



Davide Ciferri è economista presso il Servizio Ricerca e Studi di Cassa depositi e prestiti e responsabile dell'ufficio Economia, Finanza e Mercati. Insegna Econometria alla John Cabot University. È membro del segretariato dell'Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile (ASviS). Ha prestato servizio nello staff del ministro Enrico Giovannini al Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali. Dottore di ricerca in Economia Monetaria e Finanziaria all'Università di Roma Tor Vergata.

davide.ciferri@cdp.it



Alessandro Melini è analista presso il Servizio Ricerca e Studi di Cassa depositi e prestiti. Ha lavorato presso la Banca Centrale Europea nel dipartimento incaricato delle operazioni di mercato nell'ambito del quantitative easing, nella divisione finanza della BEI e all'OCSE nel dipartimento affari finanziari. Laurea in Economia all'Università LUISS Guido Carli.

alessandro.melini@cdp.it

Congiuntura economica tra luci e ombre

Mentre a livello globale si rafforzano le prospettive di crescita, le ricadute positive sull'economia europea e su quella italiana sono incerte

L'economia mondiale è ormai entrata in una consolidata fase di ripresa, sebbene il tasso di crescita del PIL avanzi a un ritmo relativamente contenuto rispetto al decennio precedente lo scoppio della crisi finanziaria: le stime dell'FMI per il 2017 e il 2018 sono del 3,5 e 3,6 per cento rispettivamente, *vs* una crescita media annua del 4,1 per cento nel periodo 1997-2007 **(1)**.

A spingere al rialzo l'attività economica ha contribuito in maniera significativa la contestuale espansione monetaria e fiscale nelle principali aree economiche mondiali. La ripresa della produzione industriale e più in generale degli investimenti ha inoltre favorito un'accelerazione del commercio internazionale (3,8 e 3,9 per cento rispettivamente per il 2017 e il 2018), dopo il periodo di bassa crescita che ha caratterizzato gli ultimi cinque anni (nel 2012-16 la media è stata del 3 per cento). Il precedente

(1) International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Gaining Momentum?*, Washington (DC), April 2017.

rallentamento del commercio era stato principalmente causato dalla debolezza degli investimenti e dalla contestuale affermazione sulla scena internazionale delle cosiddette «catene globali del valore», che ha comportato una supremazia negli scambi commerciali dei beni intermedi rispetto ai beni di consumo finali. Oggi la ripresa della domanda globale di beni capitali, guidata dagli annunci di rilancio di opere infrastrutturali in Asia e negli USA, sembrerebbe indicare una ripresa degli investimenti, con effetti dunque positivi per l'andamento del commercio internazionale. Questa dinamica virtuosa tra investimenti e commercio è inoltre favorita dai paesi esportatori di petrolio che, beneficiando di una ritrovata stabilità dei prezzi del greggio (+20 per cento tra il 2016 e il 2017) sopra i livelli di *break-even*, stanno rivedendo al rialzo i piani di investimento.

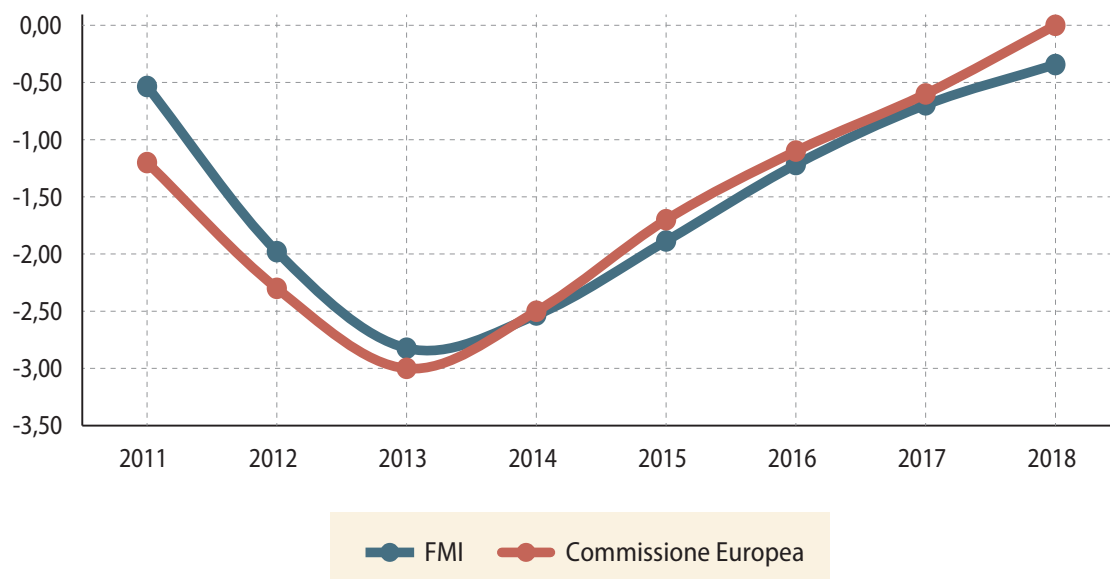
Le prospettive di crescita economica hanno riflessi positivi anche sulla fiducia dei mercati. In particolare, le performance dei principali listini azionari sono state decisamente buone in questi primi mesi dell'anno. Industria e costruzioni sono i settori che mostrano una maggiore vivacità

