

X. Scenario economico

X.1. Il quadro internazionale.

L'economia mondiale

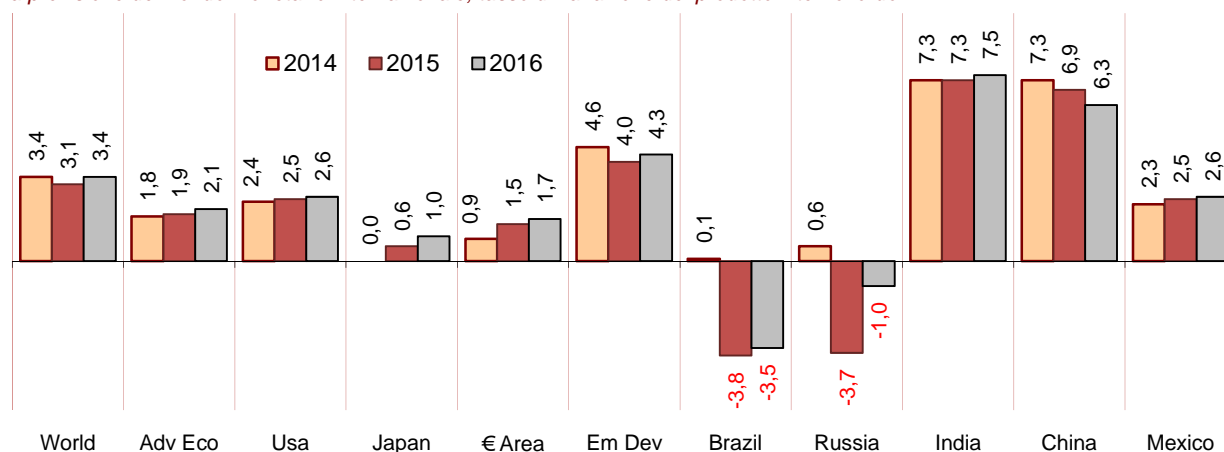
La crescita mondiale si è ridotta nel 2015. Dovrebbe risultare prossima al 3,0 – 3,1 per cento, ben al di sotto della sua media di lungo periodo e il ritmo più lento degli ultimi cinque anni. Alla diminuzione hanno contribuito, da un lato, un ulteriore brusco rallentamento delle economie emergenti e, dall'altro, una limitata accelerazione della ripresa delle economie avanzate, stimata all'1,9 per cento, frenata da una crescita contenuta della produttività e degli investimenti, ma sostenuta dalla crescita dei consumi. Ne ha sofferto il commercio mondiale, che ha ridotto il suo contenuto andamento positivo, con effetti negativi particolarmente per le economie emergenti. Solitamente gli andamenti del commercio mondiale hanno anticipato quelli del prodotto globale e in passato i livelli di crescita del commercio mondiale del 2015 sono stati associati a fasi di recessione. Ciò ha accresciuto i dubbi sulle prospettive di crescita futura, in merito alla capacità della crescita nelle economie avanzate di compensare l'ulteriore rallentamento in quelle emergenti, la cui crescita è in fase di decelerazione da cinque anni.

Le politiche economiche espansive adottate da molteplici paesi e i bassi livelli dei prezzi delle materie prime dovrebbero facilitare l'accelerazione della crescita mondiale, soprattutto nelle economie avanzate, ma i rischi per l'evoluzione del commercio mondiale e per il ciclo degli investimenti sono aumentati.

In particolare le prospettive per le economie emergenti costituiscono attualmente un fattore importante per l'evoluzione della crescita mondiale, tenuto conto del loro ampio contributo al commercio e all'attività economica mondiale. L'elemento chiave è dato dalla possibilità per l'economia cinese di conseguire un graduale riequilibrio del modello di sviluppo, passando da una predominanza degli investimenti e della manifattura a un maggiore ruolo per i consumi e i servizi, evitando di determinare un brusca caduta della crescita e una fase di instabilità finanziaria. Un rallentamento deciso della domanda interna cinese potrebbe avere conseguenze capaci di destabilizzare i mercati finanziari e le prospettive di crescita di molte economie emergenti e anche di quelle avanzate, dei paesi esportatori di materie prime e di quelli che hanno strette relazioni commerciali con la Cina.

Un ulteriore fattore determinante è la caduta del prezzo del petrolio frutto della decisione dell'Arabia Saudita di aumentare la produzione, invece di ridurla per compensare una maggiore offerta da parte di altri membri dell'Opec, a fronte di un aumento della produzione tradizionale di paesi non Opec, dell'aumento della produzione non tradizionale, statunitense e canadese, e dell'atteso rientro sul mercato dell'Iran. I livelli delle quotazioni raggiunti ad inizio 2016 sono i più bassi dal 2003. Il permanere a lungo dei bassi prezzi se da un lato sostiene la domanda dei consumatori, dall'altro potrebbe giungere a

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



Adv. Eco. : Economie sviluppate. Em.Dev. : economie emergenti e in sviluppo.
IMF, World Economic Outlook Update, 19 gennaio 2016

	2014	2015	2016	2017		2014	2015	2016	2017
Prodotto mondiale	3,4	3,1	3,4	3,6	Prezzi materie prime (in Usd)				
Commercio mondiale(c)	3,4	2,6	3,4	4,1	- Petrolio (d)	-7,5	-47,1	-17,6	14,9
Libor su depositi in (f)					- Materie prime non energetiche(e)	-4,0	-17,4	-9,5	0,4
Dollari Usa	0,3	0,5	1,2	2,2	Prezzi al consumo				
Euro	0,2	0,0	-0,3	-0,2	Economie avanzate	1,4	0,3	1,1	1,7
Yen giapponese	0,2	0,1	0,1	0,1	Economie emergenti e in sviluppo	5,1	5,5	5,6	5,9

(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 Update, 19 gennaio 2016

determinare crisi finanziarie tra i produttori e tra le istituzioni finanziarie esposte verso di essi. La riduzione degli investimenti nel settore e in quello delle energie alternative, getta però le basi di un futuro possibile brusco recupero dei prezzi.

Questa fase di evoluzione economica risulta cruciale per le economie emergenti che si trovano a confrontarsi con la diminuzione dei prezzi delle materie prime, quindi con minori prospettive per le loro esportazioni, con una minore disponibilità di finanziamenti e un irrigidimento delle condizioni finanziarie a seguito della normalizzazione dei tassi statunitensi e con un livello inferiore di crescita potenziale. La possibilità di brusche svalutazioni, fughe di capitali e l'aumento della volatilità delle quotazioni delle materie prime e dei flussi di capitale rischiano di fare emergere la debole condizione finanziaria di alcuni paesi con livelli elevati di indebitamento e di squilibrio dei conti con l'estero.

Dei contraccolpi allo sviluppo di un sentiero di crescita moderato potrebbero venire anche dalle incertezze riguardanti l'atteso rafforzamento delle politiche di stimolo adottate in Europa e in Giappone. Gli effetti di breve termine dei precedenti provvedimenti adottati non sono risultati all'altezza delle attese. Le politiche monetarie mostrano la loro incapacità di risollevare la crescita da sole in questo quadro macroeconomico nel quale l'azione della politica fiscale non appare espansiva in molte delle maggiori economie.

La divergenza nelle politiche monetarie tra le principali economie mondiali, Stati Uniti da una parte, area dell'euro, Cina e Giappone dall'altra, che ha determinato una storica rivalutazione del cambio del dollaro, sia nei confronti dell'euro e dello yen, sia delle valute dei paesi emergenti, in particolare a seguito del riallineamento del cambio dello yuan, costituisce un altro fattore di rischio per l'economia mondiale. La fase di normalizzazione potrebbe avere effetti negativi particolarmente sulle economie dei paesi emergenti che presentano un elevato livello di indebitamento delle imprese in valuta estera.

Con l'avvio del 2016 i mercati finanziari hanno rapidamente rivisto le prospettive di crescita e del premio per il rischio. Si è quindi avuto un deciso aumento della volatilità, una correzione dei mercati azionari, consistenti flussi finanziari a sfavore dei titoli e del debito dei paesi emergenti e dei settori più rischiosi e ciclici e a favore degli investimenti e delle valute più difensive, dai titoli del Tesoro statunitense ai Bund, dallo yen e fino anche all'euro.

In numerosi paesi la tendenza di sviluppo dell'output potenziale risulta inferiore a quella prevista. È importante quindi che gli interventi di politica macroeconomica continuino a favorire la crescita e la stabilità del sistema economico e finanziario, ma occorre anche mettere in atto politiche strutturali miranti a aumentare la produttività e misure per ridurre gli effetti derivanti dalla minore capacità di offerta attualmente disponibile, che si è determinata a seguito della prolungata caduta della domanda.

Tenuto conto di tutto ciò, le prospettive sono comunque per una graduale ripresa del commercio mondiale e per una stabilizzazione o un lieve incremento del ritmo della crescita globale nel 2016 (tra il 3,0 e il 3,4 per cento), sostenuta sia dalle economie avanzate, sia da quelle emergenti e in sviluppo.

Stati Uniti

La crescita economica statunitense procede con una tendenza stabile che risulta più rapida di quella della maggior parte degli altri paesi sviluppati, al di là di oscillazioni di breve termine, anche se le più recenti previsioni prospettano l'eventualità di un rallentamento, difficoltà per le esportazioni e un aumento dei rischi al ribasso. La domanda è alimentata dalla spesa delle famiglie, sostenuta dalla crescita dei redditi reali. Questa trova supporto nella buona crescita dell'occupazione, in quella in moderata accelerazione delle retribuzioni e nell'aumento della ricchezza complessiva. La capacità di spesa delle

famiglie si è inoltre accresciuta per effetto del calo dei prezzi dell'energia e del rafforzamento del dollaro. La tendenza a una crescita dei salari in accelerazione ha avuto una recente conferma a inizio del 2016, l'espansione dei consumi resta quindi la forza dominante che sostiene la ripresa economica e la possibilità per gli Stati Uniti di fare da traino alla ripresa del commercio mondiale. La crescita degli investimenti fissi industriali ha risentito della riduzione degli investimenti nell'industria energetica, non è stata particolarmente sostenuta, e limita lo sviluppo potenziale, ma procede su livelli soddisfacenti. Il rallentamento economico globale e l'apprezzamento del dollaro hanno ampliato il deficit commerciale e avuto l'effetto di contenere lo sviluppo dell'attività economica.

