanziamento del debito pubblico nel corso dei prossimi due anni sono comunque notevoli e impegnative e tengono sempre aperta la prospettiva di possibili difficili evoluzioni, nonostante il notevole miglioramento

La previsione economica dell'Ocse – altri paesi all'origine della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro

	Spagna			Portogallo			Grecia			Irlanda		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Prodotto interno lordo (b,c)	-1,6	-1,2	1,0	-3,2	-1,4	1,1	-7,0	-3,9	-0,3	0,2	-0,3	1,9
Consumi finali privati (b,c)	-2,8	-2,1	1,0	-5,3	-1,7	0,4	-9,3	-6,0	-1,8	-0,3	-1,1	0,9
Consumi finali pubblici (b,c)	-4,8	-2,3	-3,6	-4,7	-1,8	-2,0	-6,9	-4,1	-4,0	-3,2	-0,7	-1,8
Investimenti fissi lordi (b,c)	-7,0	-5,1	0,3	-14,4	-6,6	3,3	-19,2	-12,8	-2,7	-1,2	4,9	14,1
Domanda interna totale (b,c)	-4,1	-2,7	-0,1	-6,7	-2,6	0,6	-10,0	-5,4	-2,3	-1,6	-0,2	2,2
Esportazioni (b,c,d)	2,1	4,9	5,6	3,2	6,1	4,5	-1,7	1,8	4,5	1,6	0,1	2,8
Importazioni (b,c,d)	-5,7	0,4	2,6	-6,6	2,8	3,3	-13,8	-5,3	-2,1	0,0	1,0	4,0
Saldo di conto corrente (e)	-1,1	0,7	1,6	-2,0	0,5	0,8	-2,4	0,7	0,2	4,4	6,6	6,6
Inflazione (deflatore Pil) (b)	0,0	0,6	0,2	-0,3	1,7	0,1	-0,3	-2,1	-1,3	0,7	0,4	0,4
Inflazione (consumo) (b,f)	2,4	1,5	0,1	2,8	0,4	-0,3	1,0	-0,9	-1,1	1,9	0,5	0,3
Tasso di disoccupazione (g)	25,0	26,4	25,4	15,6	16,3	15,1	24,2	27,3	27,1	14,7	13,0	11,4
Occupazione (b)	-4,5	-3,1	0,3	-4,2	-2,6	1,3	-8,0	-4,0	-0,8	-0,6	2,3	2,2
Spesa pubblica interessi (e)	2,6	2,9	3,2	3,9	3,8	4,0	4,5	3,6	4,6	3,1	4,0	4,1
Indebitamento pubblico (e)	-10,6	-7,1	-5,5	-6,5	-5,0	-4,0	-8,9	-12,7	-2,5	-8,1	-7,0	-4,7
Debito pubblico (e)	92,6	104,0	108,5	134,6	139,4	141,3	167,5	186,0	188,7	127,8	134,6	133,1
Tasso a breve (h)	0,57	0,22	0,13	0,57	0,22	0,13	0,57	0,22	0,13	0,57	0,22	0,13
Tasso titoli pubblici (10y)	5,85	4,56	3,35	10,55	6,29	4,20	22,50	10,05	6,58	5,99	3,83	3,03

(a) Per le ipotesi in merito alle decisioni di politica economica e le altre assunzioni alla base della previsione economica si rimanda al "Box 1.2. Policy and other assumptions underlying the projections" del capitolo 1 dell'Economic Outlook. (1) Riferita ai quindici paesi dell'area dell'euro membri dell'Ocse. (b) Tasso di variazione percentuale sul periodo precedente. (c) Valori reali. (d) Beni e servizi. (e) In percentuale del prodotto interno lordo. (f) Tasso armonizzato per i paesi dell'area dell'euro. (g) Percentuale della forza lavoro. (h) Tasso di interesse. Stati Uniti: depositi in eurodollari a 3 mesi. Giappone: certificati di deposito a 3 mesi. Area Euro: tasso interbancario a 3 mesi.

Fonte: Oecd, Economic Outlook, 6 May, 2014

dell'atteggiamento degli investitori.

L'intervento della Bce nel luglio del 2012 ha progressivamente manifestato i suoi effetti con una graduale riduzione del premio per il rischio sui titoli del debito pubblico dei paesi periferici, estesi a tutto il mercato obbligazionario, con una discesa dei tassi e degli spread rispetto ai paesi core dell'area. Ciò nonostante permangono marcate differenze all'interno dell'area, anche sul mercato del credito, che presenta in molti paesi condizioni restrittive non adeguate alla congiuntura.

La Banca centrale europea è intervenuta sui tassi di interesse in maggio e nuovamente a novembre 2013. Le resta ora solo la possibilità di ridurre il tasso di rifinanziamento principale di altri 0,25 punti base, portandolo a zero, con l'introduzione di tassi negativi per la liquidità depositata dal sistema bancario. Ulteriori rischi di deflazione e un indebolimento della ripresa potranno essere affrontati sul fronte monetario solo con politiche non convenzionali. Si potrebbe trattare di una nuova iniezione di liquidità nel sistema bancario (LTRO) o più probabilmente di finanziamenti al sistema bancario finalizzati all'espansione del credito alle imprese, sulla scia dell'esperienza del Regno Unito, mentre resta possibile un intervento che miri ad acquisti diretti di titoli, pubblici o privati, sui mercati finanziari. L'intervento sarebbe politicamente problematico anche se giustificato dall'obiettivo istituzionale della Bce di perseguire un'inflazione prossima, ma inferiore al 2 per cento. Questo permetterebbe di superare le resistenze normative e politiche incontrate dal programma di Outright Monetary Transactions (OMT), mirante a sostenere i titoli di paesi in difficoltà.

Il superamento dei problemi del sistema bancario europeo è preconditione per sostenere la ripresa. Le banche europee dovranno affrontare una valutazione della qualità del patrimonio e una serie di stress test. La Bce intende richiedere la ristrutturazione e la ricapitalizzazione degli istituti che ne mostreranno la necessità. Le esigenze di ricapitalizzazione e di revisione del rischio delle banche ne ridurranno probabilmente la capacità di fornire credito alle imprese, forse anche di assorbire titoli pubblici del proprio paese nella stessa misura in cui ciò è avvenuto nell'ultimo anno. Questa funzione potrebbe essere sostenuta da un intervento non convenzionale della Bce.