anche alla luce dei probabili benefici derivanti dagli ulteriori stimoli fiscali annunciati negli USA e in Cina. Al contempo, le tornate elettorali europee e la stabilizzazione del periodo post-elezioni statunitensi hanno riportato la calma sui mercati internazionali. Gli indici che tracciano la volatilità dei listini in Europa e negli USA (rispettivamente VSTOXX e VIX) sono tornati sui livelli pre-crisi, registrando una costante e significativa riduzione del rischio da inizio anno.

Downside risk rimangono tuttavia presenti sulle prospettive economiche internazionali. Il principale fattore di incertezza è rappresentato dalla politica economica. Lo spettro di un rapido ritorno al protezionismo si intreccia ai potenziali cambiamenti nel *policy mix* adottato dalle maggiori aree economiche globali. Da un lato, un'accelerazione nella stretta della politica monetaria degli Stati Uniti genererebbe un apprezzamento del dollaro, con potenziali effetti incerti sul deflusso di capitali dai paesi emergenti. Dall'altro, una normalizzazione nella politica monetaria della Banca Centrale Europea è temuta da molti per le probabili pressioni sui rendimenti dei titoli,

Gli indici che tracciano la volatilità dei listini in Europa e negli USA sono tornati sui livelli pre-crisi, registrando una costante e significativa riduzione del rischio da inizio anno

figura 1 | la stima dell'output gap dell'Area Euro



fonte: elaborazioni degli autori su dati FMI, OCSE e AMECO

in particolare dei paesi *non-core* dell'Area Euro. A spingere in questa direzione sono ormai diversi indicatori. L'Eurozona ha infatti intrapreso un sentiero di crescita che dura da ben quindici trimestri e le stime per il 2017 sono positive – sebbene eterogenee – per tutti i paesi. Al contempo, le spinte deflazionistiche che negli ultimi anni hanno caratterizzato l'Europa sembrano aver perso vigore, specialmente in un contesto contraddistinto da una ripresa dei prezzi del petrolio e dei consumi delle famiglie. Infine, e in maniera forse più rilevante, la Commissione Europea stima per l'anno prossimo la chiusura del gap tra PIL potenziale ed effettivo (la differenza tra i due valori è definita *output gap* ⁽²⁾) nell'Eurozona ⁽³⁾. Tale circostanza indicherebbe una progressiva minore necessità di far leva su politiche espansive di stimolo alla domanda nella misura in cui la chiusura dell'*output gap* implica un pieno utilizzo della capacità produttiva e, quindi, tassi di crescita effettivi allineati con quelli potenziali. Un'economia che viaggia a piena occupazione, si argomenta, non necessita di stimoli né di natura fiscale né di natura monetaria. Qualsiasi intervento sul lato della domanda tenderebbe a medio termine

⁽²⁾ L'*output gap* è una misura quantitativa della differenza tra il PIL effettivo e il PIL potenziale di un'economia. Quest'ultimo è il massimo valore di beni e servizi che un'economia è in grado di produrre quando sfrutta pienamente i propri fattori produttivi, capitale e lavoro.

⁽³⁾ European Commission, *European Economic Forecast. Spring 2017*, Institutional Paper 053, Brussels, May 2017.

ad alimentare esclusivamente la dinamica dei prezzi, producendo effetti neutrali sul fronte dell'attività economica reale.

Nel contesto europeo, questo argomento è di importanza primaria, non solo in termini di politica economica, ma soprattutto per la dialettica tra gli Stati membri e la Commissione su possibili spazi fiscali aggiuntivi. L'esito della negoziazione non è scontato, in particolare per via della metodologia di stima, che varia a seconda dell'approccio scelto. Per esempio, le stime del Fondo Monetario Internazionale (4) differiscono in maniera significativa da quelle rilasciate dalla Commissione (Figura 1). In particolare, l'FMI prevede che il PIL effettivo si allinei al potenziale solamente nel 2020, mentre per il 2018 individua ancora un divario negativo di circa lo 0,3 per cento.