Le condizioni del mercato del lavoro continuano a migliorare, la crescita dell'occupazione rallenta avvicinandosi al trend di lungo periodo e la disoccupazione è scesa al di sotto del livello ritenuto strutturale. Sul mercato del lavoro permangono comunque margini, restano sacche di disoccupazione, il tasso di partecipazione resta inferiore alle attese e stabile, non sono stati reimmessi sul mercato i lavoratori scoraggiati e marginali che ne erano usciti. Inoltre, la crescita delle retribuzioni è rimasta contenuta, ma è apparsa in ripresa tra le fine del 2015 e l'inizio del 2016. Una sua accelerazione offrirebbe margini di incremento per la domanda interna. L'adozione di misure per una più equa distribuzione dei redditi potrebbero favorire un percorso di sviluppo maggiormente sostenibile. L'inflazione risulta ampiamente inferiore all'obiettivo della Federal Reserve, anche eliminando gli effetti dei prezzi energetici e del cambio, ma è apparsa in accelerazione alla fine del 2015.

In questo quadro, la politica monetaria resta accomodante. La fase di rialzo dei tassi, avviata a dicembre 2015, si prospetta graduale, moderata e dipendente dalle prospettive economiche, terrà quindi conto dei dati dell'inflazione, dell'occupazione e della crescita e non condurrà a un sensibile aumento dei tassi. Il principale effetto fino a ora si è avuto sul mercato dei cambi, con una storica rivalutazione del cambio del dollaro, che ha pesato sull'attività manifatturiera e sulle esportazioni.

La politica fiscale rimarrà neutrale e saranno gli effetti del consolidamento della crescita a stabilizzare il debito pubblico in rapporto al prodotto interno lordo. L'accordo di dicembre per un incremento della spesa discrezionale e un taglio dell'imposizione ha allontanato il rischio della chiusura degli enti governativi e annullato l'effetto restrittivo del precedente impostazione di politica fiscale.

I rischi per la crescita possono giungere, al ribasso, da un prolungato indebolimento della crescita mondiale e quindi della domanda estera, in grado di aumentare le pressioni deflazionistiche. In positivo, al contrario, un ulteriore aumento dell'occupazione che non originasse eccessive pressioni inflazionistiche permetterebbe un aumento dei tassi di interesse più graduale e una più sostenuta crescita economica.

Cina

Le attese sono per un graduale declino della crescita economica cinese, rispetto al 6,9 per cento del 2015. È in corso un progressivo aggiustamento nei settori manifatturieri che presentano capacità produttiva in eccesso, in particolare l'industria pesante. Il processo ha determinato un rapido rallentamento della produzione industriale e una più marcata decelerazione degli investimenti produttivi. Gli investimenti immobiliari stanno toccando i minimi, ma non si prospetta una loro pronta ripresa, tenuto conto degli stock disponibili al di fuori delle principali aree urbane. I progetti di infrastrutture annunciati

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

	2014	2015	2016	2017		2014	2015	2016	2017
Economie avanzate	1,8	1,9	2,1	2,1	Germania	1,6	1,5	1,7	1,7
Stati Uniti	2,4	2,5	2,6	2,6	Francia	0,2	1,1	1,3	1,5
Giappone	0,0	0,6	1,0	0,3	Italia	-0,4	0,8	1,3	1,2
Area dell'euro	0,9	1,5	1,7	1,7	Spagna	1,4	3,2	2,7	2,3
					Regno Unito	2,9	2,2	2,2	2,2
Economie emergenti e in sviluppo	4,6	4,0	4,3	4,7	Russia	0,6	-3,7	-1,0	1,0
Europa Emergente e in sviluppo	0,0	0,0	0,0	0,0	Cina	7,3	6,9	6,3	6,0
Comunità di Stati Indipendenti	1,0	-2,8	0,0	1,7	India	7,3	7,3	7,5	7,5
Paesi Asiatici in Sviluppo	6,8	6,6	6,3	6,2	Asean-5 (c)	4,6	4,7	4,8	5,1
M. Oriente Nord Africa Afg. Pak	2,8	2,5	3,6	3,6	Sud Africa	1,5	1,3	0,7	1,8
Africa Sub-Sahariana	5,0	3,5	4,0	4,7	Brasile	0,1	-3,8	-3,5	0,0
America Latina e Caraibi	1,3	-0,3	-0,3	1,6	Messico	2,3	2,5	2,6	2,9

(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.

IMF, World Economic Outlook Update, 19 gennaio 2016

come misure di sostegno di politica fiscale forniranno comunque un supporto temporaneo agli investimenti complessivi. I consumi crescono, oltre il 10% nel 2015, sostenuti dai crescenti redditi delle famiglie, da un mercato del lavoro teso e dall'aumento delle retribuzioni. La crescita dell'attività pare concentrarsi nel settore dei servizi, come auspicato. Le esportazioni hanno sofferto l'effetto della lunga tendenza alla rivalutazione dello yuan, interrotta all'inizio del 2014 rispetto al dollaro, ma proseguita in termini reali. Nel corso dell'estate del 2015 si è bruscamente avviata una nuova tendenza ad assecondare un più graduale aggiustamento del cambio, che è stata seguita da un'accelerazione della svalutazione, comunque contenuta, all'inizio del 2016. Il rallentamento delle importazioni è stato anche più ampio di quello delle esportazioni per effetto della riduzione dei prezzi delle materie prime e della minore domanda di beni di investimento. Ciò ha determinato un ampliamento del surplus commerciale, che ha parzialmente controbilanciato gli ingenti deflussi di capitali sostenuti da aspettative di svalutazione del cambio.

Se le pressioni deflazionistiche hanno condotto solo ad un rallentamento della crescita dei prezzi al consumo, quelli alla produzione industriale hanno da tempo una marcata tendenza negativa. Anche a fronte di una rapida correzione dei corsi di borsa, si sono intensificate le misure di allentamento monetario, con tagli ai tassi di interesse di intervento e alle quote di riserva obbligatoria. Il costo reale dei finanziamenti risulta però ancora elevato rispetto al passato e crescente, tenuto conto dell'andamento dei prezzi, e questo aumenta l'onere del debito, riduce i profitti e grava sugli investimenti.

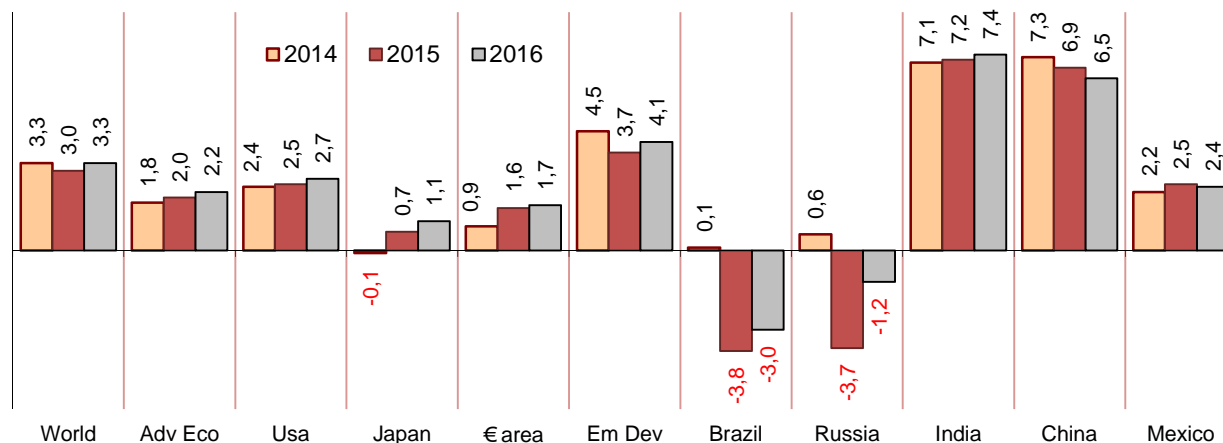
L'introduzione di una maggiore flessibilità nel cambio dello yuan ne ha determinato una brusca, ma relativamente limitata svalutazione accompagnata da rapidi deflussi di capitale, che hanno imposto l'introduzione di controlli sui flussi di capitale e un ampio impiego delle riserve. La manovra, oltre che da ragioni commerciali di breve periodo, è parsa determinata anche dalla volontà di adottare le riforme necessarie per favorire l'inserimento dello yuan nel paniere di valute che compongono i Diritti speciali di prelievo, l'unità di conto del Fondo monetario internazionale, che ha dato il suo assenso e l'introduzione avrà effetto dal primo ottobre 2016.

L'evoluzione dell'attività in Cina dipende dal bilanciamento tra la velocità dei processi di aggiustamento e la rapidità della crescita economica. Le misure di politica fiscale sosterranno la crescita rallentando però il processo di aggiustamento nei settori con eccessi di capacità produttiva. Un aggiustamento troppo rapido, al contrario, determinerebbe il rischio di una recessione nella principale area di crescita dell'economia mondiale. Un'accresciuta consapevolezza delle difficoltà del processo di aggiustamento in corso ha progressivamente aumentato l'incertezza sulla possibilità che venga gestito gradualmente e senza drammatiche conseguenze a livello internazionale. Le attese sono per un rallentamento della crescita al 6,3 – 6,5 per cento nel 2016.

Giappone

Nel corso del 2015, la crescita economica del Giappone è stata bloccata allo zero virgola per cause sia esterne, sia interne. Dall'estero, un brusco rallentamento della domanda proveniente dalla Cina e da altri paesi asiatici, che assorbono circa la metà delle esportazioni del Giappone, si è riflesso sulla produzione industriale. All'interno, un aumento del risparmio delle famiglie ha indebolito i consumi privati, più che compensando l'effetto positivo sul reddito dell'aumento dei salari e della riduzione della disoccupazione. Il

La previsione della Commissione Europea, tasso di variazione del prodotto interno lordo



Adv Eco : Economie avanzate. Em.Dev. : economie emergent e in sviluppo.
Commissione europea, European economic forecast, 4 febbraio 2016

declino della domanda ha arrestato la spinta delle imprese a investire. L'andamento dei prezzi al consumo è risultato cedente, anche per effetto della caduta delle quotazioni del petrolio e delle materie prime.

Le misure espansive della Banca centrale del Giappone, ampliate nell'ottobre del 2014 e che hanno condotto all'adozione di tassi di riferimento negativi, sono le più decise tra quelle finora adottate, anche da altri paesi, e proseguiranno sino a che non sia conseguito l'obiettivo di un'inflazione al 2 per cento. La discesa dello yen, stimolata dall'intervento della Banca centrale, ha condotto a una svalutazione superiore al 30 per cento, tenuto conto delle quote commerciali. Grazie alla relativa competitività il Giappone è in ottime condizioni per cogliere le opportunità di una graduale ripresa del commercio mondiale. L'incertezza sui mercati finanziari ha però determinato una rivalutazione dello yen, che con l'inizio del 2016 si è sensibilmente rafforzato, essendo considerato una valuta rifugio. La divergenza della politica monetaria giapponese rispetto a quella statunitense dovrebbe garantire la competitività nel medio termine.