Al di là dei problemi finanziari, comunque, la crescita potenziale e l'occupazione potranno essere sostenute nel lungo termine solo grazie all'adozione di profonde riforme strutturali riguardanti sia il mercato del lavoro che quello dei prodotti.

Il principale rischio a breve per la crescita può originare dal permanere dell'inflazione al di sotto dell'obiettivo per un protratto periodo di tempo, che potrebbe portare a modificare le attese di inflazione a lungo termine e complicare il percorso della ripresa per le economie più deboli e in difficoltà aumentando i tassi di interesse reali, quindi il carico del debito, e il debito reale stesso.

Altri paesi

Brasile

L'economia brasiliana ha registrato un forte rallentamento della crescita, che dal 2,7 per cento del 2011 è scesa all'1,0 per cento nel 2012, per riprendersi, ma non oltre il 2,3 per cento nel 2013. Le attese sono per un nuovo contenimento della crescita all'1,8 per cento per il 2014. A contribuire a limitare l'attività sono principalmente i vincoli all'offerta derivanti dalla debolezza della dotazione infrastrutturale e degli investimenti privati, a seguito della perdita di competitività e della riduzione della fiducia delle imprese. L'inflazione dovrebbe mantenersi elevata. Ciò ha determinato una restrizione della politica monetaria, mentre quella fiscale si è mantenuta neutrale.

Russia

Anche in Russia l'andamento dell'attività economica ha subito un forte rallentamento negli anni scorsi. Rispetto al 2012 (+3,4 per cento), la crescita si è più che dimezzata nel 2013 (+1,3 per cento). Le attese più recenti sono per una crescita contenuta allo 0,5 per cento nel 2014. Le conseguenze della turbolenza finanziaria che ha investito i paesi emergenti e soprattutto le tensioni geopolitiche connesse con la crisi Ucraina sono freni che limitano un livello dell'attività già debole.

India

Secondo il Fondo monetario internazionale, dopo un incremento del 7,7 per cento nel 2011, il Pil indiano è salito del 4,7 per cento nel 2012 e del 4,4 nel 2013. Ci si attende un rafforzamento della ripresa dell'economia indiana nel 2014, che conduca ad una crescita del 5,4 per cento, sostenuta dalla maggiore espansione mondiale, dalla crescita delle esportazioni, derivante dal miglioramento della loro competitività a seguito della svalutazione della rupia, e dall'aumento degli investimenti. La ripresa delle esportazioni e i vincoli imposti all'importazione di oro hanno ridotto il deficit dei conti correnti. La vulnerabilità dei conti con l'estero è stata ulteriormente diminuita dall'introduzione di misure a favore degli

investimenti esteri. Restano i limiti dal punto dell'offerta e i vincoli posti dalle infrastrutture. La crescita del prossimo anno rimarrà al di sotto del trend del passato, che potrà essere ripreso con un programma di riforme efficace che il nuovo governo ha promesso.

X.2. Il quadro nazionale.

L'economia italiana ha subito una contrazione dell'1,9 per cento nel 2013, ma ci si aspetta che nel 2014 possa registrare una leggera ripresa trainata dalla domanda estera. La disoccupazione è aumentata e salirà ancora nel 2014. Per una crescita più ampia occorrerà attendere lo sblocco del mercato del credito. La disoccupazione è aumentata e dovrebbe salire ulteriormente nel 2014. Il rallentamento della dinamica dei prezzi ci espone al rischio della deflazione. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo ha toccato un nuovo massimo (132,6 per cento) e dovrebbe salire ulteriormente nel 2014.

I conti economici

La discesa del prodotto interno lordo iniziata nel 2011 si è arrestata. Nel quarto trimestre del 2013 si è registrato un lieve incremento dell'attività rispetto al trimestre precedente. I livelli di fiducia sono risultati crescenti, anche se i dati positivi insiti nei giudizi non si sono ancora tradotti in una sicura ripresa dell'attività, come mostra chiaramente il dato nuovamente negativo riferito al primo trimestre 2014. Il 2013 si è chiuso con una riduzione del Pil (-1,9 per cento) lievemente più ampia delle attese, anche se più contenuta rispetto a quella del 2012 (-2,5 per cento). La caduta della domanda interna ha ridotto il livello dell'attività economica a causa della restrizione del credito e dell'incertezza che ha strettamente compresso i consumi e gli investimenti.

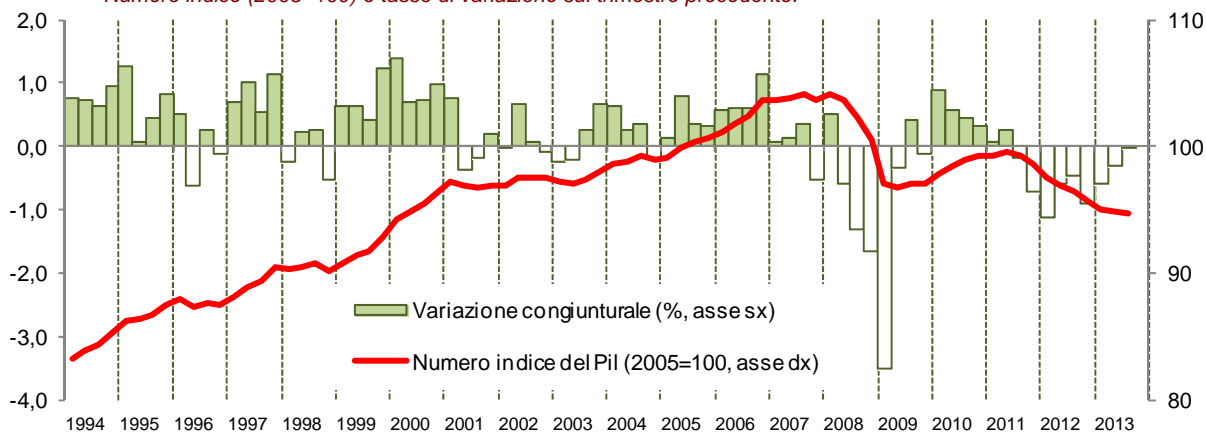
Ci si attende che la ripresa divenga progressivamente più sostenuta nel corso del biennio 2014-15, di pari passo con un allentamento dell'azione di politica economica restrittiva connessa alle esigenze del consolidamento fiscale. La crescita dovrebbe comunque restare tra lo 0,3 e lo 0,6 per cento nel 2014, +0,8 per cento per il Governo. Rimarrà comunque ampio il margine tra la crescita effettiva e quella potenziale, come testimoniato dagli alti livelli di capacità inutilizzata e di disoccupazione, anche se c'è incertezza sull'effettivo output gap.