Per l'Italia, la questione non è di poco conto. Infatti, da tempo il Ministero dell'Economia e delle Finanze porta avanti una richiesta di rivisitazione della metodologia di calcolo dell'output gap, che permetterebbe maggiore flessibilità di bilancio (5). Applicando la stima dell'FMI, per esempio, gli spazi aggiuntivi di finanza pubblica sono quantificabili in circa 1 punto percentuale di PIL all'anno.

L'importanza della leva fiscale per l'Italia assume valore anche alla luce della dinamica che il PIL ha registrato durante gli anni della crisi economica. Lo scorso anno la spesa pubblica ha contribuito positivamente (per circa lo

0,1 per cento) al tasso di crescita del PIL, dopo aver apportato un contributo negativo cumulato pari a circa l'1 per cento del PIL tra il 2011 e il 2015. La politica di consolidamento fiscale è stata resa necessaria dall'elevato livello del rapporto debito/PIL, che dovrebbe stabilizzarsi quest'anno al 133,1 per cento. Tra l'altro, l'elevato livello di indebitamento comporta una spesa per interessi annua pari a circa 66 miliardi di euro l'anno (in media il 4 per cento del PIL), la più alta in Europa (6).

Se la leva fiscale è destinata ad avere un ruolo sempre più marginale, stretta tra vincoli politici e di bilancio, si stima che saranno le altre

*In Italia lo scorso anno
la spesa pubblica ha
contribuito positivamente
al tasso di crescita del PIL*

(4) IMF, *op. cit.*

(5) Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza 2017. Sezione I. Programma di Stabilità per l'Italia*, aprile 2017.

(6) European Commission, *op. cit.*

variabili della domanda interna, investimenti e consumi privati a trainare la crescita del PIL. L'Italia è ormai entrata nel quarto anno consecutivo di crescita e la Commissione Europea stima che l'attività economica si irrobustirà il prossimo anno (2017: 0,9 per cento; 2018: 1,1 per cento) **(7)**, per effetto in particolare di un contributo maggiore proveniente dagli investimenti.

La ripresa degli investimenti rappresenta decisamente l'elemento di novità e di gradita rottura rispetto al passato. A fine 2016 il valore degli investimenti era il 25 per cento inferiore rispetto ai livelli del 2008. In valore assoluto ciò ha significato una perdita – in termini reali – pari a circa 90 miliardi di euro. Elemento estremamente positivo è quindi la stima di crescita degli investimenti pari al 3,7 per cento per quest'anno e al 3,3 per il 2018 (circa 10 miliardi di euro all'anno).

Un ulteriore aspetto favorevole è dato dalle condizioni finanziarie, che rimangono positive, con i tassi di interesse praticati dalle banche italiane sugli impieghi ormai in linea con quelli del resto dell'Eurozona.

Per l'anno in corso è lecito attendersi un consolidamento del comparto dei beni intermedi e di quelli a più alta valenza tecnologica

Tuttavia, è opportuno notare come la ripresa degli investimenti è principalmente guidata dalla crescita della componente legata al settore dei mezzi di trasporto (che contribuiscono per circa il 70 per cento della ripresa), mentre rimane più contenuta la dinamica

degli investimenti in macchinari. Per l'anno in corso, è comunque lecito attendersi, per effetto dei provvedimenti governativi e del buon andamento delle esportazioni, un consolidamento del comparto dei beni intermedi e di quelli a più alta valenza tecnologica.

Oltre al buon andamento degli investimenti, la domanda interna potrà contare sul trend positivo dei consumi privati, anche se le attese indicano che il contributo al tasso di crescita per il 2017 è circa la metà di quanto osservato nel biennio 2015-16. Il rallentamento è in particolare dovuto all'aumento dei prezzi del petrolio, che spingono al rialzo le attese di inflazione, e a una minore intensità nel tasso di crescita dell'occupazione, con conseguente ricaduta negativa sulle prospettive di crescita del reddito

(7) Recentemente l'ISTAT ha rivisto al rialzo la crescita del PIL negli ultimi due trimestri. A seguito di tale rialzo, la crescita già acquisita per il 2017 è pari allo 0,9 per cento ed è pertanto lecito aspettarsi un tasso di crescita maggiore rispetto alle stime della Commissione Europea. Infatti, l'FMI e la Banca d'Italia hanno aumentato le stime per l'anno in corso prevedendo un tasso di crescita del PIL rispettivamente pari a 1,3 e 1,4 per cento.

disponibile delle famiglie. Il contesto del mercato del lavoro si mantiene comunque positivo in particolare in considerazione della rinnovata fiducia nelle aspettative di occupazione. Nel 2016 la partecipazione al mercato del lavoro maschile (75,2 per cento) e quella femminile (55,7 per cento) hanno toccato un record storico superando i massimi pre-crisi, pur continuando a mostrare un divario di genere significativo e maggiore rispetto a quello delle altre economie avanzate.