La tendenza del bilancio pubblico non è compatibile con l'obiettivo di un saldo primario attivo per l'anno fiscale 2020, nonostante le misure di consolidamento fiscale adottate e previste. Per ottenere il consolidamento fiscale occorrerà una serie di riforme strutturali che permettano di aumentare stabilmente la crescita potenziale.

Una serie di fattori costituiscono buone opportunità di crescita. La ridotta disoccupazione supporta la crescita dei salari e quindi dei redditi, rendendo possibile una ripresa dei consumi, mentre la condizione di piena capacità produttiva, la disponibilità di fondi e la buona situazione reddituale spingono le imprese ad accelerare il ciclo degli investimenti. La crescita dovrebbe quindi accelerare moderatamente di nuovo nel corso del 2016, grazie al sostegno fiscale, al basso prezzo del petrolio, a condizioni finanziarie accomodanti e a redditi in crescita.

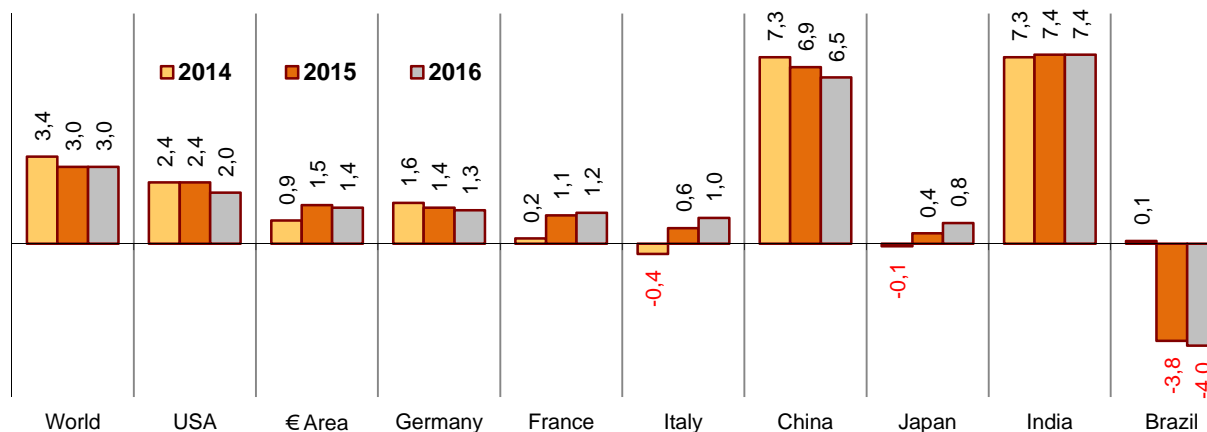
I rischi principali per l'economia del Giappone restano comunque l'esposizione all'evoluzione dell'economia cinese e dei paesi asiatici vicini e l'ampiezza del debito pubblico. La fiducia nella sua sostenibilità è una premessa per la stabilità dei mercati finanziari e dell'economia reale del Giappone e a livello mondiale. Un rallentamento economico potrebbe dilazionare il necessario consolidamento fiscale. Una crescita salariale al di sotto delle attese potrebbe inoltre ridurre l'auspicato aumento dei consumi.

Area dell'euro

La ripresa economica nell'area dell'euro procede e tende a accelerare, ma tra sensibili incertezze e il permanere di notevoli differenze. Nel 2015 la crescita è risultata moderata, sostenuta sia dalla domanda interna, crescente in particolare nella componente dei consumi, sia dalle esportazioni, indebolitesi nonostante il sostegno giunto dall'andamento del cambio, ma ostacolata dal mancato avvio di una forte accelerazione del ciclo degli investimenti, bloccato dall'incertezza economica e politica e, in alcuni paesi, dal peso del debito eccessivo e dei crediti deteriorati. Quindi la ripresa non ha potuto fornire un contributo adeguato a ridurre sostanzialmente la disoccupazione.

La crescita potenziale in alcuni paesi tende a ridursi per effetto della diminuzione delle forze di lavoro e dell'elevato livello della disoccupazione di lungo termine. Pesa inoltre sulle possibilità di ripresa l'aumento del livello di povertà relativa nella maggior parte dei paesi. Infine le possibilità di una ripresa sostenuta sono limitate da un processo di riequilibrio tra i paesi dell'area ancora incompleto che si riflette nella loro

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



Fonte: Oecd, Interim Economic Outlook, 18 febbraio 2016

diversa condizione rispetto al ciclo economico.

Il deprezzamento dell'euro ha sostenuto le esportazioni e continuerà a farlo, ma il suo effetto potenziale è stato ridotto dal rallentamento della crescita dei paesi emergenti e del commercio mondiale. Riguardo al commercio estero, l'area mostra una serie di squilibri, sia esterni, sia interni, ovvero tra i singoli paesi membri. In merito agli squilibri esterni, il saldo attivo dei conti correnti dell'area è notevole e aumentato, la riduzione dei prezzi delle materie prime ha più che compensato l'aumento della propensione a importare, mentre l'andamento del cambio ha sostenuto la competitività. Riguardo a quelli interni all'area, da un lato, anche per effetto della diversa condizione ciclica, tutti i paesi colpiti dalla crisi del debito e di competitività relativa hanno sostanzialmente eliminato gli ampi deficit di conto corrente che presentavano all'inizio della crisi, anche se questi restano ancora sensibili se aggiustati per il ciclo economico, trasformandoli in surplus. D'altro lato, il rilevante attivo di conto corrente di alcuni paesi si è ulteriormente accresciuto, in particolare quello della Germania, a testimonianza delle resistenze e delle difficoltà che affronta il processo di riequilibrio interno.

Sulla domanda interna pesano ancora gli alti livelli di indebitamento privato, un livello di fiducia contenuto e una limitata disponibilità di credito bancario, gravata dall'elevata quota dei crediti in difficoltà, che frena in particolare la possibilità di crescita degli investimenti, limitando così la crescita potenziale.

Gli indicatori del mercato del lavoro migliorano gradualmente, ma lentamente. L'occupazione è in aumento, ma registra incrementi ancora marginali, che andranno rafforzandosi solo lentamente. La forza lavoro tenderà a crescere a seguito dell'aumento del tasso di partecipazione, dello svanire dell'effetto scoraggiamento e dell'aumento dei flussi migratori. La disoccupazione si è ridotta leggermente, ma resterà su livelli elevati ancora a lungo e la discesa proseguirà lenta e molto graduale. Le forti differenze esistenti tra i paesi dell'area tenderanno a permanere. Il tasso di disoccupazione è e resterà molto più elevato in alcuni paesi, con un'elevata disoccupazione di lunga durata, rispetto ad altri, che hanno raggiunto una sostanziale piena occupazione.

La dinamica dei prezzi è al centro dell'attenzione. La debolezza del mercato del lavoro e aspettative inflazionistiche ancorate a bassi livelli hanno contribuito a mantenere l'inflazione poco al di sotto dell'1 per cento, al netto dei prodotti energetici e di quelli alimentari, nonostante il rafforzamento della domanda interna, mentre il crollo dei prezzi dell'energia e la discesa di quelli delle materie prime hanno ridotto la variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo a zero. Nelle previsioni la crescita dei prezzi dovrebbe però riprendersi e tornare attorno allo 0,5 per cento nel 2016. La revisione al ribasso delle

Cambi e quotazione dell'oro. Febbraio 2011 – 2016



Fonte : Financial Times

aspettative di inflazione ha reso centrale l'ingente intervento della Bce, del quale si attende un ampliamento a metà marzo.

L'evoluzione del credito bancario è positiva. Nei principali paesi il credito al sistema economico risulta in aumento, si è stabilizzato o tende a chiudere la fase di restrizione. Ma, come anticipato, è altresì vero che la quota dei crediti deteriorati è particolarmente elevata, soprattutto in Italia, e tende a ridursi lentamente. Il suo peso pone dubbi sulla solidità del sistema bancario e grava decisamente sulle possibilità che un'ulteriore espansione del credito possa sostenere una solida ripresa dell'attività e un nuovo ciclo degli investimenti.

La politica monetaria espansiva della Banca centrale europea ha ottenuto un effetto positivo sul cambio, ha allentato le condizioni di finanziamento e permesso una ripresa del credito al settore privato. Tuttavia i meccanismi di trasmissione della politica monetaria attraverso i canali del credito risultano ancora compromessi, sia dall'elevata frammentazione finanziaria, sia dalla quota elevata dei crediti deteriorati sul totale.

Per fare fronte a tali problemi in diversi paesi membri sono state assunte molteplici iniziative per provvedere a una pulizia e a un consolidamento dei bilanci bancari, ma per una duratura soluzione occorrerà giungere a un effettiva unione dei mercati del credito bancario e dei capitali.

A fronte del rallentamento economico mondiale, per canto suo, la Bce ha ampiamente preannunciato e quindi messo in atto a inizio dicembre 2015 un ulteriore intervento di sostegno sia in termini di quantitative easing, con l'estensione della sua durata, della tipologia dei titoli interessati e il reinvestimento dell'ammontare dei titoli in scadenza, sia operando ancora sui tassi di deposito presso la Banca centrale, divenuti ancora più negativi. Le attese sono orientate verso un ulteriore ampliamento

Prezzi delle materie prime, febbraio 2011 - 2016



Fonte : Financial Times.

dell'intervento a marzo 2016. Con queste misure la Bce intende giungere nel più breve tempo possibile a ancorare stabilmente le aspettative di inflazione su un livello prossimo a quello obbiettivo del 2 per cento.

Il disavanzo pubblico tenderà a ridursi, ma più gradualmente di quanto avvenuto negli ultimi anni, grazie soprattutto agli effetti della ripresa ciclica, con un peggioramento del bilancio strutturale. Sia le entrate che le uscite seguono un trend negativo. Le proiezioni indicano il proseguire della tendenza avviata dal 2014 alla riduzione del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo. La politica fiscale nell'area resterà mediamente neutrale. Rispetto agli interventi restrittivi operati in passato questa impostazione dovrebbe sostenere la crescita. Le più recenti tendenze prospettano un sostanziale allentamento della politica fiscale da parte di un insieme di paesi che si trovano ad affrontare diverse situazioni di "emergenza". Questa tendenza a allentare i vincoli del patto di stabilità e a fornirne interpretazioni estensive potrebbe, da un lato, fornire un maggiore sostegno di breve termine alla crescita economica e rispondere a esigenze effettive, d'altro, condurre a una maggiore contrapposizione tra le impostazioni e le condizioni dei diversi paesi dell'area e, se non si traducesse nell'avvio di una ripresa ampia e consolidata, andare a gravare ulteriormente sulla questione della sostenibilità del debito pubblico di alcuni paesi membri. In merito, la sostenibilità del debito pubblico potrà migliorare a fronte dell'aumento della crescita che potrebbe derivare da interventi miranti a ridurre l'imposizione sul lavoro e a orientare la spesa verso gli investimenti, l'educazione e le misure di conciliazione dei tempi di lavoro e famigliari necessarie per aumentare il tasso di partecipazione al mercato del lavoro.