Il ritorno alla crescita dovrebbe essere sostenuto dall'andamento delle esportazioni, il cui andamento ha toccato un minimo nel 2013, ma dovrebbe accelerare nel biennio 2014-2015, trainato dalla crescita della domanda estera, grazie anche alla ripresa dei paesi dell'area dell'euro. Le esportazioni daranno slancio alla ripresa dell'attività industriale. L'atteso progressivo aumento della domanda e la ripresa dell'attività determineranno un'inversione della tendenza negativa, predominante nel biennio 2012-13, per le importazioni che registreranno una buona crescita.

La domanda interna risulta in pesante flessione nel 2013, ma si riprenderà nel corso del 2014, dando un contributo positivo alla crescita economica, anche a seguito dell'inversione di tendenza degli investimenti, dopo la nuova pesante caduta che questi hanno subito nel 2013, sia per la parte dedicata alle costruzioni (-6,7 per cento), sia per la componente indirizzata a macchine e attrezzature (-6,3 per cento), mentre la più limitata componente dei mezzi di trasporto ha segnato un forte incremento.

Gli investimenti fissi lordi si sono ridotti di più di un quarto rispetto al 2008. Questo ha abbassato

*Prodotto interno lordo, valori concatenati, dati destagionalizzati e corretti.
Numero indice (2005=100) e tasso di variazione sul trimestre precedente.*



Fonte Istat

ulteriormente il livello di crescita potenziale dell'economia. L'andamento resterà negativo per gli investimenti in costruzioni nel 2014, a causa del perdurare di condizioni del credito restrittive. Quelli in macchine e attrezzature, invece, daranno un importante contributo alla domanda interna, sostenuti dall'aumento del livello di utilizzo degli impianti delle imprese esportatrici.

L'andamento dei consumi è risultato particolarmente penalizzato da quello del reddito disponibile e dalla difficile condizione del mercato del lavoro. I consumi delle famiglie hanno quindi accusato una pesante flessione (-2,6 per cento) nel 2013, ben più ampia di quella del Pil. Questa differenza di tendenza si replicherà anche nel 2014, nonostante la leggera ripresa dell'attività, i consumi resteranno poco più che stazionari, con una crescita inferiore al reddito disponibile, in quanto le famiglie tenderanno a ricostituire il livello dei loro risparmi.

Lavoro

Come sempre le condizioni del mercato del lavoro tenderanno a riflettere l'inversione della tendenza economica con un certo ritardo, traducendosi nel breve termine in un aumento delle ore lavorate da parte degli attuali occupati. La protratta recessione ha condotto ad un calo costante dell'occupazione, particolarmente ampio nel 2013. L'andamento dovrebbe restare negativo o al più stabilizzarsi nel corso del 2014 e recuperare gradualmente dal 2015. Le forze di lavoro hanno mostrato una lieve diminuzione. Questi due fattori hanno portato ad un forte aumento del tasso di disoccupazione, che ha raggiunto livelli molto elevati, pari al 12,2 per cento nel 2013. Nel breve termine la disoccupazione è destinata a rimanere elevata e ad aumentare ulteriormente, giungendo ad attestarsi attorno al 12,8 per cento nel 2014.

Nel prossimo biennio 2014-5 si dovrebbe assistere ad un recupero della produttività del lavoro, in quanto la dinamica dell'occupazione risulterà sensibilmente inferiore a quella del prodotto interno lordo.

Dato che il livello dell'attività resta molto basso rispetto al potenziale e la disoccupazione elevata, gli accordi salariali sono stati contenuti e la crescita delle retribuzioni è rimasta bassa, anche perché la recessione ha ridotto la media delle ore lavorate.

Le pressioni sul costo del lavoro, derivanti dall'elevata disoccupazione, dovrebbero continuare a contenerne la crescita anche in futuro. Ne risulta che il costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe aumentare lievemente a valori nominali e ridursi in termini reali nel periodo 2013-15.

Prezzi

La debolezza dei prezzi alla produzione si è riflessa sui prezzi dei prodotti esportati determinando un modesto guadagno di competitività. La competitività di prezzo dei prodotti italiani sui mercati esteri e

L'economia italiana. Consuntivo e previsioni effettuate negli ultimi mesi, variazioni percentuali annue a prezzi costanti salvo diversa indicazione.

	Consuntivo	Previsioni 2014				
	2013 Istat	Ue Comm feb-14	Fmi apr-14	Governo apr-14	Ocse mag-14	Prometeia mag-14
Prodotto interno lordo	-1,9	0,6	0,6	0,8	0,5	0,3
Importazioni	-2,8	3,0	0,9	4,4	2,4	2,7
Esportazioni	0,1	3,3	2,8	4,0	3,8	2,6
Domanda interna	-2,7	0,4	0,5		0,1	0,2
Consumi delle famiglie	-2,6	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1
Consumi collettivi	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,4	-0,4
Investimenti fissi lordi	-4,7	1,6	1,9	2,0	1,0	1,0 [7]
- macc. attrez. mezzi trasp.	-2,3	5,3 [6]	n.d.	n.d.	n.d.	2,4
- costruzioni	-6,7	-1,4	n.d.	n.d.	n.d.	-2,0
Occupazione [a]	-1,9	0,1	0,1	-0,6	-0,8	-0,5
Disoccupazione [b]	12,2	12,6	12,4	12,8	12,8	12,8 [7]
Prezzi al consumo	1,2	0,9 [1]	0,7	0,9 [2]	0,5	0,8
Saldo c. cor. Bil Pag [c]	0,7	1,3	1,1	n.d.	1,2	1,2 [7]
Avanzo primario [c]	2,2	2,7	2,3	2,6	2,0	2,0 [7]
Indebitamento A. P. [c]	3,0	2,6	2,7	2,6	2,7	3,0
Debito A. Pubblica [c]	132,6	133,7	134,5	134,9	134,3	134,3 [7]

[a] Unità di lavoro standard. [b] Tasso percentuale. [c] Percentuale sul Pil. [1] Tasso di inflazione armonizzato Ue. [2] Deflatore dei consumi privati. [3] Programmata. [4] Saldo conto corrente e conto capitale (in % del Pil). [5] Saldo commerciale (in % del Pil). [6] Investment in equipment. [7] Prometeia, Rapporto di previsione, 16 aprile 2014.