Anche sul quadro macroeconomico italiano pesano rischi al ribasso per le prospettive di crescita. Oltre alle incertezze politiche, il sistema bancario è l'elemento che più preoccupa a livello internazionale, soprattutto in ragione dell'elevato stock di crediti deteriorati (*non performing loans*, *NPLs*) che gli istituti di credito nazionali hanno accumulato nel corso della crisi economica. A fine 2016, gli NPLs hanno raggiunto un ammontare, al netto delle perdite già contabilizzate nei bilanci bancari, pari a 173 miliardi di euro, con un'incidenza sui prestiti complessivi pari al 9,4 per cento, in calo rispetto al 10,8 per cento di fine 2015. Da un'analisi dei bilanci, la situazione dei crediti deteriorati si presenta eterogenea tra le diverse banche. In particolare significative differenze si riscontrano nel confronto tra «banche sistemiche», sotto supervisione diretta della BCE, e «non sistemiche», il cui controllo è affidato alla Banca d'Italia in coordinamento con la BCE (Tabella 1).

tabella 1 | crediti deteriorati tra banche sistemiche e non sistemiche (dicembre 2016; miliardi di euro)

	Banche sistemiche					Banche non sistemiche				
	Espos. lorde	Espos. nette	Lorde %	Nette %	Tasso di copertura %	Espos. lorde	Espos. nette	Lorde %	Nette %	Tasso di copertura %
Prestiti	1.519	1.373	100	100	9,6	312	283	100	100	9,3
Performing	1.251	1.244	82,4	90,6	0,6	252	250	80,6	88,2	0,7
Deteriorati	267	129	17,6	9,4	51,7	61	33	19,4	11,8	44,8
Sofferenze	165	61	10,9	4,4	63,1	36	15	11,5	5,4	57,8
Inadempienze probabili	98	65	6,4	4,7	33,7	22	16	7,0	5,6	27,9
Scaduti	5	4	0,3	0,3	24,7	3	3	0,9	0,9	9,4

fonte: elaborazioni degli autori su dati Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, aprile 2017

Sui bilanci delle prime pesano i tre quarti delle sofferenze nette totali, iscritte a un valore pari al 36,9 per cento dell'ammontare nominale, con un tasso di copertura che supera la media europea di circa il 6 per cento. Le seconde, invece, con uno stock in valore assoluto ridotto, hanno iscritto a bilancio sofferenze per circa il 42,2 per cento del valore nominale.

Tali valori, pur essendo in linea con i tassi di recupero registrati negli ultimi dieci anni, sono ancora lontani dai prezzi offerti attualmente dagli operatori di mercato (pari a circa il 23 per cento del valore nominale delle sofferenze). Conseguentemente, il differenziale tra domanda e offerta è ancora tale da impedire uno smaltimento in tempi relativamente rapidi delle sofferenze. Nella recente relazione annuale, il governatore della Banca d'Italia ha quantificato in 20 miliardi di euro lo stock di sofferenze nette iscritte nei bilanci di istituti di credito «in situazione di difficoltà» che potrebbero aver necessità di vendere in tempi rapidi. Secondo Ignazio Visco, questi istituti, ai prezzi attuali di mercato, dovrebbero far fronte a rettifiche aggiuntive per circa 10 miliardi di euro.

Infine, a fronte dei segnali di miglioramento, le banche italiane restano ancora esposte a rischi rilevanti. Un aumento dell'avversione al rischio degli investitori, in un contesto internazionale di elevata incertezza, potrebbe rendere più complicato l'accesso al mercato dei capitali.

L'Italia viaggia su un sentiero difficile, stretto tra contenimento fiscale e necessità di consolidare la ripresa in atto

Complessivamente, dunque, mentre l'economia globale rafforza le prospettive di crescita, gli *spillover* positivi di tale congiuntura sull'economia europea e italiana sono incerti.

In particolare, l'Italia viaggia

ancora su un sentiero difficile, stretto tra contenimento fiscale e necessità di consolidare la ripresa in atto. Su tutto pesano la debolezza strutturale legata all'alto indebitamento pubblico e quella congiunturale rappresentata dalle banche. Questi due fattori tendono ad amplificare i rischi che provengono dallo scenario internazionale, non permettendo all'economia nazionale di esplicitare al meglio i significativi fattori di resilienza emersi durante gli anni della crisi.