I più importanti rischi al ribasso derivano da fattori esterni, quelli determinati da un ulteriore brusco rallentamento della crescita globale, e in particolare cinese e dei paesi emergenti, e quelli connessi agli effetti del processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense. Al di là questi, altri fattori di rischio specifici possono incidere sulle prospettive di crescita dell'area.

In particolare, come anticipato, la questione della sostenibilità del debito, che appare ora in secondo

Fig. 1.1.6. Mercati azionari. Febbraio 2011 – 2016



Fonte : Financial Times.

piano, resta aperta e si riproporrà nel caso non si realizzi una necessaria solida crescita economica. Più a breve termine è il rischio che un prolungato periodo di bassa inflazione, o addirittura di deflazione in alcuni paesi, renda più problematico il processo di riduzione del debito, l'eliminazione dei crediti deteriorati, minando la fiducia nel sistema bancario, e continui a gravare pesantemente sui consumi e soprattutto sugli investimenti. Appaiono ora particolarmente rilevanti i rischi connessi con l'evoluzione geopolitica delle aree limitrofe all'Unione e i suoi effetti sulla sua sicurezza interna, che sono ora difficilmente valutabili, ma potenzialmente estremamente rilevanti, non solo per l'andamento dei settori del turismo, dei trasporti e del commercio interno, per la politica migratoria, ma anche per l'evoluzione politica e economica dell'Unione e per la sua stessa stabilità e esistenza.

Altri paesi

Brasile

L'economia Brasiliana ha chiuso il 2015 con una sensibile recessione (-3,8 per cento). All'avvio di questa fase hanno contribuito la caduta del prezzo delle materie prime, ma più ancora l'incertezza politica e i bassi livelli di fiducia. La disoccupazione è in rapida ripresa dal minimo della fine del 2014. La situazione fiscale è bruscamente peggiorata e il debito pubblico, in assoluto non elevato, si è impennato rapidamente. L'inflazione è salita velocemente, andando ampiamente oltre il limite di tolleranza fissato dalla banca centrale. Questa non è intervenuta sui tassi con la decisione attesa dai mercati. L'incertezza politica e i dubbi sulla reale possibilità di attuazione di un'annunciata manovra di rientro fiscale pesano sui livelli di fiducia delle imprese e dei consumatori. Due delle grandi agenzie di rating hanno tolto il giudizio "investment-grade" al debito pubblico brasiliano. La forte svalutazione del real, sia nei confronti del dollaro, sia in termini effettivi, che cioè tengono conto degli interscambi commerciali, ha fornito un sostegno agli esportatori, che risentono però pesantemente della caduta della domanda cinese, ma ha spinto al rialzo i prezzi delle importazioni e quelli interni. Le attese per il 2016 sono di un'ulteriore ampia, contrazione del prodotto interno lordo, tra il 3,5 e il 4,0 per cento. I fattori chiave dell'evoluzione sono il clima politico, l'andamento dell'inflazione, quello del cambio a fronte del rialzo dei tassi Usa, l'andamento delle materie prime e del petrolio e il rischio di un dissesto finanziario.

Russia

La Russia è in recessione. La caduta del prezzo del petrolio ha ridotto le esportazioni e le entrate fiscali. L'incertezza politica, le sanzioni internazionali, la fuga di capitali e l'alto costo di finanziamento hanno ridotto gli investimenti. L'ampia svalutazione del rublo ha infiammato l'inflazione e ridotto i redditi reali, comprimendo i consumi, che hanno risentito anche della perdita di fiducia e del peggioramento delle condizioni di finanziamento. L'aumento della disoccupazione è stato limitato, al contrario è stato ampio l'aumento della povertà. Le sanzioni e la domanda interna debole hanno determinato un rapido declino delle importazioni, mentre le esportazioni hanno tenuto in termini reali, sostenute dalla svalutazione. Si è quindi determinato un miglioramento del saldo dei conti correnti. Per fare fronte all'esclusione dai circuiti del finanziamento internazionale gli operatori hanno fatto ricorso ai loro attivi in valuta estera e la banca centrale ha fornito liquidità in valuta estera. La fase di recessione dovrebbe proseguire anche nel 2016, ma la sua forza dovrebbe risultare molto più contenuta, con l'assestarsi del prezzo del petrolio. La ripresa dell'attività dovrebbe sopraggiungere solo nel 2017. Con il ridursi dell'inflazione, un riequilibrio del quadro macro economico sosterrà la domanda interna e la ripresa della crescita mondiale farà da supporto alle esportazioni. I rischi per la ripresa dipendono dal comportamento dell'Arabia Saudita sui mercati del petrolio, dall'andamento della crescita cinese e mondiale e dall'evoluzione geopolitica. In tal senso la Russia ha manifestato ai sauditi la sua disponibilità a un intervento per la riduzione dell'offerta di petrolio.

India

La crescita economica dovrebbe essere stata del 7,3 - 7,4 per cento nel 2015 e accelerare lievemente nel 2016 (+7,4 - 7,5 per cento). L'India si trova nelle condizioni per resistere agli effetti della crescente debolezza economica che investe molte economie emergenti. I consumi e gli investimenti pubblici hanno sostenuto l'accelerazione del ritmo dell'attività, in corso già dallo scorso anno. La domanda e i tentativi di riforma miranti a agevolare l'attività delle imprese hanno condotto a un graduale aumento della produzione industriale e degli investimenti privati. Nonostante le elevate disuguaglianze, i consumi crescono perché supportati dall'andamento dei salari pubblici e da una riduzione dell'inflazione, alla quale hanno contribuito la tendenza al ribasso delle materie prime e una maggiore credibilità della politica monetaria. L'andamento del cambio e della domanda mondiale hanno indebolito le esportazioni, ma il movimento è stato meno ampio di quello delle importazioni e il deficit di parte corrente si è ridotto e risulta completamente finanziato dall'afflusso crescente di investimenti diretti dall'estero, inoltre le riserve in

valuta estera sono elevate. L'esposizione commerciale e finanziaria dell'India verso la Cina è ridotta. Nel complesso, quindi, la vulnerabilità della crescita ai fattori esterni risulta contenuta e la tendenza cedente dell'inflazione dovrebbe condurre ad un'ulteriore espansione della politica monetaria, mentre la spinta dell'attuale fase di riforme appare positiva.

X.2. Il quadro nazionale.

Nel 2015 l'economia italiana ha ripreso a crescere e ci si attende che la tendenza si rafforzi nel 2016, grazie ai bassi prezzi del petrolio, alla debolezza dell'euro e alla ripresa della domanda interna. Le condizioni del credito sono in miglioramento, in particolare per le famiglie e le imprese manifatturiere, ma ancora gravate dalla massa di crediti deteriorati che pesano sui bilanci bancari. L'inflazione ora prossima allo zero salirà lievemente in mancanza di pressioni sul mercato del lavoro. La disoccupazione si è ridotta e tenderà a scendere ulteriormente, pur restando in assoluto elevata. Il deficit pubblico in rapporto al prodotto interno lordo dovrebbe diminuire leggermente e proseguire questa tendenza positiva. Sale il debito pubblico in percentuale del prodotto interno lordo, ma con la crescita il rapporto dovrebbe iniziare a ridursi leggermente dal prossimo anno.

I conti economici

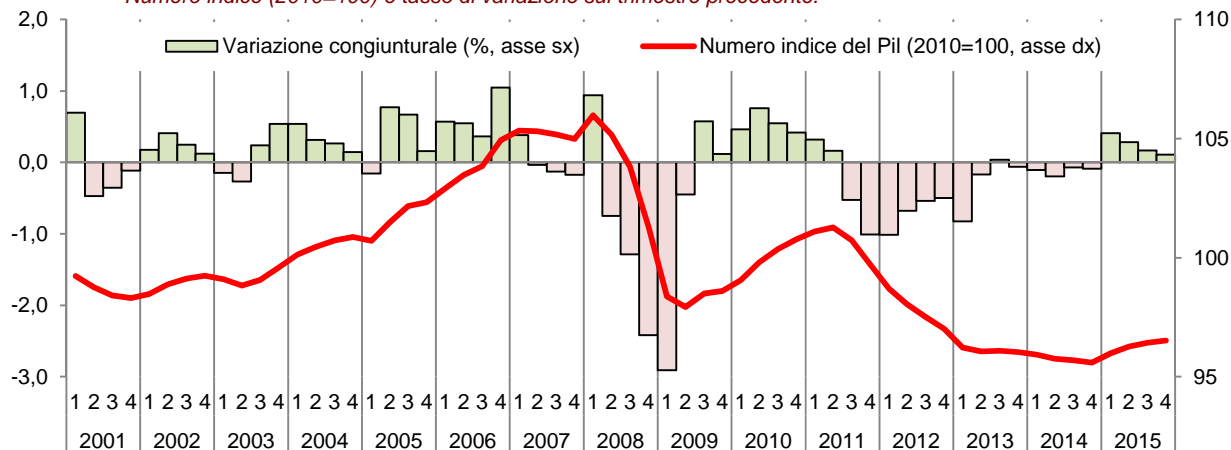
Nel 2015 l'economia italiana è ritornata a crescere e la ripresa guadagna velocità, trainata dai livelli di fiducia delle famiglie e delle imprese e dalla tendenza positiva della produzione industriale, al di là della volatilità di breve periodo. Nel 2015 il prodotto interno lordo corretto per gli effetti di calendario è aumentato dello 0,6 per cento. Le più recenti proiezioni indicavano una crescita dell'attività nel 2015 leggermente superiore, attorno allo 0,7 – 0,8 per cento, sostenuta soprattutto dalla domanda interna. Nelle previsioni la crescita dovrebbe poi accelerare nel 2016. Le più recenti previsioni indicano un aumento tra l'1,0 e l'1,4 per cento.

Il governo ha fatto progressi nella messa in atto di ampi progetti di riforma, mentre altri sono ancora in corso di preparazione. Il "Jobs act", la riforma della pubblica amministrazione, quella delle procedure fallimentari, quella del sistema scolastico e misure a favore di una maggiore concorrenza, dovrebbero rafforzare le prospettive di crescita. Altri interventi dovranno mirare a ridurre l'elevata disoccupazione giovanile e aumentare il tasso partecipazione femminile per sostenere la crescita potenziale. Inoltre un'accelerazione nel processo di riduzione delle sofferenze bancarie potrebbe giungere grazie alla riduzione dei tempi di recupero dei crediti e al meccanismo di garanzia statale sulle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza.