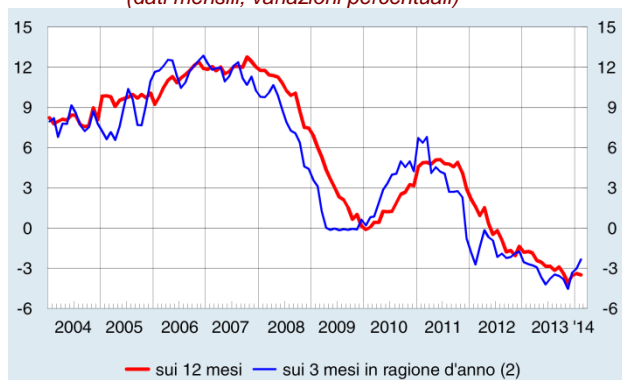
interni risentirà comunque dell'effetto negativo derivante dall'apprezzamento del cambio dell'euro.

La debolezza della domanda ha esercitato una forte pressione negativa sui prezzi, che ne ha contenuto e continuerà a contenerne la dinamica. Il tasso di inflazione armonizzato è risultato pari all'1,3 per cento nel 2013 e dovrebbe ridursi sensibilmente nel corso del 2014. Nel breve periodo, permane il rischio di una fase di ulteriore indebolimento dei prezzi a fronte della debolezza della domanda e dell'andamento dei redditi da lavoro, soprattutto se la ripresa non avrà la consistenza attesa. Con un'evoluzione positiva la crescita dei prezzi al consumo potrebbe giungere a superare quella del 2013, ma solo nel 2015.

Credito

Il credito bancario ha continuato a ridursi, in particolare quello alle imprese, anche se in parte ciò è da attribuire ad una minore domanda di prestiti. D'altro canto gli interessi applicati dagli istituti di credito sono notevolmente più elevati di quelli praticati nei paesi "core" dell'area dell'euro. L'attuale frammentazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro potrà recedere solo gradualmente, non prima del 2015, e le condizioni del credito per le famiglie e le imprese potranno migliorare solo lentamente, ma dal loro allentamento potrà giungere un importante sostegno alla ripresa.

*Prestiti bancari al settore privato non finanziario (1)
(dati mensili; variazioni percentuali)*

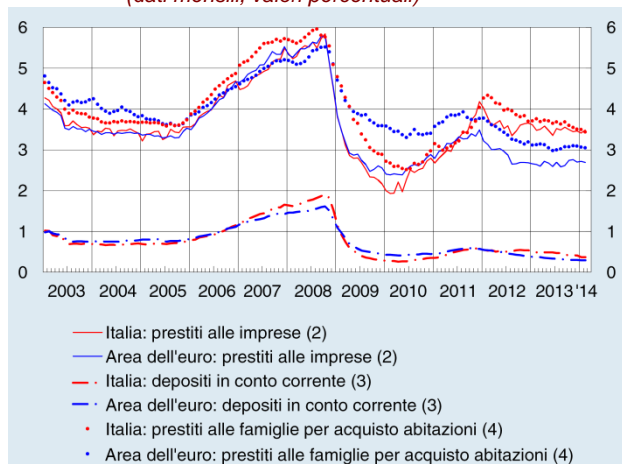


(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. (2) I dati sono depurati della componente stagionale.

Fonte: Banca d'Italia.

Per ora le banche continuano a procedere nel processo di aggiustamento dei loro bilanci e operano una restrizione del credito a fronte dell'elevato rischio percepito in relazione agli effetti della recessione sui bilanci delle imprese. Inoltre, un'ulteriore cautela è imposta dall'attesa revisione della qualità del patrimonio degli istituti che la Banca centrale europea effettuerà nel corso del 2014, collegata all'avvio del Single Supervisory Mechanism. Ad essa faranno seguito degli stress test miranti a valutare la solidità delle banche a fronte dei rischi connessi ad un possibile andamento negativo dei mercati finanziari e reali. Pertanto le condizioni del credito potranno allentarsi solo gradualmente e a partire dal 2015. Le condizioni finanziarie delle imprese potranno quindi essere sostenute solo dalla ripresa dell'attività e dal pagamento del debito commerciale arretrato da parte della pubblica amministrazione.

*Tassi di interesse bancari a breve termine (1)
(dati mensili; valori percentuali)*



(1) I tassi sui prestiti e sui depositi si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. (2) Tasso medio sui prestiti alle imprese. (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. (4) Tasso medio sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

Finanza pubblica

Nel corso del 2013, a fronte del difficile sfondo dato dalla recessione, si è arrestata l'operazione di consolidamento fiscale. Il dato del rapporto tra deficit e Pil (3,0 per cento) non si è ridotto effettivamente a causa del ridotto livello dell'attività, per il corretto funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio. Il saldo primario (indebitamento netto al netto della spesa per interessi) ha invece ridotto la sua incidenza sul Pil al 2,2 per cento dal 2,5 per cento. La spesa per interessi si è ridotta nel 2013, dal 5,5 al 5,3 per cento del Pil, grazie alla recente diminuzione del premio per il rischio connesso al debito nazionale italiano, espresso anche dallo spread sugli analoghi titoli del debito tedesco. L'andamento del disavanzo corretto per il ciclo economico ha mostrato invece un notevole miglioramento. Comunque, il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo ha continuato a crescere nel 2013 giungendo a quota 132,6 per

cento, nuovo record negativo, dal 127,0 per cento del 2012.

La spesa complessiva è risultata pari al 51,2 per cento del Pil, in diminuzione dello 0,2 per cento. La spesa primaria è aumentata. Si sono ridotte la spesa per redditi da lavoro (-0,7 per cento) e quella per consumi intermedi (-1,7 per cento). Le prestazioni sociali in denaro sono aumentate del 2,7 per cento per il mancato aumento della spesa per ammortizzatori sociali. Le spese in conto capitale si sono ridotte del 12,8 per cento. L'effetto dei pagamenti dei debiti commerciali arretrati è stato quindi interamente assorbito dalla mancata realizzazione di spese precedentemente inserite nel tendenziale.