L'andamento delle esportazioni si è indebolito a causa del rallentamento della crescita del commercio mondiale e della decelerazione dell'attività in alcuni dei fondamentali partner commerciali, ma ha trovato un sostegno nella debolezza dell'euro, effetto collaterale dell'intervento della Bce per riportare il tasso di inflazione in prossimità del livello obiettivo.

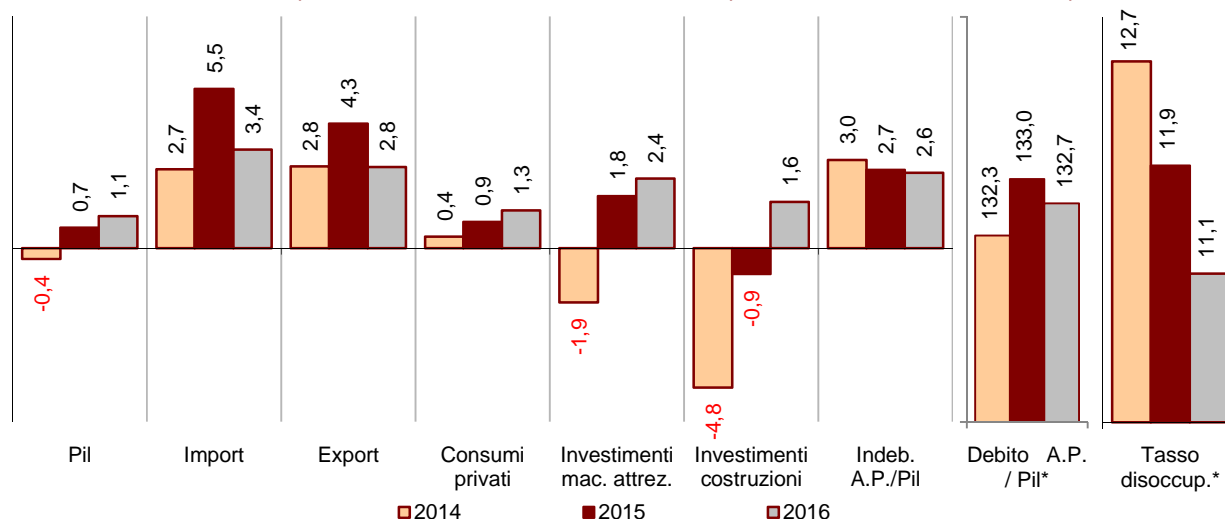
In particolare la crescita delle esportazioni, e quindi quella complessiva, potrebbe risultare più rapida del previsto qualora risultasse più sostenuto l'andamento economico dei paesi dell'area dell'euro, i principali mercati di destinazione del commercio estero italiano. Al contrario, l'andamento commerciale

*Prodotto interno lordo, valori concatenati, dati destagionalizzati e corretti.
Numero indice (2010=100) e tasso di variazione sul trimestre precedente.*



Fonte Istat

La previsione di Prometeia 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: Prometeia, Aggiornamento del Rapporto di previsione, 5.2.2016. * Aggiornamento del Rapporto di previsione, 18.12.2015

con la Russia e i paesi del nord africa appare ora problematico e deprime l'attività. Le incertezze sui mercati finanziari potrebbero inoltre rallentare ulteriormente l'evoluzione positiva del commercio estero. Nel complesso ci si attende una lieve riduzione dell'attivo di conto corrente in percentuale del Pil nel 2016.

Con il 2015 si è interrotta la discesa degli investimenti e è ripresa la crescita, anche se ancora frenata da un'ampia capacità inutilizzata e dalla limitata disponibilità di credito soggetta a restrizioni derivanti dai vincoli dei bilanci bancari. Gli investimenti in macchinari e attrezzature stanno già gradualmente aumentando in quanto più direttamente collegati con l'aumento dell'attività. Gli investimenti in costruzioni avranno invece una ripresa più tardiva e graduale. La ripresa dell'accumulazione accelererà nel 2016, mano a mano che, con l'aumento della domanda, si andrà chiudendo l'eccesso di capacità produttiva esistente nel sistema e aumenteranno i margini di profitto delle imprese. Un sostegno giungerà anche da un aumento delle risorse pubbliche per gli investimenti. Il processo di accumulazione potrebbe risultare

L'economia italiana. Previsioni effettuate negli ultimi mesi, variazioni percentuali annue a prezzi costanti salvo diversa indicazione. Anno 2015

	Governo set-15	Fmi ott-15	Ocse nov-15	CSC dic-15	Prometeia feb-16	Ue Com. feb-16
Prodotto interno lordo	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7 [8]	0,8
Importazioni	5,3	5,1	5,3	5,4	5,5 [8]	5,3
Esportazioni	4,1	4,4	4,1	4,0	4,3 [8]	4,3
Domanda interna		0,9	1,0	n.d.	0,3 [8]	1,0
Consumi delle famiglie	0,8	0,7	0,7	0,9	1,0 [8]	0,9
Consumi collettivi	-0,2	0,2	-0,2	n.d.	-0,8 [8]	0,2
Investimenti fissi lordi	1,2	1,0	0,6	0,6	0,5 [7]	1,0
- macch. attrezz. mezzi trasp.	3,4	n.d.	n.d.	2,3	1,8 [8]	4,0 [6]
- costruzioni	-1,1	n.d.	n.d.	-1,0	-0,9 [8]	-0,4
Occupazione [a]	0,6	0,8	1,0	0,7	0,8 [8]	1,1
Disoccupazione [b]	12,2	12,2	12,3	12,0	11,9 [7]	11,9
Prezzi al consumo	0,3 [2]	0,2	0,2	0,1	0,0 [8]	0,1 [1]
Saldo c. cor. Bil Pag [c]	1,8	2,0	1,5	3,0 [5]	2,0 [4 7]	2,2
Avanzo primario [c]	1,7	1,3	1,6	1,6	1,4 [7]	1,7
Indebitamento A. P. [c]	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7 [8]	2,6
Debito A. Pubblica [c]	132,8	133,1	134,3	132,9	133,0 [7]	132,8

[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] Aggiornamento del Rapporto di previsione, 18/12/2015. [8] Aggiornamento del Rapporto di previsione, 5/2/2016.

più sostenuto nel caso di una ripresa degli investimenti in costruzioni residenziali più forte delle attese e di una più pronta rimozione dei crediti deteriorati che gravano sui bilanci bancari.

Il rafforzamento dei consumi ha tratto vantaggio dal miglioramento della fiducia delle famiglie derivante dai progressi nel mercato del lavoro, dall'aumento del reddito disponibile delle famiglie e dal loro maggiore potere d'acquisto, sostenuto dalla riduzione dei prezzi dell'energia e delle materie prime e da un'impostazione di politica fiscale espansiva. La crescita del reddito disponibile è stata infatti sostenuta anche dagli interventi di politica fiscale messi in atto dal Governo. Questa tendenza all'aumento del reddito disponibile dovrebbe continuare a rafforzarsi ulteriormente con il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro.

Lavoro

La condizione del mercato del lavoro è in miglioramento. Sale il tasso di occupazione, il tasso di partecipazione è in ripresa e il tasso di disoccupazione è sceso al di sotto del 12 per cento. Questo movimento positivo, ma contenuto, è giustificato dal graduale rientro nelle forze di lavoro di una quota degli scoraggiati che avevano in precedenza cessato di cercare lavoro, anche se nel complesso le forze di lavoro restano pressoché stabili.

La svolta del mercato del lavoro ha beneficiato dell'impulso derivante dal "Jobs act", con la previsione di 3 anni di decontribuzione per i nuovi contratti a tempo indeterminato, tipologia che ha messo a segno un ragguardevole incremento. Ciò ha permesso di aumentare l'occupazione e di distribuire i benefici derivanti dalla maggiore crescita. L'estensione parziale dell'esenzione dal pagamento dei contributi sociali anche nel 2016 contribuirà a sostenere la ripresa nel mercato del lavoro.

Ci si attende un aumento dell'impiego complessivo di lavoro, che vedrà prevalere inizialmente un aumento delle ore lavorate e solo successivamente un aumento del numero degli occupati. Da ciò dovrebbe derivare un aumento della produttività del lavoro.

Al centro dei problemi del mercato del lavoro resta la questione dell'elevata disoccupazione giovanile, la cui soluzione appare essenziale per non perdere il contributo di una intera generazione. Inoltre per sostenere la crescita potenziale occorrerà anche intervenire per aumentare il tasso partecipazione femminile.

Nelle attese la pressione all'aumento del costo del lavoro dovrebbe tendere a rimanere limitata, grazie anche ai tagli al cuneo fiscale sul lavoro e a una minore pressione sui rinnovi contrattuali, che può derivare dagli aumenti reali dei salari realizzati in questi anni. Grazie all'aumento della produttività del lavoro e alla ridotta dinamica salariale ci si attendono contenuti incrementi del costo del lavoro per unità

*L'economia italiana. Previsioni effettuate negli ultimi mesi, variazioni percentuali annue a prezzi costanti salvo diversa indicazione.
Anno 2016*

	Governo set-15	Fmi ott-15	Ocse nov-15	CSC dic-15	Prometeia feb-16	Ue Com. feb-16
Prodotto interno lordo	1,6	1,3	1,4	1,4	1,1 [8]	1,4
Importazioni	4,3	4,0	3,3	4,0	3,4 [8]	4,9
Esportazioni	3,9	4,8	3,3	3,6	2,8 [8]	3,1
Domanda interna		1,0	1,4	n.d.	1,3 [8]	1,9
Consumi delle famiglie	1,5	1,1	1,4	1,4	0,8 [8]	1,5
Consumi collettivi	0,8	0,0	0,7	n.d.	-0,6 [8]	0,1
Investimenti fissi lordi	2,6	2,2	1,5	2,5	2,4 [7]	3,8
- macc. attrez. mezzi trasp.	3,8	n.d.	n.d.	3,7	2,4 [8]	5,8 [6]
- costruzioni	1,4	n.d.	n.d.	1,3	1,6 [8]	2,4
Occupazione [a]	1,0	0,8	1,4	0,9	0,5 [8]	1,1
Disoccupazione [b]	11,9	11,9	11,7	11,6	11,1 [7]	11,4
Prezzi al consumo	1,0 [2]	0,7	0,8	0,5	0,0 [8]	0,3 [1]
Saldo c. cor. Bil Pag [c]	1,7	2,3	1,3	3,3 [5]	2,1 [4 7]	2,1
Avanzo primario [c]	2,0	2,0	1,7	2,0	1,3 [7]	1,5
Indebitamento A. P. [c]	2,2	2,0	2,2	2,3	2,6 [8]	2,5
Debito A. Pubblica [c]	131,4	132,3	133,5	132,1	132,7 [7]	132,4

[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] Aggiornamento del Rapporto di previsione, 18/12/2015. [8] Aggiornamento del Rapporto di previsione, 5/2/2016.

di prodotto e un aumento della competitività.

Prezzi

L'andamento dei prezzi è estremamente contenuto e l'inflazione è risultata prossima allo zero (0,1 per cento per l'indice armonizzato). L'effetto della discesa dei prezzi delle materie prime e dei prodotti energetici ha compensato un modesto andamento positivo dell'inflazione al netto della componente energetica, determinato da un livello di attività ampiamente inferiore al potenziale.

La discesa dei prezzi energetici e l'assenza di pressioni salariali contribuiranno a contenere l'inflazione prossima allo zero anche nel 2016. Incrementi maggiori potranno concretizzarsi solo successivamente per effetto dell'azione di sostegno della Bce, del progredire della ripresa e di possibili interventi sull'imposizione sui consumi ipotizzati nella legge di stabilità.

Credito

Le misure adottate dalla Bce e la ripresa ciclica hanno favorito un graduale alleviarsi delle condizioni del mercato del credito, ancora gravato dall'eccessivo peso dei crediti deteriorati.

I dati riferiti a novembre attestano che i finanziamenti al settore privato non finanziario sono leggermente aumentati rispetto a un anno prima. L'incremento dei prestiti alle famiglie è stato più sostenuto, mentre i prestiti alle società non finanziarie hanno registrato solo un lieve aumento. Questi andamenti divergenti riflettono anche i diversi livelli di rischio di credito. Per questa stessa ragione il modesto aumento dei prestiti alle società non finanziarie è il risultato di un andamento differenziato fra settori di attività e per classe dimensionale. Si è assistito a un rafforzamento della crescita dei finanziamenti al settore manifatturiero, la variazione dei prestiti al settore dei servizi è tornata lievemente positiva, frenata dalla contrazione dei finanziamenti alle aziende collegate al comparto immobiliare, mentre il credito ha continuato a contrarsi nel settore delle costruzioni e in quello dell'industria non manifatturiera. Così anche si mantiene elevato il divario nell'andamento dei prestiti fra quello leggermente positivo per le imprese con 20 addetti e oltre e quello più ampiamente negativo a favore di imprese di minore dimensione (+0,7 e -2,1 per cento, rispettivamente). È ulteriormente aumentata la dinamica del credito alle aziende che non presentano debiti deteriorati.

Dopo un forte aumento registrato nei primi mesi dell'anno e un calo nella parte centrale, la raccolta complessiva delle banche italiane si è nuovamente ridotta, come risultato del calo della raccolta all'ingrosso e di un lieve aumento dei depositi.

Le condizioni di accesso al credito migliorano. È proseguito l'allentamento dei criteri di offerta dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, riflesso soprattutto della pressione concorrenziale tra le banche. Per le sole aziende l'allentamento ha riflesso sia il minore rischio percepito per particolari settori o imprese, sia i più contenuti costi di provvista e i ridotti vincoli di bilancio degli intermediari. L'allentamento non ha però interessato le imprese di minore dimensione e l'orientamento degli intermediari resta più prudente nei confronti del settore delle costruzioni.

L'allentamento dei criteri di offerta si è tradotto prevalentemente in un'ulteriore riduzione dei margini di interesse. Rispetto a un anno prima, a novembre, i tassi sui prestiti alle imprese si sono ridotti. Il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese è stato dell'1,9 per cento, un livello storicamente molto contenuto. Il differenziale rispetto al corrispondente tasso medio nell'area dell'euro si è annullato (era pari a circa 100

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

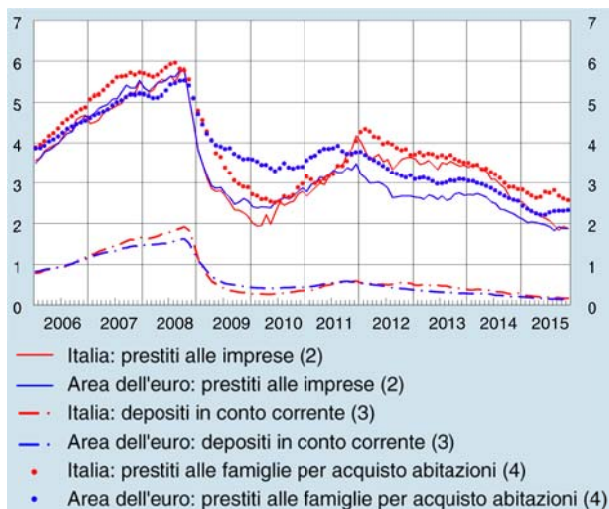


Prestiti bancari alle società non finanziarie per comparto di attività economica(2) (dati mensili; variazioni percentuali)

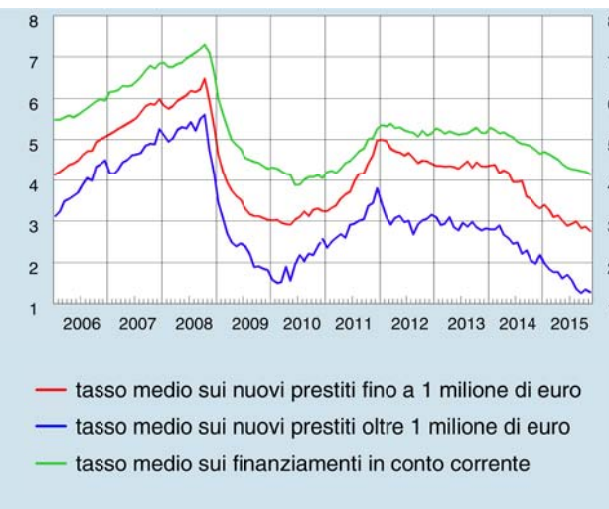


(1) I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. (2) Variazioni sui 12 mesi; per i comparti, i dati non sono corretti per le variazioni del cambio e, fino a dicembre 2013, per gli aggiustamenti di valore. (3) I dati sono depurati della componente stagionale. Fonte: Banca d'Italia.

Tassi di interesse bancari (1) (dati mensili; valori percentuali).
Italia e area dell'euro



Tassi di interesse bancari (1) (dati mensili; valori percentuali).
Italia: Prestiti alle imprese



1) Valori medi. 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 nuovi 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.

punti base alla fine del 2012). Resta elevata la dispersione delle condizioni applicate a diversi tipi di prenditori, in Italia è ancora ampio il divario tra il costo dei prestiti di importo inferiore al milione di euro e quello dei finanziamenti di maggiore entità (circa 150 punti base, a fronte di 120 nell'area dell'euro). Il costo dei nuovi mutui alle famiglie è sceso e il differenziale con la media dell'area si è ridotto a meno di 30 punti base.

Il Parlamento ha recepito la direttiva europea sul risanamento e la risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD). La riduzione dell'incidenza delle sofferenze sui bilanci bancari potrebbe contribuire a ripristinare un adeguato flusso di credito all'economia. Resta infatti elevata la consistenza dei crediti in sofferenza ereditati dalla lunga crisi, anche se il flusso di nuovi prestiti deteriorati in rapporto ai finanziamenti in essere è in lieve diminuzione. Per sostenere la ripresa del mercato del credito potranno essere utili i provvedimenti di miglioramento dell'efficienza delle procedure fallimentari, per una più rapida eliminazione dei crediti deteriorati dai bilanci bancari, per la riduzione dei tempi di recupero dei crediti e il meccanismo di garanzia statale sulle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza.

Finanza pubblica

Il deficit pubblico in rapporto al prodotto interno lordo dovrebbe essersi ridotto leggermente nel 2015, tra il 2,7 e il 2,6 per cento, grazie soprattutto alla tendenza alla riduzione dell'onere degli interessi sul debito pubblico, effetto dell'intervento sui tassi e della politica di espansione monetaria della Banca centrale europea, e a un leggero aumento del saldo primario frutto della crescita economica.

Il deficit pubblico dovrebbe tendere a scendere lievemente negli anni successivi, grazie alla ripresa economica e tenuto conto dell'effetto espansivo sulla spesa della Legge di stabilità per il 2016. La spesa primaria dovrebbe aumentare moderatamente e si prevede un aumento delle entrate inferiore alla crescita del Pil, per effetto della riduzione dell'imposizione sul lavoro e sulle proprietà immobiliari. La pressione fiscale dovrebbe infatti ridursi di meno di un punto percentuale. Il deficit dovrebbe quindi scendere solo attorno al 2,6 – 2,5 per cento.

Un intervento di politica fiscale capace di rafforzare la crescita e renderla più equa dovrebbe mirare a ridurre il carico fiscale esistente sul lavoro, riducendo il cuneo fiscale tra costo del lavoro delle imprese e redditi da lavoro, per trasferirne l'onere sulla proprietà immobiliare e sulle rendite.

Nel 2015 il debito pubblico in rapporto al Pil dovrebbe essere giunto prossimo al 133 per cento, un nuovo massimo, ma con il consolidarsi della crescita dovrebbe iniziare a ridursi lievemente di qualche decimo di punto a partire dal prossimo anno, per ridursi più rapidamente nel 2017, restando comunque ancora sopra il 130 per cento.

Rischi per l'evoluzione

Tra i principali rischi per l'evoluzione positiva prevista si possono considerare l'eventualità che la domanda proveniente dai mercati esteri, sia da quelli emergenti, sia in particolare da quelli dei paesi

dell'area dell'euro, possa risultare più debole delle attese. In questo caso, verrebbe a ridursi l'essenziale stimolo alla crescita derivante dall'aumento delle esportazioni, nonostante la favorevole evoluzione del cambio dell'euro.

Tra i fattori di rischio interni si deve considerare che le prospettive di ripresa potrebbero essere indebolite se le condizioni del sistema bancario non migliorassero rapidamente e il permanere di un elevato peso dei crediti deteriorati sui bilanci bancari riducesse a lungo le possibilità di finanziamento della ripresa e di un nuovo ciclo degli investimenti.

Sotteso, ma non più al centro dell'attenzione, resta la questione dell'elevato debito pubblico, della sua solvibilità e della connessione tra i giudizi in merito a questa e la condizione del sistema bancario nazionale. Fino a quando non sia stato avviato chiaramente un percorso di riduzione dell'incidenza del debito pubblico sul Pil e del peso delle sofferenze permarranno ancora sostanziali rischi di reazioni negative da parte dei mercati finanziari nei confronti degli istituti di credito italiani e del debito pubblico nazionale, a causa della loro mole e comune presenza nei bilanci bancari. Queste reazioni possono essere innestate anche da avvenimenti che interessano in primo luogo alcuni degli altri paesi ancora al centro della crisi del debito sovrano, per il momento solo sopita e non risolta.