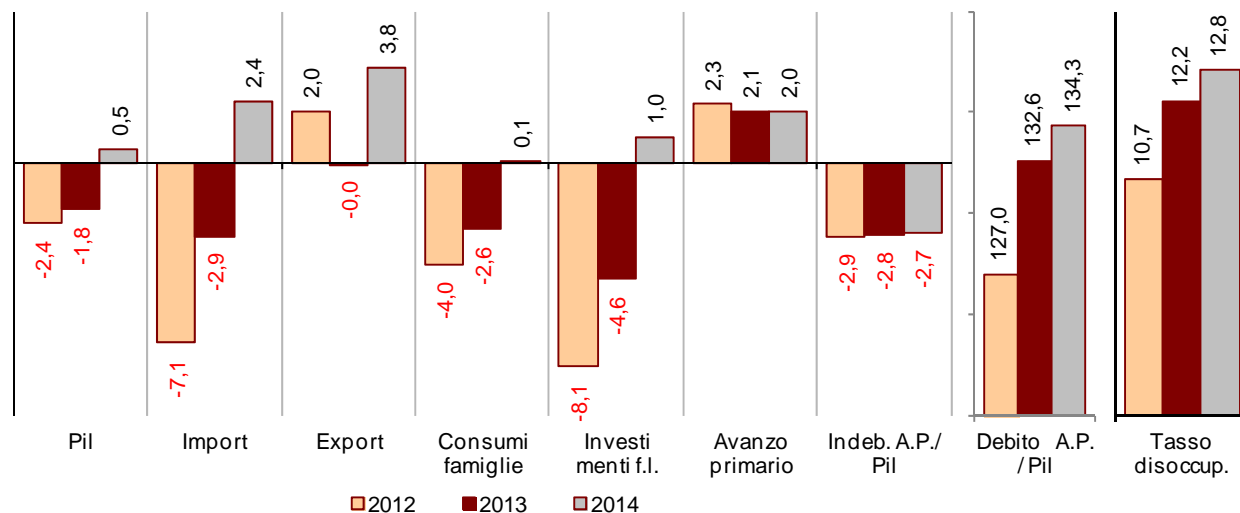
Le entrate totali sono risultate pari al 48,2 per cento del Pil e sono diminuite dello 0,3 per cento rispetto all'anno precedente. Le entrate correnti si sono contratte dello 0,7 per cento. In particolare, le imposte indirette sono diminuite del 3,6 per cento, mentre le imposte dirette sono aumentate dello 0,6 per cento. I contributi sociali effettivi hanno mostrato una leggera flessione (-0,5%). Le entrate in conto capitale hanno segnato invece un incremento del 57,3 per cento, dovuto ad "una tantum". La pressione fiscale complessiva è risultata pari al 43,8 per cento, in diminuzione di 0,2 punti percentuali.

Il Documento di economia e finanza 2014 prevede azioni espansive immediate su imposte e investimenti insieme a misure di copertura, oltre a un programma di riforme strutturali riguardanti le istituzioni, il mercato del lavoro e l'economia. Il principale intervento mira alla riduzione del cuneo fiscale attraverso la riduzione dell'Irpef. Un secondo intervento prevede il pagamento totale dei debiti commerciali arretrati. Infine si intende rilanciare gli investimenti pubblici infrastrutturali. Le coperture dovrebbero venire innanzitutto dalla revisione delle spese, tra cui l'ampliamento dei costi standard, la riduzione degli stipendi dei dirigenti e dei manager pubblici e il contenimento della spesa previdenziale. Sempre tra le coperture sono previste maggiori entrate straordinarie (una tantum). È previsto, inoltre, un intervento di sgravio dell'Irap per le imprese, finanziato da un aumento della tassazione delle rendite finanziarie. Si annuncia poi l'impiego degli incassi da privatizzazioni per la riduzione dello stock del debito pubblico. Secondo il Governo, il rapporto tra disavanzo e Pil dovrebbe scendere al 2,6 per cento nel 2014 e all'1,8 per cento nel 2015, la spesa per interessi ridursi dello 0,1 per cento del Pil all'anno e il debito pubblico salire al 134,9 per cento del Pil nel 2014 per poi iniziare a ridursi, scendendo al 133,3 per cento nel 2015.

Salvo che nelle più recenti previsioni, l'avanzo primario dovrebbe nuovamente aumentare. La spesa per interessi dovrebbe tendere a stabilizzarsi o risultare lievemente più contenuta. L'attesa risalita dei tassi di interesse sui mercati finanziari nel prossimo biennio, a partire dagli Stati Uniti, ne potrebbe però determinare un aumento. Nel 2014 si prevede comunque una lieve riduzione dell'indebitamento della pubblica amministrazione. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo salirà ulteriormente anche nel 2014, per raggiungere un livello massimo a partire dal quale ci si attende l'avvio di una fase di rientro, grazie ad un aumento dell'avanzo primario e alla crescita del Pil.

È quindi di enorme importanza garantire la fiducia dei mercati nel debito pubblico italiano. A tal fine il processo di rientro del rapporto del debito con il Pil dovrà essere ben definito e procedere con un ritmo sostenuto.

La previsione dell'Ocse per l'Italia: tasso di variazione sull'anno precedente per prodotto interno lordo, importazioni, esportazioni, consumi e investimenti; avanzo primario, indebitamento e debito della P.A. in percentuale del Pil; tasso di disoccupazione



Fonte: Oecd, Economic Outlook, 6th May 2014

Rischi per l'evoluzione

Le prospettive di ripresa illustrate potrebbero essere indebolite se le condizioni del sistema bancario fossero tali da giungere a determinare un'ulteriore restrizione del credito tale da impedire la ripresa del ciclo degli investimenti. Connesso a questo fattore, occorre considerare che, nonostante l'intervento della Banca centrale europea (OMT), sussistono ancora forti rischi relativi alla possibilità di finanziamento dell'elevato debito pubblico sui mercati finanziari, almeno fino a che non sia chiaramente instaurato un processo di riduzione del rapporto con il Pil. Per questa ragione ci si attende che debba essere operata un'ulteriore stretta fiscale nel corso del 2015 che contribuirà a contenere la crescita del Pil. Si potrebbe però determinare la necessità di attuare una stretta superiore a quella che la nascente ripresa potrebbe sopportare.