X.3. Il quadro regionale

Pil e conto economico

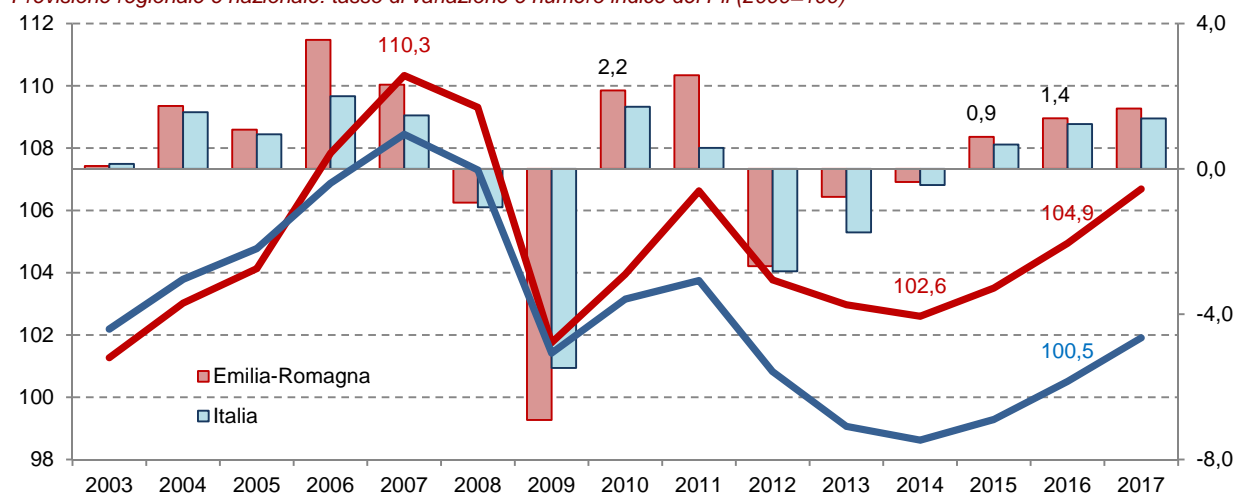
La crescita del prodotto interno lordo stimata per il 2015 dovrebbe essere stata dello 0,9 per cento e quella attesa nel 2016 dovrebbe raggiungere l'1,4 per cento. Nonostante ciò, il Pil regionale nel 2016 dovrebbe risultare superiore solo di tre punti percentuali rispetto ai livelli minimi toccati al culmine della crisi nel 2009. L'andamento regionale risulta comunque migliore rispetto a quello nazionale. In Italia l'uscita dalla recessione ha condotto a una ripresa dello 0,6 per cento nel 2015 e il consolidarsi della ripresa dovrebbe permettere una progressiva accelerazione della crescita all'1,2 per cento nel 2016.

La ripresa della domanda interna regionale dovrebbe essere giunta nel 2015 all'1,0 per cento, con un andamento lievemente superiore rispetto a quello riferito al Pil. Per il 2016 le attese sono per un'ulteriore accelerazione (+1,6 per cento), con un nuovo incremento superiore rispetto a quello del Pil.

Nel 2015 i consumi dovrebbero avere rafforzato la tendenza positiva e segnato un valido aumento (+1,2 per cento). La tendenza proseguirà rafforzandosi nel 2016 tanto da raggiungere una crescita dell'1,7 per cento. L'effetto cumulato della crisi risulta comunque evidente. Nonostante la ripresa, nel 2016 i consumi privati risulteranno inferiori dell'1,6 per cento rispetto al picco del 2011. La crescita dei consumi dovrebbe avvalersi in positivo del migliore clima di fiducia delle famiglie, del miglioramento del loro reddito disponibile, che sarà sostenuto anche dalla manovra di bilancio pubblico, e della condizione del mercato del lavoro, ma risente dell'aumento delle diseguaglianze.

Nel 2015 gli investimenti fissi lordi dovrebbero avere invertito la tendenza e segnato un primo contenuto aumento (+0,8 per cento). Nel corso del 2016, consolideranno la ripresa con un aumento dell'1,9 per cento, traendo vantaggio dal miglioramento del clima di fiducia delle imprese, dall'allentamento della stretta creditizia, dalle agevolazioni fiscali e dai segnali di crescita a livello europeo. I livelli di accumulazione raggiunti prima della crisi sono comunque lontanissimi. Nel 2016 gli

Previsione regionale e nazionale: tasso di variazione e numero indice del Pil (2000=100)



Fonte: elaborazione Unioncamere E.R. su dati Prometeia, Scenari per le economie locali, gennaio 2016.

investimenti risulteranno inferiori del 30,2 per cento rispetto a quelli del precedente massimo riferito al 2008.

La frenata della crescita del commercio mondiale dovrebbe avere ridotto la dinamica delle esportazioni nel 2015 a un +3,2 per cento, addirittura al di sotto della tendenza sperimentata a livello nazionale. La frenata della crescita del commercio mondiale limiterà ulteriormente la dinamica delle esportazioni anche nel 2016 (+3,0 per cento), nonostante la crescita dell'attività a livello europeo e la tendenza cedente del cambio. Al termine dell'anno corrente il valore reale delle esportazioni regionali dovrebbe superare dell'11,6 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 di una parte delle imprese di operare competitivamente su di essi. Mostra, però, anche l'enorme difficoltà riscontrata nel progredire ulteriormente in quest'ambito, dominato dalle imprese più strutturate, tenuto conto dei fattori che incidono sui costi e la competitività delle imprese nazionali.

Nonostante la ripresa, nel 2015, si è registrato un rallentamento della forte dinamica delle importazioni, che non dipendono solo dai consumi, ma sono altresì un input del sistema produttivo, che dovrebbero comunque avere segnato una crescita elevata (+6,2 per cento). Anche nel 2016, la ripresa della spesa per consumi, degli investimenti e dell'attività produttiva sosterrà una crescita delle importazioni, che risulterà però molto più contenuta rispetto a quella dell'anno precedente, ma ancora leggermente superiore a quella delle esportazioni, e che dovrebbe attestarsi al 3,6 per cento.

La formazione del valore aggiunto: i settori

Dall'analisi della formazione del reddito per settori, emerge la chiusura della fase di recessione per le costruzioni, che hanno risentito pesantemente di una caduta della domanda e della restrizione del credito, e il consolidamento di una ripresa del settore industriale, oltre a un costante rafforzamento della crescita nel settore dei servizi.

Nel 2015 il valore aggiunto prodotto dalle costruzioni dovrebbe avere messo a segno la prima

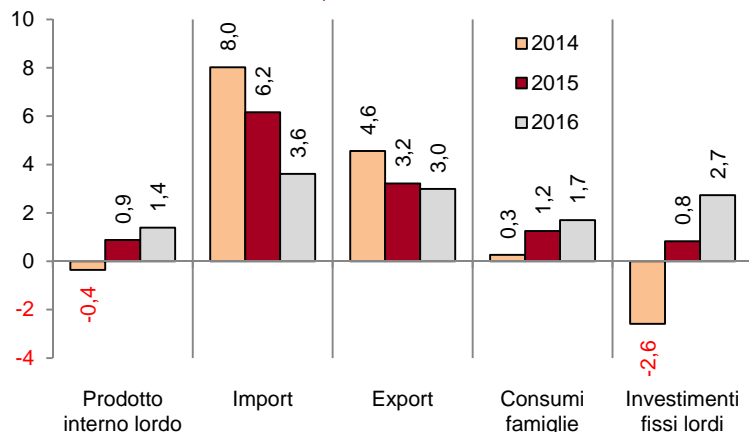
Il quadro regionale. Tassi di variazione percentuali su valori concatenati, anno di riferim. 2010

	2014	2015	2016	2017
Conto economico				
Prodotto interno lordo	-0,4	0,9	1,4	1,7
Domanda interna ⁽¹⁾	-0,4	1,0	1,6	1,6
Consumi delle famiglie	0,3	1,2	1,7	1,6
Consumi delle AAPP e ISP	-0,3	0,2	-0,2	-0,3
Investimenti fissi lordi	-2,6	0,8	2,7	3,6
Importazioni di beni dall'estero	8,0	6,2	3,6	4,6
Esportazioni di beni verso l'estero	4,6	3,2	3,0	4,3
Valore aggiunto ai prezzi base				
Agricoltura	4,7	4,6	1,5	0,6
Industria	-0,7	1,2	2,2	2,9
Costruzioni	-1,5	0,3	1,7	3,0
Servizi	-0,3	0,4	1,0	1,4
Totale	-0,3	0,7	1,4	1,8
Unità di lavoro				
Agricoltura	1,1	-0,9	-1,9	-1,9
Industria	1,6	5,4	1,2	0,7
Costruzioni	-3,0	-4,2	0,1	1,1
Servizi	0,1	-0,0	0,9	1,1
Totale	0,3	0,9	0,8	0,9
Rapporti caratteristici				
Forze di lavoro	0,3	0,3	-0,1	0,2
Occupati	0,4	0,9	0,9	1,0
Tasso di attività (2)/(3)	47,2	46,9	46,5	46,3
Tasso di occupazione (2)/(3)	43,3	43,3	43,4	43,5
Tasso di disoccupazione (2)	8,3	7,8	6,8	6,0
Produttività e capacità di spesa				
Reddito disponibile delle famiglie e Istituz.SP (prezzi correnti)	-0,6	1,7	2,9	3,4
Valore aggiunto totale per abitante (migliaia di euro)	27,9	28,0	28,2	28,5

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

Fonte: elaborazione Unioncamere E.R. su dati Prometeia, Scenari per le economie locali, gennaio 2016.

Previsione regionale: tasso di variazione delle variabili di conto economico, valori concatenati, anno di rif. 2010.



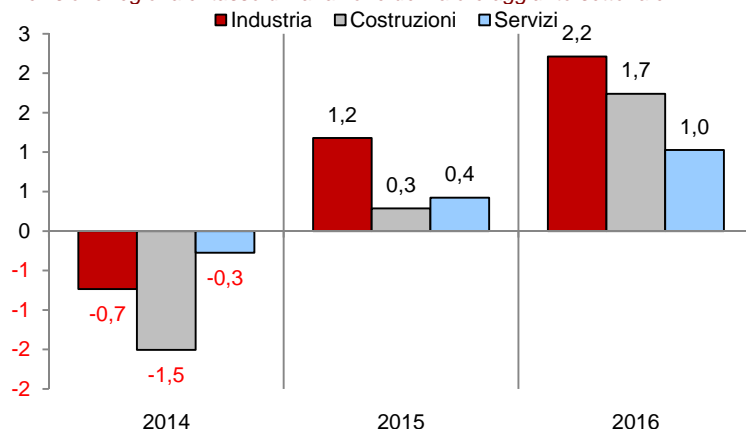
Fonte: elaborazione Unioncamere E.R. su dati Prometeia, Scenari per le economie locali, gennaio 2016.

variazione positiva (+0,3 per cento) dopo la precedente del lontano 2007. Con il 2016 dovrebbe consolidarsi la tendenza positiva per il settore. Un miglioramento delle condizioni del mercato del credito per questo settore, potrebbe accompagnare la ripresa portando a una crescita dell'1,7 per cento del valore aggiunto. L'effetto della pesante crisi del settore emerge comunque chiaramente se si considera che al termine del corrente anno l'indice del valore aggiunto delle costruzioni risulterà ampiamente inferiore al livello del precedente massimo toccato nel 2007 (-32,3 per cento).

Anche per l'industria in senso stretto regionale il 2015 è stato l'anno di inversione della tendenza e l'avvio della ripresa dovrebbe avere determinato una crescita del valore aggiunto settoriale dell'1,2 per cento. Il nuovo trend positivo dovrebbe manifestare più chiaramente i suoi effetti nel corso del 2016 con un'accelerazione della produzione che condurrà ad una crescita del valore aggiunto generato dall'industria del 2,2 per cento. La crisi appena superata ha comunque lasciato una profonda cicatrice anche sul tessuto industriale regionale. Alla fine del 2016, l'indice reale del valore aggiunto industriale risulterà inferiore del 7,8 per cento rispetto al precedente massimo del 2007.

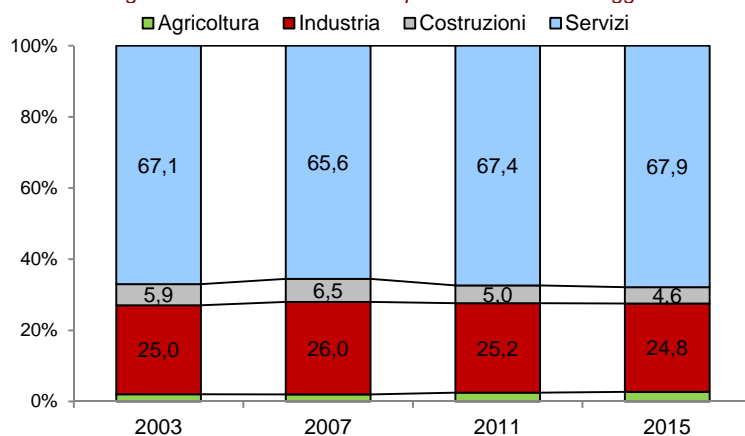
Analogo il quadro per il variegato settore dei servizi, per il quale nel 2015, il valore aggiunto dovrebbe avere messo a segno un incremento dello +0,4 per cento, dopo tre anni di recessione. La ripresa avviata lo scorso anno, dovrebbe consolidarsi nel corso del 2016, con un nuovo aumento dell'1,0 per cento del valore aggiunto prodotto, una crescita però più contenuta rispetto a quella degli altri settori. Ben diversi, comunque sono stati gli effetti della lunga recessione sul settore dei servizi. Al termine dell'anno corrente il suo valore aggiunto dovrebbe risultare solo leggermente inferiore (-1,3 per cento) rispetto ai livelli del precedente massimo toccato nel 2008.

Previsione regionale: tasso di variazione del valore aggiunto settoriale.



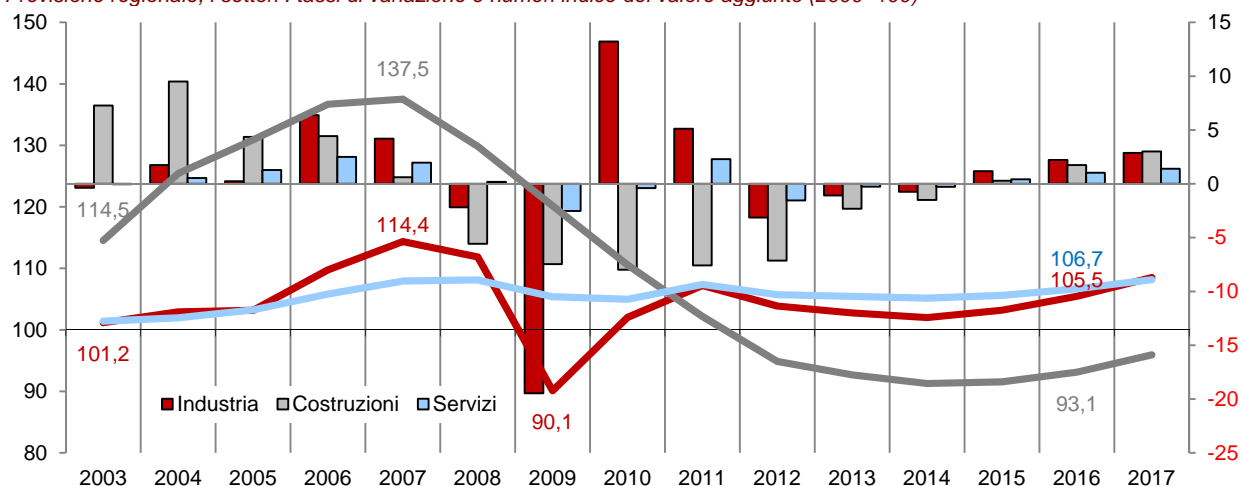
Fonte: elaborazione Unioncamere E.R. su dati Prometeia, Scenari per le economie locali, gennaio 2016.

Previsione regionale: evoluzione della composizione del valore aggiunto.



Fonte: elaborazione Unioncamere E.R. su dati Prometeia, Scenari per le economie locali, gennaio 2016.

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



Fonte: Prometeia, Scenari per le economie locali, gennaio 2016.

Il mercato del lavoro

L'impiego di lavoro nel processo produttivo, valutato in termini di unità di lavoro e quindi al netto della cassa integrazione guadagni, nel 2015 dovrebbe avere fatto registrare finalmente un aumento rilevabile, con una crescita dello 0,9 per cento. La tendenza si manterrà positiva con il consolidarsi della ripresa e nel 2016 si dovrebbe registrare un nuovo leggero aumento (+0,8 per cento), con un movimento parallelo, ma lievemente più intenso rispetto all'analoga tendenza nazionale.

L'evoluzione settoriale dell'impiego di lavoro mostra una forte disomogeneità delle variazioni, sia per l'ampiezza, sia per il loro segno.

In positivo, nell'industria nel 2015 dovrebbe essersi registrato un forte incremento (+5,4 per cento), in parallelo alla caduta dell'impiego della cassa integrazione e all'aumento dell'attività. La ripresa in corso dovrebbe condurre a un nuovo aumento anche nel 2016, ma meno ampio (+1,2 per cento), con un recupero di produttività.

Nel settore dei servizi, che ha risentito in misura minore della crisi negli anni scorsi, l'impiego di lavoro dovrebbe essere rimasto invariato nel 2015, ma con il rafforzamento della domanda interna e dei consumi in particolare, nel 2016 riprenderà anche la crescita dell'impiego di lavoro, che dovrebbe attestarsi allo 0,9 per cento.

Al contrario, le conseguenze della lunga crisi si sono riflesse ancora negativamente sull'impiego di lavoro nelle costruzioni, che dovrebbe avere visto proseguire con intensità la tendenza alla riduzione nel corso del 2015 (-4,2 per cento). Con il consolidarsi della crescita del valore aggiunto del settore, nel corso del 2016 si dovrebbe registrare l'avvio di un'inversione di tendenza anche per l'impiego di lavoro nelle costruzioni che dovrebbe risultare poco più che invariato. Le forze di lavoro dovrebbero essere aumentate leggermente nel 2015 (+0,3 per cento), ma nonostante la fase economica positiva, la loro evoluzione resta debole e nelle previsioni ci si attende una loro lieve flessione nel 2016 (-0,1 per cento), per il difficile ritorno sul mercato del lavoro dei lavoratori scoraggiati. L'andamento delle forze di lavoro non tiene il passo con quella della popolazione. Il tasso di attività, calcolato come quota sulla popolazione presente totale, dovrebbe quindi continuare a ridursi dal 47,2 del 2014 al 46,5 del 2016. Il dato regionale resta strutturalmente più elevato di quello nazionale, ma si contrae progressivamente la differenza con quest'ultimo.

Nel 2015 alla lieve ripresa del Pil regionale dovrebbe essersi accompagnata un'analoga tendenza positiva relativa al numero degli occupati (+0,9 per cento). Con il rafforzarsi della ripresa dell'attività, dovrebbe consolidarsi anche la crescita dell'occupazione nel 2016 (+0,9 per cento), permettendo un recupero di produttività. Nel 2015 il tasso di occupazione si è mantenuto stabile (43,3 per cento) e nel 2016 risulterà finalmente in lieve ripresa (43,4 per cento), un movimento che dovrebbe consolidarsi e accompagnare la crescita dell'attività. L'effetto della lunga crisi appare comunque evidente e nel 2016 il tasso di occupazione risulterà inferiore di 2,9 punti rispetto al livello del 2008 e di 3,9 punti al di sotto del livello massimo precedente del 2002.

Il tasso di disoccupazione, che era pari al 2,8 per cento nel 2007, per effetto della recessione ha raggiunto l'8,4 per cento nel 2013. Da allora si è prima gradualmente ridotto e poi, con la ripresa, la sua discesa è divenuta più rapida e dovrebbe essere giunto al 7,8 per cento per il 2015. L'accelerazione

dell'attività dovrebbe determinarne una più rapida riduzione nel corso del 2016, tanto da portarlo al 6,8 per cento.

Conclusioni

L'economia regionale trarrà sollievo da una fase di leggera crescita. Gli effetti sul sistema produttivo regionale della crisi passata appaiono chiaramente. La quota del valore aggiunto regionale derivante dalle costruzioni si è ridotta ampiamente, allontanandosi dai livelli eccessivi raggiunti all'avvio della crisi e recuperando dolorosamente un maggiore equilibrio. La riduzione della quota del valore aggiunto industriale subita nel corso delle due fasi di recessione successive all'avvio della crisi internazionale è ormai divenuta in gran parte permanente. L'avvio della fase di ripresa costituisce un'occasione per affrontare più agevolmente e con decisione il problema della competitività dell'industria e del sistema economico regionale, al di là di quanto verrà fatto a livello nazionale, per potere consolidare la base industriale regionale.