Nel breve periodo il fattore di rischio maggiore deriva dalla possibilità di un ulteriore rallentamento della dinamica dei prezzi, che potrebbe sfociare in una fase di deflazione, con effetti negativi sulla ripresa derivanti dall'instaurarsi di aspettative sfavorevoli ai consumi e agli investimenti e dall'aumento del valore reale dell'onere del debito, oltre che del debito stesso. Un eventuale, più volte anticipato, ma tutt'ora molto discusso intervento da parte della Banca centrale europea apparirebbe allora essenziale per garantire la crescita.

X.3. Il quadro regionale

Lo scenario si fonda su un quadro di ipotesi che ad una lenta crescita del commercio mondiale nel 2013 (+2,3 per cento), vede fare seguito una moderata accelerazione nel 2014 (+3,5 per cento). La crescita del prodotto interno mondiale dovrebbe passare dal 3,0 al 3,4 per cento negli stessi anni, trainata soprattutto dalla ripresa nelle economie avanzate, mentre l'attività nei paesi emergenti continuerà ad avere ritmi più elevati di quelli delle economie avanzate, ma mostrerà una accelerazione minima. La crescita del prodotto interno lordo statunitense appare consolidarsi e tra il 2013 e il 2014 passerà dall'1,9 al 2,6 per cento. Migliora anche l'andamento nell'area dell'euro che vedrà il passaggio da una recessione dello 0,4 per cento ad una crescita dell'1,1 per cento. Anche l'Italia uscirà dalla recessione del 2013, per registrare una ripresa dello 0,7 per cento nel 2014. Resta d'obbligo, in tal senso, una particolare cautela.

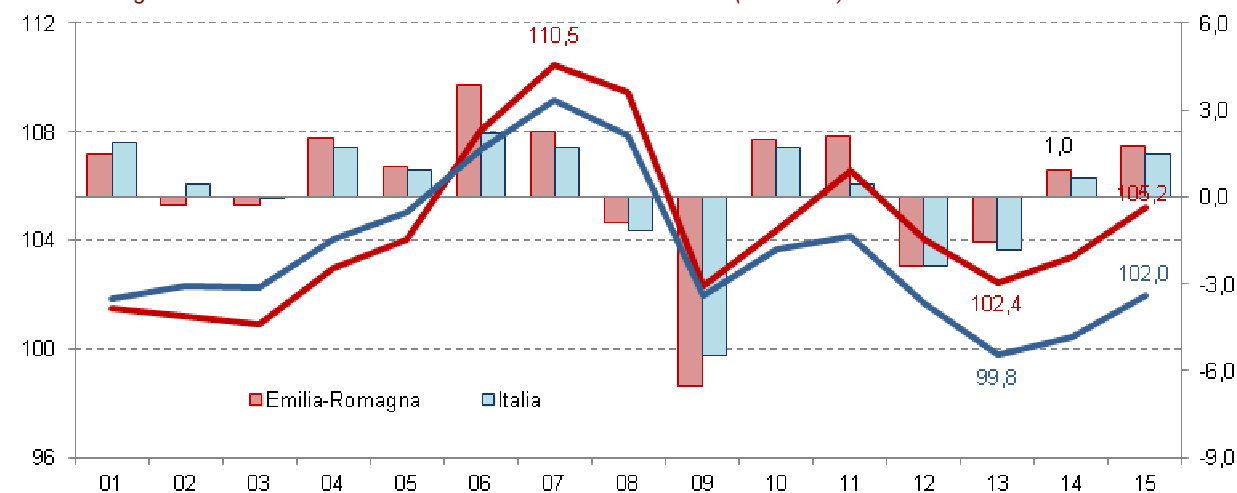
Conto economico

Le stime indicano che il 2013 dovrebbe essersi chiuso con una flessione del prodotto interno lordo regionale dell'1,6 per cento. Il Pil in livello assoluto risulterà superiore solo di un decimo rispetto ai livelli minimi toccati al culmine della crisi nel 2009. Nel 2014 dovrebbe però riprendere la crescita, attesa all'1,0 per cento.

L'andamento regionale risulta leggermente migliore rispetto a quello prospettato a livello nazionale. In Italia il prodotto interno lordo si è ridotto in termini reali dell'1,9 per cento nel 2013. Solo nel 2014 si registrerà una lieve crescita, che non andrà oltre lo 0,7 per cento. Si tratta però di un dato ottimistico rispetto alle più recenti previsioni di enti internazionali riguardanti il nostro paese.

La domanda interna regionale dovrebbe avere accusato una nuova, ma più contenuta flessione nel 2013 (-2,0 per cento), comunque ancora superiore rispetto a quella riferita al Pil. Ci si attende però una

Previsione regionale e nazionale: tasso di variazione e numero indice del Pil (1991=100)



Fonte: Unioncamere Emilia-Romagna - Prometeia, Scenario economico provinciale, giugno 2014

ripresa della domanda interna (+0,7 per cento) prossima a quella del Pil nel corso del 2014.

Questo andamento riflette quello dei consumi delle famiglie, ma soprattutto quello degli investimenti. Sotto la pressione della negativa condizione del mercato del lavoro, nel 2013, i consumi dovrebbero avere contenuto, si fa per dire, la loro diminuzione al 2,2 per cento. Le stime mostrano una sostanziale inversione della tendenza prevista per il 2014 che da negativa diverrà positiva (+0,9 per cento). L'effetto cumulato della crisi è evidente. Alla fine del 2014 i consumi privati risulteranno inferiori del 4,7 per cento rispetto al picco del 2010.

Gli investimenti fissi lordi, nel 2013, dovrebbero avere subito una nuova riduzione (-2,1 per cento), per effetto della recessione, quindi della scarsa domanda e dello stato della fiducia delle imprese, che si trova su livelli nel complesso bassi e non così lontani da quelli minimi del 2009, nonostante la ripresa nel manifatturiero. Ci si attende però che, nel corso del 2014, l'andamento degli investimenti faccia segnare una ripresa (+1,3 per cento), traendo vantaggio dai segnali di crescita a livello europeo e mondiale. Sono lontanissimi comunque i livelli di accumulazione raggiunti prima della crisi. Nel 2014 gli investimenti risulteranno inferiori del 25,5 per cento rispetto a quelli del culmine del 2006.

Anche nel 2013 l'andamento del Pil si è avvalso dell'effetto di traino derivante dalle vendite all'estero, ma la sua forza si è sensibilmente ridotta. In termini di contabilità nazionale, le vendite all'estero regionali dovrebbero essere cresciute del 2,6 per cento, ben più della tendenza sperimentata a livello nazionale. A fronte di un'attesa ripresa dell'attività a livello europeo, nel 2014 si avrà una discreta accelerazione della dinamica delle esportazioni (+3,6 per cento). Al termine del 2014 il valore reale delle esportazioni regionali dovrebbe superare del 4,0 per cento il livello massimo precedente la crisi, toccato nel 2007. Si tratta di un dato che conferma la crescente importanza dei mercati esteri per l'economia regionale e la grande capacità delle imprese regionali di operare competitivamente su di essi. Esso mostra, però, anche l'enorme difficoltà riscontrata nel progredire ulteriormente in quest'ambito, in una condizione di debolezza della domanda mondiale, tenuto conto dei fattori che incidono sui costi e la competitività delle imprese nazionali.

Il quadro regionale. Tassi di variazione percentuali su valori concatenati, anno di riferim. 2005

	2012	2013	2014	2015
Conto economico				
Prodotto interno lordo	-2,4	-1,6	1,0	1,8
Domanda interna ⁽¹⁾	-3,9	-2,0	0,7	1,3
Consumi delle famiglie	-3,2	-2,2	0,9	1,4
Consumi delle AAPP e ISP	-2,6	-0,8	-0,3	-0,7
Investimenti fissi lordi	-7,6	-2,1	1,3	3,3
Importazioni di beni dall'estero	-8,0	2,9	2,6	4,5
Esportazioni di beni verso l'estero	1,3	2,6	3,6	6,8
Valore aggiunto ai prezzi base				
Agricoltura	-8,2	1,6	0,4	1,2
Industria	-3,6	-2,5	1,6	1,9
Costruzioni	0,1	-5,1	-1,4	0,7
Servizi	-1,6	-0,5	0,9	1,8
Totale	-2,2	-1,2	1,0	1,8
Unità di lavoro				
Agricoltura	-2,7	-8,1	-3,1	-0,8
Industria	-3,3	-1,9	-0,6	0,6
Costruzioni	1,5	1,0	-0,9	0,1
Servizi	-0,2	-0,8	0,1	1,1
Totale	-0,9	-1,3	-0,3	0,8
Rapporti caratteristici				
Forze di lavoro	1,6	-0,1	0,0	0,2
Occupati	-0,3	-1,6	-1,0	0,5
Tasso di occupazione ⁽²⁾⁽³⁾	44,4	43,5	42,7	42,6
Tasso di disoccupazione ⁽²⁾	7,1	8,5	9,3	9,0
Tasso di attività ⁽²⁾⁽³⁾	47,8	47,5	47,2	46,9
Produttività e capacità di spesa				
Reddito disponibile delle famiglie e Istituz.SP (prezzi correnti)	-1,9	1,2	2,2	3,1
Valore aggiunto totale per abitante (migliaia di euro)	26,1	25,6	25,6	25,9

(1) Al netto delle scorte. (2) Rapporto percentuale. (3) Quota sulla popolazione presente totale.

Fonte: Unioncamere Emilia-Romagna - Prometeia, Scenario economico provinciale, giugno 2014

Nonostante la recessione, nel 2013 dovrebbe essersi registrata un'inversione della dinamica delle importazioni, che essendo altresì un input del sistema produttivo, al termine dell'anno dovrebbero avere fatto segnare una crescita del 2,9 per cento. La ripresa della spesa per consumi, ma soprattutto degli investimenti e dell'attività produttiva nel 2014 sosterrà un ulteriore aumento delle importazioni, che dovrebbe restare però contenuto al 2,6 per cento.

La formazione del valore aggiunto: i settori

Dall'analisi della formazione del reddito continua ad emergere innanzitutto l'ulteriore forte riduzione del valore aggiunto delle costruzioni. Soprattutto gli effetti negativi della forte restrizione del credito, più che la tensione sui tassi di interesse a livello mondiale durante l'estate dello scorso anno estate, si sono riflesse e continuano a riflettersi pesantemente sul settore delle costruzioni. Il valore aggiunto dovrebbe essersi ridotto nuovamente nel 2013, del 5,1 per cento. Nonostante l'attesa ripresa economica e l'attività di ricostruzione e ristrutturazione, in mancanza di un netto miglioramento delle condizioni del mercato del credito, nel 2014 la tendenza negativa del valore aggiunto settoriale dovrebbe al più attenuarsi, con un decremento contenuto all'1,4 per cento. Al termine del 2014 l'indice del valore aggiunto delle costruzioni risulterà ampiamente inferiore al livello del precedente massimo toccato nel 2007 (-30,4 per cento).

Per l'industria in senso stretto il 2013 è stato un nuovo anno di recessione, anche se dovrebbe essersi chiuso con una flessione più contenuta della precedente, -2,5 per cento. Gli effetti della ripresa dovrebbero manifestarsi pienamente nel corso del 2014, quando il valore aggiunto generato dall'industria dovrebbe riprendere a salire con una certa decisione (+1,6 per cento). Alla fine del 2014, l'indice reale del valore aggiunto industriale risulterà comunque inferiore dell'11,0 per cento rispetto al precedente massimo del 2007.

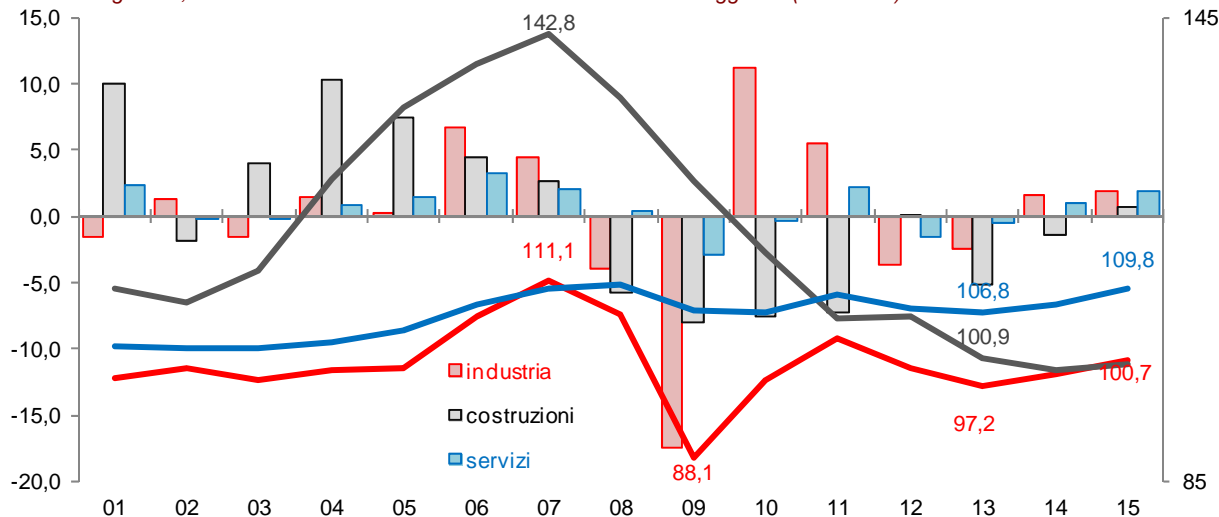
Nel 2013, anche il valore aggiunto del variegato settore dei servizi dovrebbe avere subito una nuova, ma più contenuta, contrazione (-0,5 per cento). La ripresa dovrebbe giungere solo nel 2014, con una crescita dello 0,9 per cento. Al termine del 2014 il valore aggiunto dei servizi dovrebbe trovarsi solo leggermente al di sotto (-2,3 per cento) dei livelli del precedente massimo toccato nel 2008.

Il mercato del lavoro

A causa della congiuntura negativa, l'impiego di lavoro nel processo produttivo, valutato in termini di unità di lavoro e quindi al netto della cassa integrazione guadagni, nel 2013 dovrebbe avere subito una nuova riduzione, più marcata di quella dell'anno precedente, -1,3 per cento. Si tratta comunque di una flessione meno consistente di quella nazionale. La fase negativa non dovrebbe chiudersi nel 2014, con l'impiego di lavoro di nuovo in calo, sia pure di solo lo 0,3 per cento, sostanzialmente in linea con la tendenza a livello nazionale (-0,4 per cento).

L'evoluzione settoriale dell'impiego di lavoro mostra una sensibile disomogeneità. Nei servizi dovrebbe essersi registrato un nuovo decremento nel 2013 (-0,8 per cento) e la ripresa farà registrare un incremento di solo lo 0,1 per cento nel 2014. Nelle costruzioni la tendenza dovrebbe risultare di nuovo positiva nel 2013 (+1,0 per cento), ma nel 2014 si dovrebbe registrare una nuova riduzione, -0,9 per cento. Nel 2013, l'impiego di lavoro nell'industria dovrebbe essersi ridotto ulteriormente, -1,9 per cento.

Previsione regionale, i settori : tassi di variazione e numeri indice del valore aggiunto (2000=100)



Fonte: Unioncamere Emilia-Romagna - Prometeia, Scenario economico provinciale, giugno 2014

Nonostante la ripresa, nel 2014 si dovrebbe registrare una nuova, anche se più contenuta diminuzione (-0,6 per cento).

Gli indicatori relativi al mercato del lavoro prospettano un quadro in marcato deterioramento per 2013 e, nonostante la ripresa, anche per il 2014. Le forze di lavoro sono diminuite lievemente nel 2013 (-0,1 per cento), per effetto di una minore partecipazione e resteranno invariate nel 2014. Questa tendenza negativa contrasta con quella all'aumento della popolazione. Quindi il tasso di attività, calcolato come quota sulla popolazione presente totale, dovrebbe continuare a ridursi dal 47,8 del 2012 al 47,2 del 2014. Il dato regionale resta strutturalmente più elevato di quello nazionale, ma si riduce progressivamente la differenza con quest'ultimo.

Nel 2013 la recessione ha determinato una riduzione del numero degli occupati (-1,6 per cento). Nonostante la ripresa, la tendenza non dovrebbe arrestarsi nel corso del 2014, quando l'occupazione si contrarrà di nuovo (-1,0 per cento), in quanto l'aumento dell'attività si tradurrà prima in un aumento delle ore lavorate da parte dei lavoratori già occupati, con un recupero dei livelli di produttività.

Il tasso di occupazione tenderà comunque a diminuire rapidamente passando dal 44,4 per cento del 2012 al 42,7 per cento del 2014. La sensibile tendenza alla riduzione mostrata negli ultimi anni lo porterà nel 2014 a risultare inferiore di 3,8 punti rispetto al livello del 2008. Il tasso di disoccupazione, che era pari al 2,9 per cento nel 2007, per effetto della recessione ha toccato l'8,5 per cento nel 2013 e tenderà ulteriormente verso l'alto, al 9,3 per cento, nella media del 2014.

Conclusioni

L'economia ha affrontato un nuovo anno di recessione. La riduzione della quota del valore aggiunto industriale subita tra il 2008 e il 2009 è da considerarsi ormai permanente. Quella determinata dalla successiva crisi del debito e dalla conseguente recessione europea lo diverrà rapidamente. Per salvare ciò che resta, in primo luogo la ripresa prospettata dovrà innanzitutto concretizzarsi e poi avere un'adeguata ampiezza. Quindi occorrerà affrontare con decisione il problema della competitività dell'industria e del sistema economico regionale, al di là di quanto verrà fatto a livello nazionale. I processi di delocalizzazione "selvaggia" oggetto di cronaca recente attestano la difficoltà a fare impresa nel contesto attuale.

Il fattore tempo è determinante per stabilire gli effetti strutturali della crisi congiunturale, ma per quanto già avvenuto, recessione e restrizione del credito bancario, il sistema regionale perderà comunque un'ulteriore consistente quota della sua base industriale.

È necessario aumentare urgentemente la disponibilità e ridurre i costi del finanziamento in attesa che si facciano sentire gli effetti sulla crescita dell'attesa adozione di riforme profonde. Queste devono mirare a ridurre il peso del bilancio e del debito pubblico e a sostenere la competitività del sistema, in particolare attraverso una sostanziale riduzione del cuneo fiscale tra costo del lavoro e retribuzioni nette.

Le previsioni qui presentate si fondano sull'attesa di una ripresa della crescita a livello mondiale, della fine della recessione e di una diffusione della ripresa dell'attività tra i paesi dell'area dell'euro nel corso del 2014. Sono quindi soggette a forti rischi di revisione al ribasso.